

Quaderni giuridici

Business judgement rule e mercati finanziari

Efficienza economica e tutela degli investitori

*S. Alvaro, E. Cappariello, V. Gentile, E.R. Iannaccone, G. Mollo,
S. Nocella, M. Ventoruzzo; con prefazione a cura di P. Marchetti*



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers**, curati dalla Consob anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Simone Alvaro (coordinatore), Doina D'Eramo, Giorgio Gasparri, Giovanni Mollo.

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Tiburtini s.r.l. (Roma)

www.tiburtini.it

Consob

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

t 06.8477.1

f 06.8477612

e studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

Prefazione

a cura di P. Marchetti*

Il Quaderno che si presenta offre molteplici ragioni che lo rendono meritevole di particolare segnalazione.

In primo luogo, ovviamente, il tema. Della *Business Judgment Rule* molto si parla, ma non sempre con piena cognizione di causa.

La ricostruzione del dibattito statunitense che il Quaderno offre e la graduazione delle posizioni in cui la "rule" si è declinata nella giurisprudenza del paese d'origine inducono a riflettere sulla sua esatta portata. La casistica del Quaderno, con molta dovizia, rivela come la *Business Judgment Rule* non sia affatto un docile disco verde per gli amministratori e per gli *executives* in generale.

Ed ancora, il Quaderno con coraggio percorre una strada assai innovativa nella stessa letteratura in materia di *BJR*. Infatti, la ricerca assume un carattere "trasversale" in quanto affronta il delicato (largamente in Italia inesplorato) problema di come i principi che stanno a base della *Business Judgment Rule* possono (o debbono) anche ispirare l'attività delle Autorità di Vigilanza. Se è vero, infatti, che la *BJR* mira a trovare il punto di equilibrio tra l'*enforcement* dei doveri degli amministratori, da un lato, e il rischio di disincentivazione all'assunzione dei rischi, dall'altro, se è vero tutto ciò, è evidente come si tratti di una regola che ha un contenuto di *policy* generale che trascende il campo dei meri rapporti intersoggettivi tra amministratori, società e soci.

La *Business Judgment Rule* potrebbe così assumere il volto del tutto nuovo, anche di criterio per l'esercizio nella discrezionalità amministrativa. Si tratta, come si diceva, di prospettiva da coltivare adeguatamente che certamente schiude criteri, chiavi di lettura per la stessa attività della Consob.

Il Quaderno contiene una connotazione, per così dire, di "militanza" presente in altri contributi ospitati dai Quaderni, nel senso che non si limita ad un inventario critico dell'esistente ed a tracciarne linee evolutive, ma con decisa convinzione propone di introdurre una disciplina armonizzata e di rango primario della *Business Judgment Rule* a livello europeo, anche se, in difetto "sarebbe comunque auspicabile una analoga (ossia di livello primario) disciplina nazionale".

(*) Professore emerito di diritto commerciale nell'Università L. Bocconi di Milano.

Anche tale proposta ha una notevole portata innovativa perché richiama l'attenzione su un profilo dell'armonizzazione comunitaria in genere trascurato, eppure di notevole rilevanza. Il diverso atteggiarsi, ma già anche il diverso grado di percezione, del rischio da responsabilità gestoria può rappresentare, infatti, un elemento distorsivo di rilevante portata, generando pure fenomeni striscianti di *gold plating* o di azzardo morale che in paesi con sistemi giudiziari poco efficienti possono trovare un pericoloso terreno di coltura.

Business judgement rule e mercati finanziari

Efficienza economica e tutela degli investitori

S. Alvaro*, E. Cappariello**, V. Gentile***, E.R. Iannaccone****,

G. Mollo*, S. Nocella*****, M. Ventoruzzo*****

Abstract

Lo studio si occupa dei limiti e dei criteri rispetto ai quali è possibile sottoporre a scrutinio il merito delle scelte degli amministratori di società per azioni in sede giudiziale ponendo a confronto tra loro la regola giurisprudenziale utilizzata negli Stati Uniti d'America (la *business judgment rule* – "BJR") con la disciplina sviluppatasi nei paesi di *civil law* europei ed in particolare in Italia. Il lavoro analizza, in primo luogo, il contenuto della BJR come emerso nella giurisprudenza americana e che evidenzia la presenza di standard e regole che tengono conto del delicato *trade off* fra la necessità di non disincentivare investimenti rischiosi che possono avere effetti positivi sullo sviluppo economico e la necessità di assicurare un'adeguata tutela degli investitori attraverso efficaci rimedi giudiziali. Successivamente viene rapidamente analizzata l'evoluzione storica della disciplina della responsabilità degli amministratori nell'Europa continentale per giungere ad analizzare l'attuale normativa italiana e la declinazione concreta che ne è risultata nell'esperienza giurisprudenziale civilistica. Il lavoro, infine, passa ad esaminare i limiti e le finalità dello scrutinio sulle scelte gestionali degli amministratori delle società vigilate (società quotate, intermediari e società di gestione dei mercati) compiuto dall'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari. Viene evidenziato come la vigilanza sulla trasparenza dell'informativa e sulla correttezza dei comportamenti è compiuta utilizzando gli stessi criteri, metodi ed approcci definiti nella giurisprudenza civilistica in materia di BJR soprattutto in quelle materie in cui occorra valutare le scelte compiute dagli amministratori (si allude in particolare all'adeguatezza degli assetti organizzativi e delle procedure e alla ragionevolezza delle ipotesi alla base dell'informativa previsionale e di talune poste contabili). Il lavoro, dopo avere evidenziato come molti Paesi europei abbiano recentemente introdotto nei rispettivi ordinamenti giuridici la BJR (mentre in Italia solo la innovativa disciplina delle operazioni con parti correlate si è avvicinata a tale regola), conclude evidenziando i potenziali benefici che potrebbero derivare anche per il nostro ordinamento giuridico dall'introduzione nella normativa primaria della BJR (facendo propri i risultati raggiunti dalla giurisprudenza della Corte di Cassazione e ampiamente condivisi dalla dottrina) sia in termini di garanzia di una maggiore certezza del diritto sia quale più efficace punto di riferimento per l'attività di *enforcement* delle Autorità di vigilanza sui mercati finanziari. Ne potrebbero discendere importanti ricadute sull'efficienza e la crescita economica, perché si incoraggerebbero gli investimenti in settori innovativi e altamente rischiosi, e, allo stesso tempo, si potrebbe avere un deflazionamento del contenzioso sia in sede civile che amministrativa.

(*) Consob, Divisione Studi; (**) Consob, Consulenza Legale; (***) Consob, Divisione Informazione Emittenti; (****) Consob, Divisione Intermediari; (***** Consob, Divisione Corporate Governance; (***** Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università L. Bocconi di Milano e "full professor with tenure" di Corporations, Corporate Finance, Securities Regulation e International Business Transactions presso la Pennsylvania State University - Dickinson School of Law.

Un particolare ringraziamento va al Prof. Marchetti per i sempre stimolanti confronti e per la importante Prefazione al lavoro. Le opinioni espresse nel presente Quaderno sono attribuibili esclusivamente agli Autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i contenuti del presente Quaderno, non è pertanto corretto attribuirli alla Consob o ai suoi vertici. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli Autori.

Indice

Introduzione	7
1 Analisi comparata e storica	9
1.1 La <i>business judgement rule</i> negli Stati Uniti d'America	9
1.2 Il <i>rationale</i> della <i>business judgement rule</i> negli Stati Uniti d'America	16
1.3 La disciplina della responsabilità degli amministratori nell'Europa continentale: dalle Compagnie delle Indie alla codificazione napoleonica	19
2 La disciplina italiana	23
2.1 La disciplina della responsabilità degli amministratori in Italia: dal Codice di commercio del 1865 alla Riforma del diritto societario del 2003	23
2.2 L'attuale disciplina della responsabilità degli amministratori in Italia	27
2.3 Il sindacato dell'attività degli amministratori nell'esperienza giurisprudenziale civilistica italiana	33
3 <i>Business judgement rule</i> e vigilanza sui mercati finanziari	39
3.1 Doveri e responsabilità degli amministratori nelle società che operano sui mercati finanziari (società quotate, intermediari, società di gestione dei mercati)	39
3.2 Il sindacato della Consob sull'attività degli amministratori delle società vigilate	44
3.2.1 Il controllo di trasparenza	45
3.2.2 Il controllo sulle procedure interne e sugli assetti organizzativi delle società di gestione del mercato e degli intermediari	50
3.2.3 Il controllo sulle procedure interne e sugli assetti organizzativi delle società emittenti	56
3.3 La disciplina delle operazioni con parti correlate	59
4 Implicazioni di <i>policy</i>	62
4.1 La <i>business judgment rule</i> all'interno degli ordinamenti di <i>civil law</i> : tra giurisprudenza e codificazione	62
4.2 Per una <i>business judgment rule</i> 'efficiente'	68
Bibliografia	74

Introduzione

La valutazione della responsabilità civile degli amministratori in relazione alla propria competenza decisionale nella gestione di una impresa organizzata in forma societaria pone un delicato problema di politica del diritto, ossia quello di trovare il punto di equilibrio tra due contrapposte esigenze: da un lato, non disincentivare l'assunzione dell'incarico da parte delle persone più qualificate (selezione avversa) né indurre atteggiamenti eccessivamente avversi al rischio; dall'altro, fornire adeguata tutela ai soggetti che siano eventualmente ingiustamente danneggiati dagli amministratori¹.

Se gli amministratori non devono essere responsabili per quelli che la terminologia anglosassone definisce "*honest errors of judgment*" - dovrebbero cioè beneficiare di una sorta di *droit à l'erreur* -, è necessario dotare gli investitori di efficaci rimedi giudiziali rispetto a scelte imprenditoriali illecite e che distruggono valore.

Prima di affrontare più in dettaglio la questione sotto il profilo giuridico, è utile richiamare alcuni elementi di analisi economica che consentono di inquadrare in termini generali il problema della discrezionalità nelle scelte imprenditoriali e dei doveri fiduciari degli amministratori.

L'ipotesi alla base della moderna teoria "contrattualista" dell'impresa è che la discrezionalità del *management* è un elemento essenziale per consentire un corretto funzionamento dell'impresa stessa per due motivi fondamentali². Il primo è che gli azionisti devono necessariamente delegare le decisioni imprenditoriali a soggetti che posseggono maggiori competenze e professionalità. Il secondo è dato dal fatto che è impossibile specificare rapporti contrattuali "completi" (cioè che prevedono uno specifico comportamento in ogni "stato del mondo") quando l'attività riguarda l'assunzione di decisioni in condizioni di incertezza. L'unico intervento possibile da parte degli azionisti consiste nel monitoraggio *ex post* dell'operato degli amministratori.

Il filone teorico degli studi basati sulla teoria dell'agenzia mostra che è normalmente difficile disegnare contratti fra azionisti e *manager* che raggiungono soluzioni di ottimo paretiano e di perfetto allineamento degli interessi delle controparti. La separazione fra proprietà e controllo genera conflitti d'interessi che possono determinare scelte del *management* sub-ottimali rispetto all'obiettivo di massimizzazione della ricchezza degli azionisti³.

1 Un'analisi lucida ed attenta di queste problematiche è stata compiuta in Italia da ANGELICI, *Diligentia quam in suis business judgement rule*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006, p. 675 ss.

2 Fra i contributi fondamentali si ricordano COASE, *The Nature of the Firm*, *Economica*, 1937, WILLIAMSON, *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Englewood Cliffs, New Jersey, 1964 e ALCHIAN - DEMSETZ, *Production, Information Costs, and Economic Organization*, *American Economic Review*, LXII, n. 5, 1972.

3 Per tutti cfr. JENSEN - MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, 1976, pp. 305-360; PRATT - ZECKHAUSEN, *Principal and Agents. The Structure of Business*, ed. da, Boston, 1985; HANSMANN - KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, in AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford New York, 2004, p. 21 e ss.

Anche il tema del controllo giurisdizionale sull'operato dei *manager* è inquadrabile alla luce della teoria dei costi agenzia e dei conflitti d'interesse fra azionisti e *manager*.

Infatti, in primo luogo, il compito degli amministratori è quello di approfondire il massimo impegno possibile nell'acquisire informazioni per individuare tutte le possibili alternative di investimento. In questo caso, il problema di agenzia nasce dal fatto che gli amministratori potrebbero essere poco inclini ad impegnarsi nella ricerca di informazioni poiché gli azionisti non hanno la possibilità di monitorare costantemente ed in via diretta il loro impegno (monitoraggio che è invece affidato all'organo di controllo)⁴. Da questo punto di vista, il controllo giurisdizionale, attivato da un'azione di responsabilità, è il principale strumento (se pure molto costoso) che consente agli azionisti, tramite il giudice, di avere accesso a informazioni accurate per verificare la condotta dei *manager* e l'impegno profuso nell'acquisire informazioni per la scelta degli investimenti⁵. La stessa minaccia credibile di un'azione di responsabilità può avere un effetto disciplinante sul comportamento dei *manager*⁶.

In secondo luogo, gli amministratori devono scegliere il progetto di investimento che presenta il profilo di rischio-rendimento che ritengono ottimale. In questo caso, il problema di agenzia nasce dal fatto che gli amministratori potrebbero avere una funzione di preferenza diversa da quella degli azionisti⁷: ad esempio, potrebbero preferire progetti a basso rischio (soprattutto se la loro remunerazione è fissa) ovvero a rischio molto elevato (quando vi è un elevato peso di componenti di remunerazione variabile che riflettono in maniera asimmetrica il rischio dei progetti).

Da questo punto di vista, la minaccia di un controllo giurisdizionale e di azioni di responsabilità possono condizionare *ex ante* la scelta dei progetti di investimento portando gli amministratori a preferire quelli meno rischiosi e con rendimenti attesi più bassi (quindi ad appiattirsi sul cosiddetto *business as usual*), scartando quelli più rischiosi o con ritorni sul lungo periodo (ad esempio, in settori nuovi altamente innovativi o che richiedono elevati investimenti in ricerca e sviluppo) che potenzialmente possono avere un forte impatto sulla crescita dell'impresa e dell'economia nel suo complesso.

Queste brevi considerazioni introduttive evidenziano in maniera più chiara il *trade off* che pone la disciplina della responsabilità civile degli amministratori (e, come vedremo, della *business judgement rule*): regole troppo stringenti possono disincentivare l'assunzione di rischio, mentre regole troppo blande possono non assicurare un'adeguata tutela degli investitori.

Il tema in oggetto ha anche un riflesso importante nel settore della vigilanza e regolamentazione dei mercati finanziari, poiché le Autorità di vigilanza preposte a questi settori si devono confrontare quotidianamente con problemi legati alla valuta-

4 Per tutti cfr. HARRIS – RAVIV, *Optimal Incentive Contracts with Imperfect Information*, Journal of Economic Theory, 1979 e HOLMSTROM, *Moral Hazard and Observability*, The Bell Journal of Economics, 1979

5 Cfr. GUTIERREZ, *An Economic Analysis of Corporate Directors' Fiduciary Duties*, Rand Journal of Economics, 2003.

6 Cfr. GUTIERREZ, *op. cit.*

7 Cfr. LAMBERT, *Executive Effort and Selection of Risky Projects*, Rand Journal of Economics, 1986.

zione dei comportamenti tenuti dagli amministratori di società vigilate (emittenti, intermediari e società di gestione dei mercati). La valutazione di detti comportamenti, seppur finalizzata a considerare l'attività gestoria degli amministratori al fine di valutarne la rispondenza (o, meglio, la non contrarietà) agli interessi di natura pubblicistica la cui protezione è attribuita dalla legge alle stesse Autorità, deve in linea di massima applicare i medesimi canoni utilizzati dalla giurisprudenza civile per valutare la responsabilità civile degli amministratori (razionalità dell'operato, diligenza e assenza di conflitti di interesse).

Il lavoro è organizzato come segue. Il Capitolo 1 illustra la *business judgement rule* quale regola giurisprudenziale nata e sviluppatasi negli Stati Uniti nel corso degli ultimi secoli e ne chiarisce il fondamento logico sottostante (il suo *rationale*). Successivamente si volge a considerare quella che è stata in Europa l'evoluzione della disciplina della responsabilità civile degli amministratori a far tempo dalle prime Compagnie delle Indie del XVI e XVII secolo sino alla codificazione napoleonica. Nel Capitolo 2 si ripercorre la storia della disciplina della responsabilità civile degli amministratori in Italia dal primo codice di commercio unitario del Regno d'Italia alla Riforma del diritto societario del 2003 per poi esaminare l'attuale disciplina italiana della responsabilità civile degli amministratori nonché l'interpretazione giurisprudenziale della stessa. Il Capitolo 3 è dedicato alla disciplina della responsabilità degli amministratori in relazione alle regole che sovrintendono i mercati finanziari. Particolare attenzione viene data alle finalità e alla natura della vigilanza esercitata dalla Consob nei confronti degli amministratori dei soggetti sottoposti alla propria vigilanza (emittenti, intermediari e società di gestione del mercato) distinguendo tra obblighi sugli stessi incumbenti concernenti, da un lato, la trasparenza e, dall'altro, gli assetti organizzativi e le procedure interne. Un paragrafo autonomo del Capitolo è dedicato alla disciplina delle operazioni con parti correlate. Il Capitolo 4 affronta il tema di quella che dovrebbe essere la più adatta collocazione sistematica della *business judgement rule*, rispettivamente, all'interno dei sistemi di *common law* e di *civil law*. Esso si interroga altresì su quali dovrebbero essere i parametri da prendere in considerazione nell'ipotesi in cui si volesse introdurre anche in Italia la regola della *business judgement rule* nell'ambito della normativa primaria. Da ultimo sono formulate le conclusioni del lavoro alla luce del portato dei paragrafi precedenti.

1 Analisi comparata e storica

1.1 La *business judgement rule* negli Stati Uniti d'America

Uno degli strumenti utilizzati dalla giurisprudenza statunitense, e del Delaware in particolare, per contemperare queste opposte esigenze è la cosiddetta *business judgement rule* (di seguito anche solo "BJR"), una regola giurisprudenziale che ha avuto una lunga, complessa, e certamente non ancora conclusa evoluzione⁸, e che

8 Traccia della prima sentenza di una corte che si dichiarò 'riluttante' a riesaminare una decisione dell'organo amministrativo di una società si ritrova nel diritto inglese del 1742 (*Charitable Corp. v. Sutton* - 2 Atk. 400, 404, 1742), ma la genesi della *business judgement rule*, quale vero e proprio principio giurisprudenziale americano, viene generalmente ricondotta ad una decisione del 1829 della Corte Suprema della Louisiana [*Percy v. Millaudon* , 8 Mart.

come tutte le norme distillate dalla *case law* presenta ambiguità ed applicazioni divergenti⁹.

Per comprenderne l'essenza, pur a costo di qualche semplificazione e nella consapevolezza di letture differenti, occorre cominciare con la distinzione tra lo standard di diligenza al quale sono tenuti gli amministratori nell'esecuzione del proprio incarico e l'onere di provare se tale standard è stato o meno raggiunto. Pre-scindendo da come esattamente debba essere formulato il primo, ossia a che livello debba essere posta l'asticella che misura la condotta dei consiglieri, la *business judgment rule* è innanzitutto, e per la maggior parte degli studiosi e degli operatori, una regola procedurale¹⁰: i giudici non entreranno nel merito delle decisioni gestionali degli amministratori se queste sono state adottate "*on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company.*"¹¹ Non solo: vi è una presunzione - vincibile se gli attori offrono la prova del contrario - che gli amministratori abbiano, appunto, agito informati, in buona fede, e nell'onesto convincimento che l'azione intrapresa fosse nel migliore interesse della società.

In pratica, ne discende che chi voglia invocare la responsabilità degli amministratori per un danno causato all'ente gestito dovrà superare questa presunzione, compito non facile. Infatti, a questo fine si deve ad esempio dimostrare l'inadeguatezza del procedimento decisionale seguito (si parla di mancanza di "*procedural due care*"), perché il consiglio ha deliberato senza avere informazioni chiave che era ragionevole ottenere (in ipotesi, una relazione di congruità sul prezzo di un'acquisizione di un esperto indipendente), o dedicando un tempo palesemente insufficiente alla materia. Inoltre, tipicamente, la BJR non opera, e quindi gli amministratori non sono protetti da questo formidabile scudo, quando hanno agito in potenziale conflitto di interessi. Tuttavia, in assenza di circostanze che mettono in dubbio la buona fede e correttezza degli amministratori, e la ragionevolezza del *modo* in cui hanno assunto una decisione, è molto difficile vederne affermata la responsabilità per

(n.s.) 68 (La. 1829), a p. 77 e 78] nella quale la Corte affermò che "The occurrence of difficulties Which offer only a choice of measures, the adoption of a course from which loss ensues cannot make the [director] responsible, if the error was one into which a prudent man might have fallen. The contrary doctrine seems to us to suppose the possession, and require the exercise of perfect wisdom in fallible beings. No man would undertake to render a service to another on such severe conditions ... The test of responsibility, therefore, should be, not the certainty of wisdom in others, but the possession of ordinary knowledge; and by showing that the error of the [director] is of so gross a kind that a man of common sense, and ordinary attention, would not have fallen into it".

9 Si vedano sul tema: PRUNTY, *The Shareholders' Derivative Suit: Notes on its Derivation*, 32 N.Y.U. L. Rev. 980 (1957); BLOCK - PRUSSIN, *The Business Judgment Rule and Shareholder Derivative Actions*, 37 Bus. LAW. 27 (1981); COFFEE - SCHWARTZ, *The Survival of the Derivative Suit: An Evaluation and a Proposal for Legislative Reform*, 81 Colum. L. Rev. 261 (1981); DENT, *The Power of Directors to Terminate Shareholder Litigation: The Death of the Derivative Suit* 75 Nw. U. L. Rev. 96 (1980); ARSHT, *The Business Judgment Rule Revisited*, 8 Hofstra L. Rev. 93 (1979); ARSHT - HINSEY, *Codified Standard-Safe Harbor But Chartered Chan. nel- 4 Response*, 35 Bus. LAW. 947 (1980); BLACK - BERNARD - BRIAN - CHEFFINS - KLAUSNER, *Outside Director Liability*, Stanford L. rev. 2006, 58, 1055-1159. Sull'origine storica della BJR, per tutti: McMURRAY, *An Historical Perspective on the Duty of Care, the Duty of Loyalty and the Business Judgement Rule*, Vand. L. Rev., 1987, 40, 605; ARSHT, *The Business Judgement Rule Revisited*, Hofstra L. Rev., NY, 1979-1980, 8, 93; RADIN, *The Business Judgement Rule - Fiduciary Duties of Corporate Directors*, VI ed., United States, 2009.

10 Non per tutti, v. Bainbridge, articolo sulla BJR

11 *Smith vs Van Gorkom*, 488, A.2d 858, Delaware, 1985.

il *merito* della decisione assunta, anche quando questa si è rivelata, *ex post*, estremamente dannosa per la società. Ciò non è del tutto impossibile, occorre però dimostrare la assoluta irrazionalità economica delle scelte degli amministratori, il cosiddetto "waste", ma si tratta evidentemente di casi estremi e decisamente rari.

Ciò posto per introdurre il concetto, vediamo più da vicino alcuni tratti di questa regola, come detto certo non priva di ambiguità e persino di applicazioni contraddittorie. La *business judgement rule* muove da una concezione - che caratterizza i sistemi giuridici anglosassoni quantomeno dall'inizio del ventesimo secolo - secondo cui il rapporto tra amministratori e soci di una società (al pari di quello di qualsiasi altro *principal* ed *agent* nell'ambito della gestione di beni altrui)¹² si fonda essenzialmente sui concetti di fiducia (*trust*) e di agenzia (*agency*), e che pertanto la responsabilità degli amministratori deve essere valutata secondo un canone di tipo fiduciario¹³.

Da questo punto di vista la BJR serve proprio a contemperare l'interesse dei soci (*principal*) ad una corretta amministrazione, con l'esigenza che gli amministratori (*agent*) possano gestire la società con una certa discrezionalità imprenditoriale, essendo sostanzialmente esenti da responsabilità ogniqualvolta non abbiano violato la fiducia accordatagli agendo in conflitto di interesse, in mala fede o in modo gravemente negligente e irrazionale.

I numerosi sforzi compiuti negli Stati Uniti negli anni per chiarire questa regola giurisprudenziale hanno portato anche alla formulazione di diverse definizioni di *business judgment rule* (peraltro non troppo dissimili tra loro) tra le quali di particolare rilievo sono almeno le seguenti¹⁴: quella formulata nei *Principles of Corporate*

12 Sul tema si rinvia ai contributi di HANSMANN - KRAAKMAN, *Agency Problems and legal Strategies*, cit. e PRATT - ZECKHAUSEN, *Principal and Agents. The Structure of Business*, cit.

13 Nel Regno Unito la tradizione vuole che le regole che sovrintendono i doveri degli amministratori siano state definite dalla giurisprudenza nel corso del 1800 e 1900 trapiantando ed adattando le regole già esistenti in materia di doveri fiduciari dei *trustees*. Il Companies Act 2006 si è limitato a cristallizzare i doveri fiduciari degli amministratori così come tramandati dall'esperienza giurisprudenziale ed in particolare: *duty to act within powers* (section 171), *duty to exercise independent judgement* (section 173), *duty to exercise reasonable care, skill and diligence* (section 174) e *duty of good faith*, che include il *duty to act in the best interest of the corporation and to use powers for a proper purpose* (section 181). Inoltre la section 174 del Companies Act dispone che:

1) A director of a company must exercise reasonable care, skill and diligence.

2) This means the care, skill and diligence that would be exercised by a reasonably diligent person with

(a) the general knowledge, skill and experience that may reasonably be expected of a person carrying out the functions carried out by the director in relation to the company, and

(b) the general knowledge, skill and experience that the director has.

Sulle regole che sovrintendono i doveri degli amministratori nel Regno Unito si vedano: MORTIORE, *Company Directors. Duties. Liabilities and Remedies*, Oxford, 2009; DAVIES - WORTHINGTON, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, Londra, 2012; RIOLFO, *Gran Bretagna e Stati Uniti: il sistema di amministrazione e controllo delle companies e delle corporations*, in *Percorsi di diritto societario europeo* (a cura di E. Pederzini), Torino, 2016, p. 315.

14 La definizione dell'American Law Institute - contenuta nel paragrafo 4.01 (c) dei *Principles of Corporate Governance* - non è altro che una raccomandazione predisposta dall'American Law Institute avente il seguente tenore:

"(...) (c) A director or officer who makes a business judgement in good faith fulfills the [duty of care] if the director or officer:

1) is not interested in the subject of his business judgement;

Governance dell'American Law Institute's ("A.L.I.") ed utilizzata da diverse corti; quella contenuta nel par. 8.31 (rubricato "*Standards of Liability for Directors*") del *Model Business Corporation Act* del 2010 dell'American Bar Association; alle quali si aggiunge la *case-law formulation* del Delaware cui si farà principalmente riferimento

- 2) is informed with respect to the subject of the business judgement to the extent the director or officer reasonably believes to be appropriate under the circumstance; and
- 3) rationally believes that the business judgment is in the best interest of the corporation" (cfr. American Law Institute, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, part VII *Remedies*, Cap. 1, 1994).

La definizione del Model Business Corporation Act del 2010 è la seguente:

A director shall not be liable to the corporation or its shareholders for any decision to take or not to take action, or any failure to take any action, as a director, unless the party asserting liability in a proceeding establishes that:

- 1) no defense interposed by the director based on (i) any provision in the articles of incorporation authorized by section 2.02(b)(4) or, (ii) the protection afforded by section 8.61 (for action taken in compliance with section 8.62 or section 8.63), or (iii) the protection afforded by section 8.70, precludes liability; and
- 2) the challenged conduct consisted or was the result of:
 - (i) action not in good faith; or
 - (ii) a decision
 - A. which the director did not reasonably believe to be in the best interests of the corporation, or
 - B. as to which the director was not informed to an extent the director reasonably believed appropriate in the circumstances; or
 - (iii) a lack of objectivity due to the director's familial, financial or business relationship with, or a lack of independence due to the director's domination or control by, another person having a material interest in the challenged conduct
 - A. which relationship or which domination or control could reasonably be expected to have affected the director's judgment respecting the challenged conduct in a manner adverse to the corporation, and
 - B. after a reasonable expectation to such effect has been established, the director shall not have established that the challenged conduct was reasonably believed by the director to be in the best interests of the corporation; or
 - (iv) a sustained failure of the director to devote attention to ongoing oversight of the business and affairs of the corporation, or a failure to devote timely attention, by making (or causing to be made) appropriate inquiry, when particular facts and circumstances of significant concern materialize that would alert a reasonably attentive director to the need therefore; or
 - (v) receipt of a financial benefit to which the director was not entitled or any other breach of the director's duties to deal fairly with the corporation and its shareholders that is actionable under applicable law.

Infine la *Case-law formulation* della *business judgement rule* del Delaware è invece il precipitato di cinque fondamentali principi:

- 1) la forma societaria separa la proprietà dell'impresa dalla sua amministrazione e attribuisce la funzione gestionale ad un organo di amministrazione;
- 2) la performance di quella funzione gestionale consiste in definitiva in due cose: a) compiere decisioni di natura economica, tra cui le scelte di base della gestione dei rischi di ogni affare, e b) supervisionare l'attività dei dipendenti dell'azienda – in altre parole, assumere e sorvegliare i dirigenti della società cui il *board* può delegare la responsabilità della gestione ordinaria per l'impresa;
- 3) gli amministratori di società non garantiscono il successo finanziario dell'impresa;
- 4) seppur non siano garanti del successo, gli amministratori sono comunque responsabili nei confronti della 'proprietà' dell'impresa nell'aderire a determinati *standards* nel gestire le proprie responsabilità manageriali;
- 5) quegli *standards* di corporate governance sono essenzialmente i noti doveri fiduciari di lealtà e di diligenza (*fiduciary duties of loyalty and care*), ossia di non agire in conflitto di interessi e di agire in modo informato e nel modo e nei tempi ritenuti giusti.

In questi termini si esprime JORDAN, *The business judgement rule today: an american perspective*, in *Responsabilità degli amministratori di società e ruolo del giudice* (a cura di C. Amatucci), Milano, 2014, p. 71. Sul tema si veda anche MANNING, *The Business Judgement Rule and Director's Duty of Attention: Time for Reality*, in 39 *Bus. Law.*, 1984, 1477. Sin dal 1984 la Suprema Corte del Delaware ha identificato tre doveri fiduciari degli amministratori: *duty of care*, *good faith* e *duty of loyalty* (cfr. *Aronson vs. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 – Delaware, 1984).

nel presente lavoro, per quanto sia possibile, pur in presenza di decisioni diverse, individuare un distillato comune.

Come accennato all'inizio di questo paragrafo, sebbene non manchino letture diverse, per la prevalente dottrina e giurisprudenza la *business judgement rule*, comunque formulata, non rappresenta uno standard sostanziale di condotta degli amministratori, quanto piuttosto uno *standard* di *judicial review* del loro operato¹⁵.

La regola, dunque, consiste nella presunzione del fatto che, nel decidere e porre in essere atti di gestione, gli amministratori di una società abbiano agito "*on an informed basis, in good faith, and in the honest belief that the action taken was in the best interest of the company*"¹⁶. In assenza di prova contraria, la decisione degli amministratori non verrà esaminata nel merito dal giudice a meno che essa non appaia del tutto irragionevole in base alle prove fornite dagli attori ("it cannot be attributed to any rational business purpose"¹⁷).

In altre parole, come è stato affermato, la *business judgement rule* "is a rule of law that 'insulates' an officer or director of a corporation from liability for a business decision made in good faith if he is not interested in the subject of the business judgement, is informed with respect to the subject of the business judgement to the extent he reasonably believes to be appropriate under the circumstances, and rationally believes that the business judgement is in the best interest of the corporation"¹⁸. Essa è una specifica applicazione del "directorial standard of conduct to the situation where, after reasonable investigation, disinterested directors adopt a course of action which, in good faith they honestly believe will benefit the corporation. Should the directors be sued by shareholders because of their decision, the court – at least in theory – will not second guess the merit of the decision"¹⁹.

15 L'indirizzo che seguono i giudici americani con questa forma di *judicial restraint* è, in estrema sintesi, che si debba sempre presumere che gli amministratori di società agiscano consapevolmente, in buona fede e nell'onesto convincimento che le azioni che intraprendono siano assunte nel migliore interesse della società. Più precisamente, secondo la definizione sintetica fornita dalla Corte del Delaware "the business judgement rule is an acknowledgement of the managerial prerogatives of .. [corporate] directors It is a presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interest of the company" (*Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 812 - Del 1984). Secondo RADIN, *The Business Judgement Rule – Fiduciary Duties of Corporate Directors*, VI ed., United States, 2009, p. 1 e ss., la business judgement rule poggia su precisi doveri degli amministratori ed in particolare: "Corporate directors owe fiduciary duties to the corporations they serve and their shareholders" [cfr., tra le tante, *Stanziale v. Nachtomi* (In re Tower Air, Inc.), 416 F.3d 229, 238 n. 12 (3d Cir. 2005)]. "These fiduciary obligations include the duty of care and the duty of loyalty" [cfr., tra le tante, In re Walt Disney Co. Derivative Litig., 907 A.2d 693, 745 (Del. Ch. 2005), add'd, 906 A.2d 27 (Del. 2006)]. "In essence, the duty of care consists of an obligation to act on an informed basis; the duty of loyalty requires the board and its directors to maintain, in good faith, the corporation's and its shareholders' best interest over anyone else's interests" [cfr., tra le tante, *Shoen v. SAC Holding Corp.*, 137 P.3d 1171, 1178 (Nev. 2006)].

16 In re Walt Disney Co. Derivative Litig., 906 A.2d 27, 52 (Del. 2006) che, a sua volta, cita *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984).

17 In re Walt Disney cit., p. 74 che a sua volta cita *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717, 720 (Del. 1971).

18 *Chelsea Therapeutics Stockholder Litigation*, Delaware Court of Chancery, 20 maggio 2016; *Am. Soc'y for Testing & Materials v. Corpro Cos.*, 478 F.3d 557, 572 (3d Cir. 2007) che cita *Cuker v. Mikalauskas*, 692 A.2d 1042, 1047 (Pa. 1997). Nello stesso senso anche: *Powell v. First Republic Bank*, 274 F. Supp. 2d 660, 668 (E.D. Pa. 2003), *aff'd*, 113 F. App'x 470 (3d Cir. 2004); *Lemenestrel v. Warden*, 964 A.2d 902, 911 n. 6 (Pa. Super. Ct. 2008).

19 *Waltuch v. Conticommodity Servs., Inc.*, 833 F. Supp. 302, 305-306 (S.D.N.Y.).

Pertanto, secondo la *business judgement rule* statunitense le decisioni assunte dal consiglio di amministrazione nelle quali (i) gli amministratori non hanno interessi diretti o indiretti, si presumono essere (ii) assunte con le informazioni che un *director* o un *officer* riterrebbe necessarie in simili circostanze e dopo una prudente considerazione delle alternative, (iii) compiute in buona fede, e (iv) coerenti con il perseguimento dell'interesse della società. Pertanto, salvo che queste presunzioni siano scardinate in giudizio, non vi saranno intromissioni dell'autorità giudiziaria né in chiave prospettica tramite una ingiunzione, né in chiave retrospettiva (ossia con un giudizio *ex post* sulle decisioni assunte) condannando gli amministratori al risarcimento degli eventuali danni.

Viceversa, nel caso in cui risulti assente uno dei presupposti sopra elencati, la *business judgement rule* non opererà e la decisione degli amministratori potrà essere sindacata nel merito da parte del giudice, a seconda delle interpretazioni e a seconda dei casi, o per applicare alla stessa lo *stare decisis* in materia di diligenza richiesta agli amministratori o per rivedere la stessa sulla base della *entire fairness* vagliando tanto la ragionevolezza dell'operazione quanto l'utilità per la società (ad esempio sulla base della congruità dei valori dell'operazione)²⁰.

Il livello di diligenza professionale (*standard of conduct*) richiesto dalle corti statunitensi agli amministratori nello svolgimento delle loro funzioni è la diligenza professionale che ci si deve attendere da una persona di media prudenza e diligenza, che si trovi a rivestire la posizione di *director* e ad agire in quelle circostanze²¹.

Occorre comunque dare conto del fatto che nel tempo, per quanto risultino chiare sia la finalità della regola sia la sua stessa formulazione, la *business judgement rule* è stata interpretata in almeno tre diversi modi dalla dottrina e dalla giurisprudenza americane.

Secondo una prima interpretazione di tipo restrittivo la BJR dovrebbe essere intesa semplicemente come *standard for the assessment of liability* mediante il quale i giudici possono valutare in modo oggettivo il comportamento degli amministratori. Secondo questa interpretazione la BJR non sarebbe altro che un modo di 'innalzare la asticella' della responsabilità degli amministratori in buona fede dalla *colpa lieve* alla *colpa grave*²², ossia ritenendo gli stessi responsabili quando abbiano agito con "rec-

20 Cede Et Co. v. Technicolor Inc., 634 A.2d 345.

21 Francis v. United Jersey Bank, 87 N.J. 15, 432 A.2d 814 (N.J. 1981). Sul punto si veda BERNINI, *Sistemi giuridici a confronto: responsabilità degli amministratori all'estero*, in *La responsabilità degli amministratori nelle società di capitali*, Padova, 2013, p. 651.

22 Sul tema si vedano: EISENBERG, *Corporations and others business organizations; cases and materials*, VIII Ed., 2000, p. 544-549; *id.*, *The Divergence of Standards of Conduct and Standards of review in Corporate Law*, *Fortham L. rev.*, 1993, 62 (3), 437-468; ALLEN, *Realigning the Standard of Review of Director Due Care with Delaware Public Policy: a Critique of Van Gorkom and its Progeny as a Standard of Review Problem*, *NW U. L. Rev.*, 2002, 96. I casi più emblematici di applicazione di questa interpretazione sono stati: Cede Co vs. Technicolor Inc, 13, Delaware, 1987, A 2d 1182 e Smith vs Van Gorkom, 488, A.2d 858, Delaware, 1985. Nel caso Cede co Vs Technicolor Inc, la Corte sottolineò che "*business and affairs of a corporation are managed by or under the direction of its board of directors [who] are charged with an unyielding fiduciary duty to protect the interests of the corporation and to act in the best interests of its shareholders. The business judgment rule is an extension of these basic principles.*" Inoltre la Corte sottolineò il fatto che il ricorrente che pone in discussione una decisione degli amministratori ha "*the burden [...] to rebut the rule's presumption, [...i.e. to show] evidence that directors, in reaching their challenged decision, breached any one of the triads of their fiduciary duty*".

kless indifference to or a deliberate disregard of the whole body of stockholders", o quando la loro attività risulti essere stata posta in essere "without the bound of reason"²³.

Secondo una seconda e più diffusa interpretazione, alla quale abbiamo principalmente fatto riferimento nelle pagine precedenti, la BJR rappresenterebbe una vera e propria presunzione negativa in forza della quale i giudici si devono rifiutare di analizzare le decisioni dell'organo amministrativo al ricorrere di determinate condizioni²⁴ e sempre che non venga provato in giudizio che la decisione assunta dagli amministratori non è stata il frutto "of a valid business judgement" e che esistono "facts establishing that the directors acted out of self-interest"²⁵ (c.d. *abstention doctrine*). Questo approccio è stato fatto proprio da numerosi anni dai giudici dello Stato del Delaware – luogo in cui, dato il rilevante numero di società "incorporated", vengono radicate la maggior parte delle cause contro gli amministratori²⁶ – i quali ritengono che, nel caso in cui un amministratore venga citato in giudizio in relazione ad una decisione dallo stesso assunta, la corte potrà esaminare tale decisione solamente nella misura necessaria a determinare, da un lato, se l'attore abbia provato i fatti che consentono di superare la presunzione della *business judgement rule* e, dall'altro, se la decisione dell'amministratore risulti ragionevole²⁷.

Recentemente, ossia dopo l'erompere della crisi finanziaria del 2008, si è sviluppata una terza teoria che va sotto il nome di *Immunity Doctrine* che legge nella BJR una regola capace di accordare agli amministratori una sorta di *immunità* al ricorrere di determinate condizioni ed al fine di consentire agli stessi di avere la libertà di esercitare un giudizio indipendente nelle scelte imprenditoriali, soprattutto in quelle materie che possono essere controverse o rischiose e nelle situazioni nelle quali è richiesto l'esercizio della discrezionalità per assumere importanti decisioni. Tale interpretazione sarebbe maggiormente idonea ad agevolare gli amministratori

23 In questi termini sempre JORDAN, *The business judgement rule today: an american perspective*, cit., p. 72, il quale cita anche i casi *McPadden v. Sidhu*, 964 A.2d 1262, 1274 (Del. Ch. 2008); *McMillan v. Intercargo*, 768 A.2d 492, 505 n. 56 (del. Ch. 2000); *In re USDigital Inc.*, 443 B.R. 22, 43 (Bankr. D- De. 2011).

24 Sul tema si veda JOHNSON, *The Modest Business Judgement Rule*, Business L. Rev., 2000, p. 625 secondo il quale "Under a proper understanding of the Business Judgment Rule as a policy of non-review, the substantive force of the Rule always applies in a duty of care case, immunizing the quality of the business decision from judicial review whether or not care was exercised". Il caso più emblematico di applicazione di questa seconda interpretazione è rappresentato da: *Shlensky vs. Wrigley*, 95 Ill. App. 2d 173, 237 N.E. 2d 776 (App. Ct. 1968) secondo cui "The behavior of the courts in such cases should reflect their function, which is not to resolve internal political issues and business administration. Administrators are appointed to answer those questions and their judgment should be accepted as decisive, if unless proves to be tainted by fraudulent interests"; "in a pure business corporation [...] the authority of the directors in the conduct of the business must be regarded as absolute when they act within the law, and the court is without authority to substitute its judgment for that of the directors". La decisione che viene considerata come l'antesignana di questa interpretazione giurisprudenziale e dottrinale è quella assunta dalla Suprema Corte del Michigan nel caso *Dodge vs. Ford Motor Co.* (70 N.W., Michigan 1919) che statui che "judges are not business experts".

25 In giurisprudenza si veda: *In re General Motors v. Perot*, 539 A.2d 180 (Delaware 1988); in dottrina: BAINBRIDGE, *The Business Judgement Rule as Abstention Doctrine*, 57 Vand. L. Rev., 2004, 83.

26 Vale la pena segnalare qui che secondo l'*Annual Report 2015* della Delaware Division of Corporations nel Delaware risultano costituite oltre 1.181.000 *legal entities* dotate di personalità giuridica. Nello Stato hanno la sede il 66% delle società che compongono il ranking mondiale formulato da *Fortune 500*; Inoltre nel Delaware si sono svolte l'86% delle IPO di tutti gli Stati Uniti.

27 Tra le tante v. *Fed. Deposit Ins. Corp. V. Stahl*, 89 F.3d 1510, 1517 (11th Cir. 1996).

nel compiere le migliori scelte per la società senza invece appiattirsi sulle scelte più prudenti in relazione ai profili di responsabilità personale²⁸.

Anche senza entrare in ulteriori dettagli emerge chiaramente, da questa rapida rassegna, che i confini della nozione sono sfuggenti e che, almeno dal punto di vista applicativo, non esiste una nozione del tutto univoca e cristallina di BJR.

1.2 Il *rationale* della *business judgement rule* negli Stati Uniti d'America

È tuttavia chiaro il fondamento logico sottostante la *business judgement rule* (il suo *rationale*), che è stato descritto in termini espliciti nel corso degli anni dalla stessa giurisprudenza delle corti degli Stati Uniti²⁹.

Le corti americane hanno evidenziato perlomeno tre importanti principi che sostengono la regola.

In primo luogo la *business judgement rule* agevola l'assunzione della carica di amministratore da parte di persone dotate di esperienza e competenza professionale: una eccessiva esposizione alla responsabilità civile degli amministratori dissuaderebbe le persone da assumere la carica di amministratore³⁰. Come hanno infatti osservato diverse corti americane "more searching judicial review of corporate decisions ... makes people reluctant to serve as directors"³¹ e proprio le persone più competenti e corrette, che più hanno investito nella propria formazione e reputazione professionale "would not serve as directors if such decisions could lead to liability under ordinary tort standards"³². La BJR incoraggia invece persone competenti ad assumere la carica di amministratore "by insulating them from liability for errors in judgment"³³, e incentivando così "qualified men and women to serve as directors"³⁴. Rendere responsabili gli amministratori con un giudizio formulato *ex post* circa l'esistenza o meno della buona fede degli stessi al momento dell'assunzione della decisione "would effectively destroy the corporate system in their country, for no individuals would serve as officers"³⁵.

28 Si vedano sul punto: MCMILLAN, *Honest Services Update: Directors' Liability Concerns After Skilling and Black*, in 18 Tex. Wesleyan L. rev., 180, 2011; MCMILLAN, *The Business Judgment Rule as an Immunity Doctrine*, in William Mary Business L. Rev., vol. 4, 521, 2015; PIONTA – CATANA, *The Business Judgment Rule and Its Reception in European Countries*, in The MacrotHEME Review 4(7), 2015, p. 125.

29 Ricostruita in termini puntuali da RADIN, *op.cit.*, p. 28 e ss. e sostanzialmente riprodotta nel testo che segue.

30 In giurisprudenza: *Teachers' Ret. Sys. v. Aidinoff*, 900 A.2d 654, 668 (Del. Ch. 2006); *Air Line Pilots Ass'n v. UAL Corp.*, 717 F. Supp. 575, 582 (N.D. Ill. 1898), *aff'd*, 897 F.2d 1394 (7th Cir. 1990); *Smith v. Brown-Borhek Co.*, 414 Pa. 325, 200 A.2d 398, 401 (1964) 50; *Hunt v. Aufderheide*, 330 Pa. 362, 199 A. 345; *Swentzel v. Penn Bank*, 147 Pa. 140, 23 A. 405; *Spering's Appeal*, 71 Pa. 11; *Fell v. Pitts*, 263 Pa. 314, 319, 106 A. 574; *Accord, Otis Et Co. v. Pennsylvania R. R. Co.*, D.C., 61 F. Supp. 905, 910.

31 *Dynamic Corp. Of Am. v. CTS Corp.*, 794 F.2d 250, 256 (7th Cir. 1986).

32 *Resolution Trust Corp. v. Blasdel*, 930 F. Supp. 417, 423 (D. Ariz. 1994).

33 *Cuker*, 692 A.2d at 1046, *quoted in Lemenestrel*, 964, A 2d, 911 n. 6.

34 In *re PSE&G S'holder Litig.*, 718 A.2d 254, 256 (N.J. Super. Ct. Ch. Div. 1998), *aff'd* 801, A.2d 295 (N.J. 2002).

35 *Wash. Bancorp. v. Said*, 812 F. Supp. 1256, 1268 (D.D.C. 1993).

In secondo luogo, la regola intende incoraggiare gli amministratori nel cimentarsi in attività che possono generare grandi profitti per la società e per i soci ma che, correlativamente, possono comportare rischi maggiori³⁶ ("risk is at the heart of ... any business")³⁷. Per ragioni di efficienza economica, infatti, chi assume decisioni all'interno di una società dovrebbe essere messo in condizione di agire in modo deciso e con un certo distacco rispetto ad un eventuale giudizio formulato *ex post* da un giudice. È desiderabile piuttosto "to encourage directors and officers to enter new markets, develop new products, innovate, and take other business risk"³⁸. "Protecting directors' reasonable risks is considered positive for the economy overall, as those risks allow businesses to attract risk-averse managers, adapt to changing markets, and capitalize on emerging trends"³⁹.

Da questo punto di vista la regola serve "to protect and promote the role of the board as the ultimate manager of the corporation" ed "operates to preclude a court from imposing itself unreasonably on the business and affairs of a corporation"⁴⁰. Essa, quale "standard of judicial review, is a common-law recognition of the statutory authority to manage a corporation that is vested in the board of directors"⁴¹. La *business judgement rule* rappresenta "the defence that is accorded to managerial decisions of board of directors"⁴² e fornisce un "judicial acknowledgement of a board of directors' managerial prerogatives"⁴³.

Come è stato osservato in dottrina la BJR consente quindi agli amministratori di evitare un'eccessiva avversione al rischio e di non perseguire una gestione conservativa quale conseguenza della considerazione economica che il loro "economic stake in corporation is relatively small while their potential liability may be significant once the corporation becomes financially distressed"⁴⁴.

Famosa (e citatissima) in proposito è una sentenza della Chancery Court del Delaware⁴⁵ secondo la quale "shareholders don't want (or shouldn't rationally want) directors to be risk adverse. Shareholders' investment interests, across the full range of their diversifiable equity investments, will be maximized if corporate directors and managers honestly assess risk adjusted returns available that are above the firm's cost of capital. But directors will tend to

36 Tra le tante si vedano: *Air Line Pilots*, 717 F. Supp., citata sopra, At 582; *Weiss v. Temp. Inv. Fund, Inc.*, 692 F.2d 928, 941 (3d Cir. 1982).

37 *Wilson v. Tully*, 243 A.D.2d 229, 238, 676 N.Y.S.2d 531, 538 (N.Y. App. Div. 1st Dep't 1998).

38 *Rosenfield v. Metals Selling Corp.*, 643 A.2d 1253, 1262 (Conn. 1994) e *Cuker*, *cit.*, 692 A.2d a p. 1046.

39 *Jansses v. Best & Flanagan*, 662 N.W.2d 876, 882 (Minn. 2003), citata in *re UnitedHealth Group Inc. Derivative Litig.*, *cit. supra*, 754 N.W.2d 544, 551 (Minn. 2008).

40 *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, 907 A.2d 693, 746 (Del. Ch. 2005), *aff'd*, 906 A.2d 27 (Del. 2006) che, a sua volta, cita il precedente *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1156, 1162 (Del. 1995).

41 *MM Cos. v. Liquid Audio Inc.*, 813 A.2d 1118, 1127 (Del. 2003) e *McMullin v. Beran*, 765 A.2d 910, 916 (Del. 2000).

42 *Omnicare Inc. v. NCS Healthcare Inc.*, 818 A.2d 914 (Del. 2003), 928.

43 *Spiegel v. Buntrock*, 571 A.2d 767, 774 (Del. 1990).

44 COFFEE, *Shareholders Versus Managers: The Strain in the Corporate Web*, 85 *Mich. L. Rev.* 1, 26 (1986). Sul punto si veda anche: DOOLEY – VEASEY, *The Role of the Board in Derivative Litigation: Delaware Law and the Current ALI Proposal Compared*, 44 *Business Law* 503, 1989.

45 *Gagliardi v. TriFoods International Inc.*, 683 A.2d 1049 (Del.Ch. 1996) il cui testo integrale si trova in 1996 Del. Ch. LEXIS 87 e 1996 WL 422330 ed il cui *rationale* è stato più volte riaffermato negli anni dalla stessa Corte.

deviate from this rational acceptance of corporate risk if in authorizing the corporation to undertake a risky investment, the directors must assume some degree of personal risk relating to *ex-post facto* claims of derivative liability for any resulting corporate loss. Corporate directors of public companies typically have a very small proportionate ownership interest in their corporations and little or no incentive compensation. Thus, they enjoy (as residual owners) only a very small proportion of any 'upside' gains earned by the corporation on risky project on the ground that the investment was too risky (...), their liability would be joint and several for the whole loss (...). Given the scale of operation of modern public corporations, this stupefying disjunction between risk and reward for corporate directors threatens undesirable effects. (...) Obviously, it is in the shareholders' economic interest to offer sufficient protection to directors from liability for negligence, etc., to allow directors to conclude that, as a practical matter, there is no risk that, if they act in good faith and meet minimal proceduralist standards of attention they can face liability as a result of a business loss".

La regola in realtà ha due diverse componenti (e, conseguentemente, due effetti) "one which immunize directors from personal liability if they act in accordance with its requirements, and another which insulates from court intervention those management decisions which are made by directors". La regola così garantisce maggiormente la stabilità delle decisioni dell'organo amministrativo e gli amministratori da eventuali responsabilità⁴⁶.

In terzo luogo la regola evita ai giudici di invischiarsi in complesse decisioni gestionali societarie peraltro con un "hindsight bias", compito rispetto al quale le stesse corti hanno in più occasioni ammesso di essere male equipaggiate⁴⁷, inadatte⁴⁸, non adstrate e competenti per operare⁴⁹. Solo gli amministratori (e non i giudici o gli azionisti) devono poter gestire gli affari di una società avendo a disposizione tutte le informazioni necessarie per compiere le decisioni imprenditoriali⁵⁰ anche perchè "directors are, in most cases, more qualified to make business decisions than are judges"⁵¹. Come è stato detto in proposito: "because businessmen and women are correctly perceived as possessing skills, information and judgment not possessed by reviewing courts and because there is great social utility in encouraging the allocation of assets and the evaluation and assumption of economic risk by those with such skill and information, courts have long been reluctant to second-guess such decisions when they appear to have been made in good faith"⁵².

46 *In re PNB Holding Co. S'holders litig.*, 2006 Del. Ch. LEXIS 158, at *51-52, 2006 WL 2403999, at]14 (Del.

47 Tra le altre si vedano: *Auerbach v. Bennett*, 47 N.Y.2d 619, 630, 393 N.E.2d 994, 1000, 419 N.Y.S.2d 920, 926 (1979); *Higgins v. N.Y. Stock Exchange Inc.*, 10 Misc. 3d 257, 277, 806 N.Y.S.2d 339, 357 (N.Y. Sup. Ct. N.Y. Co 2005). Si veda anche *Official Com.*, 2010 U.S. Dist. LEXIS 113226, a *20, 2010 WL 4275252 a *7.

48 *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244, 263 (Del. 2000).

49 *Star Telecomm'ns*, 385 F. Supp. P. 458

50 FISCHER, *The Business Judgment Rule and the Trans Union Case*, 40 *Bus. Law* 1437, 1441 (1985).

51 *Fed. Deposit Ins. Corp. V. Stahl*, 89 F.3d 1510, 1517 (11th Cir. 1996); *Brock Built, LLC, v. Blake*, 686 S.E.2d 425, 430 (Ga. Ct. App. 2009).

52 *Solash v. Telex Corp.*, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶93,608, 97,727, 1988 WL 3587 (Del. Ch. 1988).

Per questa ragione in circostanze normali né il giudice (né gli *stakeholders*) dovrebbero quindi poter interferire con le decisioni gestionali degli amministratori⁵³.

1.3 La disciplina della responsabilità degli amministratori nell'Europa continentale: dalle Compagnie delle Indie alla codificazione napoleonica

Anche in Europa, così come negli Stati Uniti, da sempre è stata avvertita l'esigenza di far corrispondere il potere conferito agli amministratori di società per azioni al contenuto dei doveri loro attribuiti e di far sì che il controllo su di essi non sia arbitrario ma obiettivo e venga effettuato in base a predeterminati principi di comportamento ai quali gli amministratori possano guardare nell'espletamento dei loro compiti ed i soci nell'effettuazione del riscontro⁵⁴.

Nei paesi europei di *civil law* (ed in particolare in quello italiano e francese) il regime di responsabilità degli amministratori si è sempre caratterizzato per un'impostazione piuttosto diversa rispetto agli ordinamenti di *common law* e ciò per una serie di motivi⁵⁵.

In primo luogo, negli ordinamenti di *civil law*, la disciplina generale dei doveri e delle responsabilità degli amministratori è contenuta in una unica fonte normativa che formula in modo conciso principi di carattere generale la cui interpretazione è rimessa alla giurisprudenza e alla dottrina⁵⁶. Nei paesi di *common law*, invece, tale disciplina è generalmente contenuta in diverse fonti con una tecnica di normazione tendenzialmente più puntuale e dettagliata⁵⁷.

In secondo luogo, i sistemi di *civil law* tendono a porre al centro della disciplina la *responsabilità* contrattuale degli amministratori (soprattutto) nei confronti della società⁵⁸. Viceversa, nei paesi di *common law*, un ruolo privilegiato viene attri-

53 Tra le tante si vedano: *Paramount Commc'ns Inc v. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34, 42 (Del. 1994); *Am. Soc'y for Testing & Materials v. Corpro Cos.*, 478 F.3d 557, 572 (3d Cir. 2007); *Powell v. First Republic Bank*, 274 F. Supp. 2d 660, 668 (E.D. Pa. 2003), *aff'd*, 113 F.App'x 470 (3d Cir. 2004).

54 WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974, il quale analizza e valuta la normativa italiana dal codice di commercio del 1882 al codice civile del 1942 anche in una chiave di politica economica.

55 Sul tema si veda: ARSALIDOU, *Objectivity Vs Flexibility in Civil law Jurisdictions and The Possible Introduction of the Business Judgement Rule in English Law*, Sweet and Maxwell limited and Contributors, 2003.

56 Nel Codice Civile in Italia e nel Code de Commerce in Francia (agli artt. 225-251).

57 GATTI, *La responsabilità nel sistema francese*, sez. III dei *Sistemi giuridici a confronto: responsabilità degli amministratori all'estero*, in *La responsabilità degli amministratori nelle società di capitali*, Padova, 2013, p. 681. Sui doveri degli amministratori e sulle responsabilità degli amministratori negli Stati Uniti si vedano: EISENBERG – COX, *Corporations and Others Business Organizations – Cases and Materials*, 10th Edition, New York, 2011, ed. in lingua italiana, EISENBERG, *Obblighi e responsabilità degli amministratori e dei funzionari nel diritto americano*, in *Giur. Comm.*, 1992, p. 617 e RIOLFO, *op.loc.cit.*

58 WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974, p. 15 e 19. Per una analisi della legislazione europea sui doveri degli amministratori si veda GERNER BEUERLE – PAECH – SCHUSTER (Department of Law, London School of Economics), *Study on Directors' Duties and Liability*, Studio per la Commissione Europea, Londra (LSE enterprise), aprile 2013; BAILEY – KANDAWALLA, *Directors' Liability and Indemnification: A Global Guide*, London, 2007; ANDENAS – WOOLDRIDGE, *European Comparative Law*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009; CAHN – DONALD, *Comparative company law*, New York: Cambridge University press, 2010; LOOSE – GRIFFITHS – IMPY, *The Company Director, Powers, Duties and Liabilities*, Bristol, 2008.

buito - sia nelle elaborazioni legislative che in quelle giurisprudenziali - all'enunciazione (e conseguente esegesi) dei *doveri* a cui gli amministratori sono tenuti (soprattutto) nei confronti dei soci in virtù di un rapporto di tipo fiduciario.

L'attuale configurazione della responsabilità degli amministratori nei sistemi europei di *civil law* (ed in particolare in Francia ed in Italia) è il frutto di una elaborazione che ha radici lontane nel tempo e che ha in qualche modo seguito di pari passo il diverso ruolo attribuito nel tempo agli amministratori all'interno della società per azioni: originariamente, in tempi ormai risalenti, soggetti a condizionamenti esterni di natura anche pubblicistica e, successivamente, con un variabile equilibrio di funzioni rispetto all'assemblea. Tanto che è possibile rileggere almeno una parte della storia delle società per azioni come la storia dei poteri e delle responsabilità degli amministratori⁵⁹.

Molto significativo, da questo punto di vista, appare innanzitutto il ruolo attribuito agli amministratori all'interno delle prime grandi imprese dell'era moderna prototipo dell'attuale società azionaria, ossia nelle Compagnie delle Indie diffuse soprattutto in Francia, Inghilterra ed Olanda nel XVI e XVII secolo⁶⁰.

In queste Compagnie, che erano in buona parte governate da regole che oggi potremmo definire di natura pubblicistica, sottoposte ad autorizzazione regia e cui veniva attribuito il monopolio nei traffici con determinate regioni, gli imprenditori/investitori privati si resero disponibili ad intraprendere colossali e rischiose iniziative economiche (tra cui la colonizzazione delle terre d'oltremare) dalle quali poteva derivare per il sovrano un notevole incremento della potenza politica ed economica a condizione che quest'ultimo - oltre a garantire armi ed eserciti per le conquiste e ad attribuire agli investitori titoli nobiliari - riconoscesse loro un particolare privilegio: la deroga al principio generale della responsabilità illimitata⁶¹.

Tale limitazione della responsabilità - che operava tanto all'interno della Compagnia quanto al suo esterno per le obbligazioni assunte in nome della Compagnia stessa⁶² - era in qualche modo coerente con la connotazione fortemente pubblicistica della Compagnia stessa nella quale gli amministratori, nominati dal re o da un

59 ALLEGRI, *Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori*, Milano, 1979, p. 1.

60 VIGHI, *Notizie storiche sugli amministratori ed i sindaci delle società per azioni anteriori al codice di commercio francese*, 1898, ripubblicato in *Riv. Soc.*, 1960, 672 ss.; UNGARI, *Profilo storico del diritto delle anonime in Italia*, Roma, 1974, p. 21 e ss.; GALGANO, *Storia del diritto commerciale*, Bologna, 1976, p. 61 e ss.; COTTINO, *Diritto commerciale - Le società e le altre associazioni economiche*, Vol. I, Tomo II, terza ed., Padova, 1994, 271 e ss.; FERRARINI, *Origins of Limited Liability Companies and Company Law Modernisation in Italy: a Historical Outline*, in Gepken-Jager, van Solinge, Timmerman (Eds.), *VOC 1602 - 2002. 400 Years of Company Law*, in *Law of Business and Finance*, vol. 6, Deventer, The Netherlands, 2005, p. 189.

61 GALGANO, *La società per azioni. Principi generali*, in *Il codice civile - Commentario* (diretto da Schlesinger), Milano, 1996, p. 5. Sul punto si veda anche MIGNOLI, *Società e giurisprudenza*, in *Riv. Soc.*, 1964, p. 513; WEBER, *La Compagnie française des Indes (1604-1875)*, Parigi, 1904, p. 189.

62 Si vedano a proposito l'art. V dello statuto della Compagnia delle Indie Orientali olandese e l'art. VIII dello statuto della Compagnia delle Indie Occidentali olandese (il cui testo si trova, rispettivamente, in BORNIER, *Ordonnance de Louis XIV sur le commerce*, enrichie d'annotations et de Decisions importantes, Parigi, 1749, p. 76 e UNGARI, *Profilo storico del diritto delle anonime in Italia*, Roma, 1974) che sanciscono in definitiva il principio della inesistenza di una responsabilità degli amministratori per le obbligazioni assunte verso i terzi in nome e per conto della Compagnia.

gruppo ristretto di investitori, agivano con ampi poteri e per il perseguimento di fini che in larga parte prescindevano dalla volontà e dagli interessi degli azionisti⁶³. Pertanto, sia che gli amministratori fossero stati nominati da un ristretto gruppo di potere (come in Olanda) o dal re (come in Francia), essi ottennero frequentemente di essere messi al riparo dalle conseguenze di atti posti in essere in esecuzione di indirizzi consegnati loro da chi deteneva il reale potere di nomina e di revoca.

Inoltre tale limitazione della responsabilità incise in modo significativo sul rapporto fra le proporzioni dell'iniziativa economica intrapresa e l'entità del relativo rischio: le vaste proporzioni dell'impresa e la prospettiva di enormi profitti divennero un formidabile incentivo per gli imprenditori/investitori che, in caso di insuccesso, avrebbero intaccato il relativo patrimonio nei limiti (seppur rilevanti) del capitale conferito e del lavoro impiegato⁶⁴.

Come è stato osservato fu proprio questo privilegio della responsabilità limitata a segnare una svolta nella storia economica favorendo l'affermarsi del modo di produzione capitalistico⁶⁵.

Per quanto riguarda la Francia, al periodo dominato dalle Compagnie delle Indie seguì un altrettanto interessante periodo caratterizzato da un ampio ricorso agli usi commerciali ed alle *Ordonnance* (ossia agli atti legislativi tipici dello Stato assoluto⁶⁶) che portò gradualmente alla affermazione dell'idea - soprattutto a partire dalla metà del 1700 - che gli amministratori dovessero essere considerati, nelle società di minori dimensioni semplici mandatari dei soci e nelle società di maggiori dimensioni mandatari qualificati (all'epoca chiamati "commissionari") dei soci, ossia persone cui venivano richieste specifiche capacità professionali (la competenza mercantile) diverse e superiori rispetto al mandatario e ai quali veniva riconosciuta una maggiore autonomia decisionale⁶⁷.

Con il processo di statualizzazione del diritto dai codici napoleonici di inizio '800 (che influenzarono molto anche il diritto tedesco ed italiano), la società anonima perse la propria connotazione pubblicistica per divenire un istituto di diritto privato/commerciale. In particolare il Codice di commercio del 1807 (all'art. 31), frutto del

63 L'obbligo di presentare il rendiconto agli azionisti da parte degli amministratori fu addirittura soppresso nel 1647 (cfr. MIGNOLI, *cit.*, p. 9 e ss.).

64 In questi termini GALGANO, *op.loc.cit.*

65 GALGANO, *La società per azioni, loc.cit.*; *id.*, *Storia del diritto commerciale, cit.*, p. 61 e ss.; COTTINO, *Diritto commerciale - Le società e le altre associazioni economiche, cit.*, p. 271 e ss.; UNGARI, *Profilo storico del diritto delle anonime in Italia, cit.*; GOLDSCHMIDT, *Storia universale del diritto commerciale, trad. it.*, Torino, 1913, p. 227 ss.; PADOA SCHIOPPA, *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano, 1992; VIGHI, *Notizie storiche sugli amministratori ed i sindaci delle società per azioni anteriori al codice di commercio francese (contributo alla storia delle società per azioni)*, in *Riv. soc.*, 1969, p. 663 ss.

66 Famosa la *Ordonnance sur le Commerce* del 1673. Per una ricostruzione storica di quel periodo e con riferimento all'Italia si veda: BERLINGUER, *Sui progetti di codice di commercio del Regno d'Italia*, Milano, 1970.

67 ALLEGRI, *op.loc.cit.* Secondo AZUNI (in *Dizionario universale ragionato della giurisprudenza mercantile*, III Ed., Tomo I, Livorno, 1834, p. 326) l'amministratore doveva intendersi come un soggetto cui era stato conferito un mandato non semplice ma qualificato per svolgere le "facende commerciali" e dotato di "speciali caratteristiche, per le quali deve apprendersi come un'eccezione alle regole generali del mandato".

ricordo ancora vivo della finale 'disavventura' incorsa alla *Compagnie des Indes*⁶⁸ e consapevole del fatto che la Francia dell'inizio '800 era caratterizzata da un tessuto imprenditoriale costituito soprattutto da piccole e medie imprese, ricondusse in modo rigoroso anche la responsabilità degli amministratori alla materia privatistica-commerciale⁶⁹: gli amministratori erano legati alla società e ai soci da una posizione assimilabile al mandato e rispondevano ad essi della gestione della società. L'assemblea societaria dal canto suo era sovrana e poteva, oltre che impartire direttive agli amministratori, revocare gli stessi in qualsiasi momento.

In questo modo l'amministrazione delle società anonime fu disegnata in modo molto simile a quello delle società di persone in quanto si volle, anche nelle prime, un controllo continuativo dei soci sugli amministratori limitandone la discrezionalità; ci si allontanò in questo modo dalla concezione, emersa a metà del 1700, secondo cui l'amministratore della grande impresa doveva essere considerato un commissionario dotato di grande professionalità e di autonomia nella gestione dell'impresa sociale⁷⁰.

Come è stato detto, questa configurazione estremamente prudente del rapporto tra soci ed amministratori⁷¹ - diametralmente opposto rispetto alla enorme libertà e alla responsabilità limitata di cui godevano gli amministratori delle *Compagnie delle Indie* - frenò lo sviluppo delle anonime a tal punto che le stesse non risultarono protagoniste della grande espansione finanziaria che si ebbe in Francia nella prima metà del XIX secolo. Gli imprenditori dell'epoca infatti, quantomeno sino al 1862⁷², preferirono di gran lunga adottare lo schema societario della accomandita sia perché questa non era soggetta ad autorizzazione (come lo era invece la anonima), sia in quanto la stessa garantiva maggiori poteri ai soci accomandatari rispetto ai "mandatari revocabili" della società anonima⁷³.

Questa rigida impostazione del codice napoleonico, come già avvenuto a metà del 1700, fu nuovamente messa in discussione dalla prassi statutaria francese sviluppatasi nel corso del 1800 che lentamente, dando sempre maggiore peso alla professionalità degli amministratori, trasformò questi in componenti di un vero e

68 La società, che era divenuta monopolista in Francia del commercio con le colonie in virtù di una concessione attribuitale dal sovrano, vide crollare il valore dei propri titoli all'incirca nel 1719, per poi venire liquidata nel 1760.

69 "Dalla compagnia privilegiata diretta da uomini del Re per scopi con forte connotazione politica, era derivata nel codice una struttura associativa che perseguiva invece interessi propri e di natura eminentemente patrimoniale" (ALLEGRI, *op.cit.*, p. 27).

70 ALLEGRI, *op.cit.*, p. 43. Solo ai mandanti (ai soci) spettava determinare i poteri del mandante (amministratore) e, in base all'art. 32 del Codice di commercio "les directeur ou administrateurs ne sont responsables que de l'execution de leur mandat" (TROPLONG, *Du contrat de société*, Bruxelles, 1843, p. 177); nessun requisito professionale fu invece richiesto agli amministratori. Concetti, questi, riaffermati in Francia anche successivamente dalla legge 23-29 maggio 1863.

71 Già superata dalla prassi della metà del 1700 che, come detto, leggeva il rapporto tra amministratori e soci in una chiave maggiormente professionale.

72 Anno in cui in Francia, col trattato di commercio del 30 aprile 1862, furono ammesse ad operare in concorrenza con le anonime francesi le *limited compamies* inglesi, creando i presupposti concettuali per il riconoscimento della libertà di costituzione in Francia di forme societarie analoghe a quelle inglesi.

73 UNGARI, *Profilo storico del diritto delle anonime in Italia*, Roma, 1974, p. 44 e ss.; ALLEGRI, *op.cit.*, p. 44 e 45; COPPER-ROYER, *Traité des sociétés, I: Historique de la notion de société*, Parigi, 1938, p. 324; HORSON, *Questions sur le code de commerce, I, Introduction*, Parigi, 1830, p. XVII.

proprio *organo* collegiale; organo che ne consentiva una differenziazione nei ruoli e quindi anche nelle responsabilità.

2 La disciplina italiana

2.1 La disciplina della responsabilità degli amministratori in Italia: dal Codice di commercio del 1865 alla Riforma del diritto societario del 2003

Il primo codice di commercio unitario del Regno d'Italia del 1865 riprodusse in larga parte le disposizioni del codice napoleonico francese⁷⁴. Gli amministratori venivano infatti definiti (dall'art. 129, comma 2) come "mandatari temporanei revocabili, soci o non soci, stipendiati o gratuiti". Ciononostante l'art. 130, comma 2, del Codice del 1865 denotava già un qualche distacco della figura degli amministratori da quella dei semplici mandatari dei soci laddove precisava che gli amministratori erano "soggetti alla responsabilità dell'esecuzione del loro mandato e a quelle altre che la legge specialmente loro impone" nell'interesse dei soci e dei terzi.

Questi speciali doveri imposti dalla legge agli amministratori (ulteriori rispetto a quelli derivanti dal mandato) indussero infatti già sotto il codice di commercio del 1865 una parte della dottrina a parlare degli amministratori delle società anonime come di una "magistratura sociale"⁷⁵.

Non molto dissimile in materia fu il dettato del successivo Codice di commercio del 1882 che qualificava nuovamente gli amministratori come mandatari 'temporanei e revocabili' della società (art. 121), "soggetti alla responsabilità dell'esecuzione del mandato e a quella che deriva dalle obbligazioni che la legge loro impone"(art. 122). Poiché agiscono in nome della società, gli amministratori non contraggono di fronte ai terzi responsabilità personali per gli atti compiuti nei limiti dei loro poteri. Sono, però, responsabili di fronte alla società della loro gestione, e della esatta osservanza dei doveri loro imposti dalla legge, dallo statuto e dalle deliberazioni assembleari (art. 147, comma 5)"⁷⁶.

La dottrina italiana comunque - evidenziandone così le necessarie caratteristiche professionali al pari di quanto in quegli stessi anni accadeva sia in Francia che in Germania - già sotto il vigore del Codice del 1882 iniziò a non considerare più gli amministratori come semplici mandatari ma come componenti di un vero e proprio *organo* societario in molti aspetti autonomo rispetto all'assemblea dei soci ed i cui

74 ABBADESSA, *La gestione dell'impresa della società per azioni*, Milano, 1975, p. 5.

75 BORSARI, *Codice di Commercio del Regno d'Italia annotato*, I, Torino, 1868, p. 426; SOPRANO, *Della responsabilità civile e penale degli amministratori di società per azioni*, Torino, 1910, p. 37. *Contra*: NAVARRINI, *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Commentario al Codice di commercio*, Milano, 1924, p. 526, nota 1.

76 Come scriveva ASCARELLI (in *Istituzioni di diritto commerciale*, 1937, ristampa 1938, p. 118, p. 130) gli amministratori dovevano invece ritenersi responsabili verso i terzi, ai sensi dell'art. 147 del Codice di commercio, per la violazione di quelle norme (ad esempio sul divieto di distribuire dividendi fittizi) che, sancite anche penalmente (L. 4 giugno 1931, n. 660), tutelavano l'integrità del capitale sociale, e che erano perciò prevalentemente poste nell'interesse dei terzi.

doveri dovevano essere individuati in primo luogo dalla legge⁷⁷. Questo passaggio dall'idea ottocentesca della sovranità assembleare a quella di una crescente e in qualche modo necessitata autonomia funzionale dell'organo amministrativo va di pari passo con lo sviluppo della grande impresa azionaria in tutta Europa⁷⁸. L'equazione è semplice: con l'aumentare dei compiti attribuiti agli amministratori dalla legge e dell'atto costitutivo, maggiori devono essere anche i relativi poteri e, in qualche modo, l'autonomia rispetto all'assemblea, nonché maggiori devono essere le relative responsabilità.

Lo stesso Ascarelli, ben prima della promulgazione codice civile del 1942, sposò la teoria organica della società sostenendo che nelle corporazioni private (quali erano le società commerciali), mentre la competenza a determinare le direttive generali spettava all'assemblea dei soci, gli amministratori componevano l'*organo* - assoggettato alle regole del mandato - al quale era affidata la determinazione di tali direttive, la gestione e la rappresentanza della società⁷⁹.

Il codice civile italiano del 1942 trasse le conseguenze di questa evoluzione dottrinarie della concezione degli amministratori introducendo una disciplina che coniugò l'idea del mandato con quella dell'organo dotato di una certa autonomia: la disciplina degli amministratori era (ed è ancora) contenuta nella sezione VI del Cap. V del Libro del Lavoro intitolato "organi sociali", mentre l'art. 2392 c.c. prevedeva che gli amministratori dovessero adempiere i doveri ad essi imposti dalla legge o dall'atto costitutivo "con la diligenza del mandatario".

Si ravvisa una cesura nell'impianto legislativo: il mandato viene alla luce solo per determinare il livello di diligenza richiesto nella gestione degli affari sociali, ma la fonte principale di poteri e doveri dell'organo sono le norme di diritto societario. Tant'è che la disciplina degli amministratori della società per azioni non fa riferimento (come invece fa l'art. 2260 c.c. per la società semplice e per le società di persone in genere) ai diritti ed agli obblighi del mandatario, ma solo alla diligenza richiesta allo stesso.

Rispetto alla normativa ed alla concezione vigenti sino a tutto il 1700, ossia sino al Codice di commercio napoleonico, la rivoluzione è significativa sia dal punto di vista concettuale che terminologico: non a caso prima del *code de commerce* in materia contrattuale e di responsabilità degli amministratori si utilizzava il termine *garanzia*, solo successivamente entrò nel linguaggio giuridico il termine *responsabilità*⁸⁰.

77 Per tutti si vedano: VIVANTE, *Trattato teorico pratico di diritto commerciale*, Torino, 1893, p. 487.; *id.*, *Trattato di diritto commerciale. Le società commerciali*, Milano, 1929, vol. II, p. 288 e ss.; NAVARRINI, *Trattato teorico-pratico di diritto commerciale*, Milano-Torino-Roma, 1919, vol. IV, p. 370; DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, nel *Codice di commercio commentato* (a cura di Bolaffio, Rocco e Vivante), Torino, 1938, p. 210; FRE', *L'organo amministrativo nelle società anonime*, Roma, 1938, p. 161 e ss.

78 CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985, p. 5 e ss.

79 ASCARELLI, *op.loc.cit.*

80 L'espressione responsabilità fu adottata per la prima volta in Francia da NECKER (in *De l'administration des finances de France*, Lione-Losanna, 1784) verso la fine del 1700 con riferimento all'amministrazione pubblica.

La parola *responsabilità* deriva dal tardo latino *respondere* che non è altro se non il movimento inverso di *spondere* la cui radice richiama in sé l'idea di rito e di solennità e, con esso, quello della *formazione di un dato equilibrio*, di un dato ordine, avente carattere di solennità⁸¹. La responsabilità è dunque la risposta riparatrice della rottura di un dato equilibrio. Il giudizio di disvalore portato sull'evento di rottura trova riscontro nel giudizio di valore portato su la "risposta" riparatrice: è un valore contrapposto ad un disvalore⁸².

Nella società per azioni (e nel diritto dei contratti in generale) l'introduzione del termine *responsabilità* voluto con la codificazione napoleonica ha quindi un preciso significato: rispondere vuole dire ripristinare un equilibrio di valori fissato dalla legge e dallo statuto e turbato dall'azione degli amministratori. La responsabilità consegue all'offesa, alla lesione di un equilibrio giuridico dato.

In Italia, con la Riforma del diritto delle società del 2003, il criterio di responsabilità degli amministratori verso la società è stato affinato ulteriormente: ai sensi dell'art. 2392 c.c. "gli amministratori devono adempiere i doveri ad essi imposti dalla legge e dallo statuto con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze"⁸³.

Tale criterio, come precisa la Relazione illustrativa alla riforma (al § 6.III.4), "non significa che gli amministratori debbano necessariamente essere periti in contabilità, in materia finanziaria, e in ogni settore della gestione e dell'amministrazione dell'impresa sociale, ma significa che le loro scelte devono essere informate e meditate, basate sulle rispettive conoscenze e frutto di un rischio calcolato, e non di irresponsabile o negligente improvvisazione"⁸⁴.

La diligenza richiesta dalla natura dell'incarico appare quindi come uno standard minimo ed inderogabile richiesto e che tutti gli amministratori devono rispettare per non incorrere in responsabilità (laddove la negligenza causasse un danno)⁸⁵; essa peraltro deve essere graduata in relazione al tipo di attività svolta e

81 MAIORCA, *Responsabilità (teoria generale)*, in *Enc.Dir.*, vol. XXXIX, Milano, 1988, p. 1004.

82 Sempre MAIORCA, *op.loc.cit.*

83 La riforma del codice civile operata dal d.lgs. n. 6 del 2003 ha dato attuazione alla delega contenuta nella L. n. 366 del 2001 che aveva delegato il legislatore a "definire le competenze dell'organo amministrativo con riferimento all'esclusiva responsabilità della gestione dell'impresa sociale". Per una disamina della Riforma del diritto societario con particolare riguardo ai temi qui trattati si rinvia, per tutti, a: ANGELICI, *Introduzione alla riforma della società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Torino, 2006, Vol. I; *id.*, *Diligentia quam in suis e business judgement rule*, cit., p. 675 ss.; SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003; GAMBINO - SANTOSUOSSO, *Società di capitali*, IV Ed., Torino, 2014; VIETTI, *Nuove società per un nuovo mercato - La riforma delle società commerciali*, Roma, 2003.

84 VIETTI, *Nuove società e nuovo mercato - La riforma delle Società commerciali*, Roma, 2003, p. 42. Sul punto si vedano anche: ANGELICI, *Note sulla responsabilità degli amministratori di società a responsabilità limitata*, in *Riv. Soc.*, 2007, p. 1217; *id.*, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006. VENTORUZZO, *Responsabilità degli amministratori di società per azioni nei confronti della società: le principali novità della riforma*, in *Riv. Dott. Comm.*, 2004, p. 363; MONTALENTI, *L'amministrazione sociale dal testo unico alla riforma del diritto societario*, in *Giur. Comm.*, 2003, p. 423; *id.*, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. Soc.*, 2013, p. 42 e ss.; FARENGA, *La riforma delle società: la responsabilità degli amministratori*, in *Giur. Merito*, 2004, 1, p. 155; DE NICOLA, *sub art. 2392*, in *Amministratori* a cura di Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da Marchetti - Bianchi - Ghezzi - Notari, 2005, p. 556; STELLA RICHTER, *Gli amministratori non esecutivi nell'esperienza italiana*, in *Banca, impresa società*, 2005, 163.

85 Così VENTORUZZO, *op.loc.cit.*

muta in ragione al parametro di riferimento più o meno ampio che si ritenga di dover accogliere. Ad esempio, "anche all'interno di una medesima categoria professionale – si pensi al medico – lo standard di diligenza, pur sempre professionale può differenziarsi secondo che si tratti di un medico generico oppure invece di uno specialista"⁸⁶ così come il grado di cura, di attenzione, di applicazione esigibile da un'amministrazione di una piccola società industriale è sicuramente diverso rispetto a quello richiesto ad un amministratore di una grande impresa multinazionale.

La Riforma – così ammodernando il nostro sistema giuridico ma senza giungere all'introduzione nel nostro ordinamento una vera e propria *business judgement rule* – ha, da un lato reso possibile affermare la responsabilità laddove ne ricorrano gli estremi sostanziali legati ad una scorretta condotta, dall'altro di disegnare presupposti e limiti della responsabilità in modo da evitare la sua eccessiva ed indiscriminata utilizzazione che, come è stato detto, nuocerebbe al sistema imprenditoriale⁸⁷.

Particolarmente significativo è il fatto che il legislatore abbia voluto utilizzare a fianco di parametri di carattere oggettivo mediante il rinvio agli obblighi e/o alla diligenza richiesti dalla natura dell'incarico (come era accaduto col codice di commercio del 1865 e del 1882 e, poi, col codice civile del 1942 con riferimento espresso alla figura del mandatario) anche parametri di carattere in certo modo 'soggettivi' facendo riferimento alle "specifiche competenze" dell'amministratore⁸⁸. In questo modo il legislatore italiano ha soddisfatto quelle esigenze (sopite con la codificazione napoleonica dell'inizio del 1800) che erano già chiaramente emerse come si è visto nella prassi statutaria e nel pensiero della dottrina sia in Francia a metà del 1700 che in Italia tra la fine del 1800 e l'inizio del 1900 e che volevano fosse richiesto agli amministratori il possesso di specifiche capacità professionali – la c.d. competenza mercantile – diverse e superiori rispetto al mandatario.

La ragione politica della scelta della Riforma del 2003 (al pari delle ragioni addotte dal pensiero giuridico dei commercialisti francesi ed italiani del 1700, 1800 e primi del '900) muove dalla constatazione che, soprattutto nelle società per azioni di maggiori dimensioni, un ruolo particolarmente incisivo assume la prospettiva della *divisione del lavoro* e, in qualche modo, anche delle responsabilità⁸⁹.

In definitiva e riassumendo quanto illustrato, si possono formulare le seguenti prime considerazioni.

86 MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, cit., p. 42.

87 In questi precisi termini SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, p. 146 e 147. Sul tema si veda anche FRANCHI, *La responsabilità degli amministratori di s.p.a. e gli strumenti di esonero da responsabilità*, Milano, 2014.

88 ANGELICI, *Diligentia quam in suis e business judgement rule*, cit., p. 677.

89 ANGELICI, *op.loc.cit.* secondo cui le caratteristiche delle iniziative imprenditoriali più complesse "se per un verso richiedono un adeguato grado di professionalità, per un altro verso, data l'eterogeneità e non comparabilità dei diversi contesti imprenditoriali concreti, rendono illusorio il tentativo di costruire in termini oggettivi una figura del 'buon amministratore' (illusorio, cioè, il processo di tipizzazione che l'art. 1176, secondo comma, c.c. indica all'interprete". Per un recente commento alla disciplina vigente della responsabilità degli amministratori sui veda: C. MARCHETTI, *La responsabilità degli amministratori nelle società di capitali*, Torino, 2015.

Nella storia del diritto delle anonime il confine tra le competenze degli amministratori e quelle dell'assemblea è stato "mobilissimo"⁹⁰ così come, conseguentemente, la disciplina della responsabilità degli amministratori è variata significativamente nel tempo.

Nelle prime Compagnie delle Indie europee - che erano enti a forte connotazione pubblicistica - gli amministratori godevano di ampissima autonomia rispetto all'assemblea dei soci (erano nominati e revocati o dal re come in Francia o da un ristretto gruppo di potere come in Olanda), e la loro responsabilità patrimoniale (ulteriore rispetto al conferimento iniziale di capitale) era assai limitata.

In questo periodo la limitazione della responsabilità degli amministratori segnò, come detto, una svolta nella storia del capitalismo e agì in modo determinante sul processo di trasformazione del modo di produzione feudale al modo di produzione capitalistico.

Viceversa, con la codificazione napoleonica dei primi del 1800 la disciplina della anonima venne condotta nell'alveo del diritto privato e commerciale ed il rapporto tra amministratori e soci fu disegnato in modo simile a quello esistente per le società di persone, con un forte controllo dei soci sugli amministratori considerati in tutto e per tutto 'mandatari'.

Questa configurazione estremamente prudente del rapporto tra soci ed amministratori può forse ritenersi uno dei fattori che ha contribuito a far sì che la società anonima non fosse protagonista della grande espansione finanziaria che si ebbe in Francia nella prima metà del XIX secolo, periodo nel quale gli imprenditori predilessero invece lo schema societario dell'accomandita che, oltre a non essere soggetta ad autorizzazione, garantiva maggiori poteri ai soci accomandatari rispetto ai "mandatari revocabili" della società anonima. Ne derivò addirittura un movimento ancora oggi noto, anche per certi suoi caratteri di spregiudicatezza finanziaria, come *fièvre des commandities*⁹¹.

2.2 L'attuale disciplina della responsabilità degli amministratori in Italia

La comprensione dell'attuale disciplina della responsabilità degli amministratori nelle società per azioni richiede, in via preventiva, alcuni accenni alla disciplina generale della responsabilità del debitore per le obbligazioni assunte, essendo la responsabilità degli amministratori una responsabilità da inadempimento, a cui si applicano i "principi generali che regolano gli inadempimenti contrattuali"⁹².

90 SPADA - SCIUTO, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* (a cura di Colombo e Portale), 2004, Vol. I, p. 60.

91 Così ALLEGRI, *op.cit.*, p. 44. Sul punto si veda anche UNGARI, *op.cit.*, p. 44.

92 In tal senso Cass., 12 novembre 1965, n. 2359, in *Foro pad.*, 1965, I. c. 1820; Cass. 22 ottobre 1998, n. 10488, in *Giust. Civ.*, 1999, I, 75; TRIB. MILANO, 19 gennaio 1974, in *Giur. comm.*, 1974, II, 174; TRIB. MILANO, 21 ottobre 1974, in *Dir. fall.*, 1975, II, 392; TRIB. MILANO, 9 giugno 1977, in *Giur. comm.*, 1977, II, 660; TRIB. Milano, 8 ottobre 2001, in *Giur. it.*, 2002, 795. In dottrina vedi F. BONELLI, *Gli amministratori di S.P.A. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, 162;

Il vincolo che lega gli amministratori alla società è un rapporto di natura contrattuale e sorge con l'accettazione, da parte del destinatario, della proposta formulata dalla società⁹³. L'impossibilità di sovrapporre la persona giuridica e la persona fisica che è chiamata ad amministrarla richiede, necessariamente, l'instaurazione di un legame giuridico tra soggetti diversi⁹⁴. Si evidenzia, così, "la base contrattuale del rapporto" che intercorre tra amministratore e società, in forza del quale sull'amministratore ricade il dovere di gestire la società, così come prescritto dalla legge e dallo statuto, e sulla società, salvo patto contrario, l'obbligo di remunerare l'amministratore per l'attività svolta⁹⁵. Il fatto, poi, che la società per azioni sia

F. GALGANO, cit., 451; G. CABRAS, *La responsabilità per l'amministrazione delle società di capitali*, Torino, 2002, 6, sembrerebbe, invece, per l'esistenza di un contratto specifico di amministrazione.

93 In tal senso vedi GRAZIANI, MINERVINI, BELVISO e SANTORO, *Manuale di diritto commerciale*, Padova, 2013, 259. Sebbene sia pacifica la natura contrattuale della responsabilità degli amministratori verso la società, in merito alla fonte, però, bisogna distinguere chi ritiene che essa vada individuata nel contratto di società (e nella relativa inderogabile disciplina) e chi, invece, individua la fonte in un specifico contratto di amministrazione. Tra i primi sembrerebbero rientrare GALGANO, *Trattato di diritto civile*, cit., 451; GALGANO e GENGHINI, *Il nuovo diritto societario, I, Le nuove società di capitali e cooperative*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2006, 445, secondo gli Autori non bisogna guardare alla nomina da parte dell'assemblea e all'accettazione della nomina da parte degli amministratori "come all'accordo fra la società e gli amministratori per la costituzione di uno specifico rapporto contrattuale di società ed avente per oggetto l'esecuzione di quest'ultimo. Si è qui in presenza di un contratto, il contratto di società, nell'esecuzione del quale debbono, per valutazione legislativa, necessariamente concorrere altri soggetti oltre alle parti del contratto: i soci non possono astenersi dal nominare gli amministratori ed esercitare direttamente i poteri legislativamente attribuiti all'organo amministrativo; essi non hanno, di conseguenza, alcun bisogno di stipulare uno specifico contratto per attribuire tali poteri agli amministratori. La nomina degli amministratori seguita dalla loro accettazione, non è un atto attributivo di poteri: è, più semplicemente, l'atto che designa persone preposte all'organo cui è, per legge, connesso il compito di dare esecuzione al contratto; e le persone, una volta designate, eserciteranno i poteri, ed adempiranno le correlative obbligazioni, inerenti alla funzione che è propria dell'organo cui sono preposte"; CABRAS, cit., 6 il quale afferma che "poiché la amministrazione delle società di capitali è regolata in via primaria dalla legge (nonché, nei limiti di questa, dall'atto costitutivo), non assume rilievo giuridico – ai fini dell'inadempimento e, quindi, della responsabilità – l'atto di nomina e le determinazioni delle parti in tale atto o nello svolgimento del rapporto"; ALLEGRI, *Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori*, Milano, 1979, 140; BORGIOIOLI, *L'amministrazione delegata*, Firenze, 1982, 27; MOSCO, *sub art. 2382-2383*, in NICCOLINI e STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali Commentario, artt. 2380-2448*, Napoli, 2004, 606; FRANZONI, *sub art. 2380-bis*, in *Società per azioni, III dell'amministrazione e del controllo 1. Disposizioni generali Degli amministratori*, in GALGANO (a cura di), *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2008, 7, dove l'A. sostiene che "neppure occorre pensare ad un autonomo contratto di amministrazione concluso tra la società e gli amministratori. L'atto costitutivo, integrato dalle disposizioni legislative, costituisce la fonte ed individua la natura del rapporto di amministrazione che, proprio per questo, attribuisce agli amministratori un potere autonomo ed originario. [...] Certo, si potrebbe obiettare, gli amministratori non sono parti dell'atto costitutivo, dunque questo non potrebbe avere diretta efficacia nei loro confronti. Senonché l'art. 1372, 2° comma, cod. civ. consente che, per legge, il contratto possa produrre effetti nei confronti dei terzi, in via di eccezione. È proprio questo uno degli innumerevoli casi che non si esauriscono nell'art. 1411 cod. civ.: qui lo statuto concede a terzi (gli amministratori) poteri e li assoggetta ad obblighi, poiché costoro, con l'accettazione della nomina si sono sottoposti alla regola formata da altri (i soci)"; in giurisprudenza, *ex multis*, CASS., 9 luglio 1987, 5989, in *Giur. comm.* 1989, II, 208, con nota di G. SCOGNAMIGLIO. Tra i secondi, invece, sembrerebbero rientrare MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, 3, dove l'A. afferma che "l'amministratore compie attività giuridica per conto della società come rappresentante; l'amministratore è legato alla società per azioni da un tipo di rapporto giuridico, che denominiamo di amministrazione; la fonte di tale rapporto risiede in un contratto tipico, tra l'amministratore e la società per azioni, che denominiamo anch'esso di amministrazione"; F. DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano, 2005, 342; in giurisprudenza, *ex multis*, CASS., 22 maggio 2001, 6928, in *Società*, 2001, 1350 con nota di A. FABRIZIO. Per la semplice qualificazione quale responsabilità contrattuale sembrerebbero esprimersi BONELLI, cit., 162; DE NICOLA, *sub art. 2392*, in F. GHEZZI (a cura di), *Amministratori*, MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI e NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, 545; VASSALLI, *sub art. 2392*, in NICCOLINI e STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali Commentario*, Napoli, 2004, 676.

94 RORDORF, *La responsabilità civile degli amministratori di s.p.a. sotto la lente della giurisprudenza (I parte)*, in *Società*, 2008, 1193.

95 RORDORF, *ivi*.

dotata di personalità giuridica dotata di una propria struttura organizzata fa sì che nel rapporto tra amministratori e società al momento negoziale segue necessariamente anche un incardinamento di tipo organico e funzionale dell'ente-corporazione.

"Dai caratteri schiettamente contrattuali di tale rapporto discende la costante definizione della natura – appunto – contrattuale della responsabilità nella quale l'amministratore incorre nei confronti della società, per la violazione dei doveri inerenti alla sua funzione [...]"⁹⁶.

Conseguenza diretta di ciò è che la colpa degli amministratori si presume in forza del principio generale in tema di adempimento delle obbligazioni stabilito dall'art. 1218 c.c.⁹⁷.

Secondo tale norma, infatti, il debitore che non esegue la prestazione dovuta è tenuto al risarcimento del danno, se non prova che l'inadempimento o il ritardo è stato determinato da impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile⁹⁸. Il contenuto di tale disposizione, sul piano sostanziale, ha assunto il significato di regola della responsabilità per dolo o colpa e la prova della non imputabilità è, quindi, prova della mancanza di colpa⁹⁹.

In applicazione della regola generale fornita dall'art. 2697 c.c., il creditore deve fornire la prova non solo del suo diritto al credito, ma anche la prova dell'inadempimento del debitore¹⁰⁰.

Il contenuto della prova dell'inesatto adempimento cambia in ragione del contenuto della prestazione dovuta. Nelle obbligazioni di risultato occorre dimostrare che il risultato ottenuto è difforme dal risultato dovuto. Nelle obbligazioni di mezzi, invece, la prova della difformità riguarda il comportamento del debitore, raffrontato con quanto previsto dal titolo e con il modello di comportamento diligente¹⁰¹. In questo caso "la diligenza non rileva per stabilire se il debitore sia o no in colpa ma bensì come criterio di determinazione dell'esattezza della prestazione"¹⁰². In conclu-

96 RORDORF, *ivi*, 1194, l'A. aderisce all'ipotesi della configurabilità di un vero e proprio contratto di amministrazione evidenziando, però, che se anche si ponesse in dubbio tale ipotesi non verrebbe meno la natura contrattuale della responsabilità dell'amministratore verso la società. Non è trascurabile, aggiunge infatti l'A., la tendenza della giurisprudenza ad estendere l'area della responsabilità contrattuale oltre il caso in cui l'obbligo di prestazione derivi "propriamente da un contratto, nell'accezione che ne dà l'art. 1321 c.c., ma anche in ogni altra ipotesi in cui essa dipenda dall'inesatto adempimento di una specifica preesistente obbligazione, quale che ne sia la fonte".

97 VASSALLI, *sub art. 2392*, cit., 677.

98 RORDORF, *cit.*, 1194; BIANCA, *Diritto civile, 5, La Responsabilità*, Milano, 1994, p. 11.

99 BIANCA, *Inadempimento delle obbligazioni*, in SCIALOJA e BRANCA (a cura di), *Commentario del Codice Civile Libro quarto: Obbligazioni art. 1218-1229*, Bologna-Roma, 1979, 169.

100 BIANCA, *Diritto civile, 5, La Responsabilità, cit.*, 75, e ciò, chiarisce l'A., «in quanto tale vicenda è elemento costitutivo della pretesa risarcitoria e presupposto giustificativo degli altri rimedi». L'inadempimento si distingue in inadempimento totale - e cioè nella mancanza assoluta della prestazione - e in inesattezza della prestazione ossia non corrispondenza tra prestazione resa e prestazione dovuta. Mentre l'inadempimento totale si sostanzia unicamente nella mancata esecuzione della prestazione, l'inesattezza della prestazione si differenzia in base ai diversi aspetti in cui la prestazione si discosta dal modello dovuto, e ciò implica un giudizio complesso a causa della complessità degli elementi che identificano il contenuto dell'obbligazione (BIANCA, *Diritto civile, 5, La Responsabilità, cit.*, 7 e ss). Un ruolo rilevante nel giudizio di inesattezza della prestazione è assunto dalla negligenza, da intendersi "come deficienza dello sforzo diligente dovuto" (BIANCA, *Inadempimento delle obbligazioni, cit.*, 24).

101 BIANCA, *Diritto civile, 5, La responsabilità, cit.*, 77.

102 BIANCA, *Inadempimento delle obbligazioni, cit.*, 168.

sione, la legge nelle obbligazioni di mezzi impone, per la valutazione dell'inadempimento del debitore una verifica da compiersi in due fasi. La prima consiste nell'individuazione del modello di condotta. La seconda consiste nel confrontare il modello astratto di condotta con quello in concreto tenuto dal debitore formulando un giudizio di conformità ovvero di difformità. Allorquando la prestazione non risultasse esattamente adempiuta la responsabilità potrà evitarsi soltanto dimostrando che è stato impossibile adempiere per una giusta causa non imputabile al debitore¹⁰³.

Per queste ragioni spetta a chi agisce in responsabilità a dover provare: a) l'inadempimento degli amministratori (ossia che non abbiano adempiuto con diligenza agli obblighi loro imposti dalla legge o dall'atto costitutivo); b) il danno derivato all'attore da tale inadempimento.

La legge pone a carico degli amministratori numerosi *specifici* obblighi e due *generali* obblighi di comportamento: quello di amministrare con diligenza, e quello di perseguire l'interesse sociale senza conflitti di interesse, ai quali tutta l'attività degli amministratori deve conformarsi¹⁰⁴.

In particolare il dovere di diligenza si articola per gli amministratori nell'agire con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico, in modo informato e secondo le specifiche competenze¹⁰⁵ (art. 2392 c.c.). Essendo quelle ora citate delle regole astratte di comportamento, sarà solo con riferimento al caso concreto, alla verifica di tutte le circostanze del caso specifico, che si potrà riempire di contenuto il dovere di diligenza. Di conseguenza, la soluzione al problema della verifica del rispetto del dovere di diligenza da parte degli amministratori viene rimessa all'apprezzamento da parte del giudice con riferimento al caso concreto¹⁰⁶.

103 Tra i tanti sul tema si veda: WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974, 150. Come noto infatti l'art. 2392 c.c. postula la qualificazione dell'obbligazione degli amministratori quale obbligazione di mezzi (amministrare la società) e non quale obbligazione di risultati, specificando la natura della diligenza richiesta. Cfr. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, cit., 449; GALGANO e GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, cit., 478; FRANZONI, *sub art. 2392*, in *Società per azioni, III dell'amministrazione e del controllo 1. Disposizioni generali Degli amministratori*, in GALGANO (a cura di), *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2008, 470; AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e Business Judgment Rule*, in corso di stampa, pag. 26 (dattiloscritto); CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, cit., 382; CESIANO, *L'applicazione della "Business Judgment Rule" nella giurisprudenza italiana*, in *Giur. comm.*, 2013, II, 960. In giurisprudenza cfr.: Tribunale Milano, 17 giugno 2011, in *Società*, 2011, 1099; *id.*, 24 agosto 2011, in *Società*, 2011, 1344; *id.*, 27 ottobre 2011, in *Società*, 2012, 97.

104 Secondo BONELLI, *cit.*, p. 179, i due obblighi generali non specificano quale debba essere il comportamento dovuto dagli amministratori, e cioè gli atti o i negozi da porre in essere, ma solo il «modo o le modalità» che gli amministratori debbono rispettare nella gestione della società. In linea generale quindi il Legislatore definisce solo «come» l'amministratore debba comportarsi nelle varie operazioni (scelte, decisioni ecc.) e anche non il contenuto delle stesse operazioni [sempre BONELLI, in *La responsabilità degli amministratori*, in G. E. COLOMBO e G. B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1991, 363]. I due citati obblighi generali costituiscono, quindi, due «clausole generali» il cui contenuto è determinabile solo con riferimento ai singoli casi concreti, non essendo possibile definire in astratto il comportamento che l'amministratore debba tenere in conformità alla diligenza dovuta e al dovere di perseguire l'interesse sociale evitando conflitti di interessi (BONELLI, *Gli amministratori di S.P.A. dopo la riforma delle società*, 179).

105 BONELLI, *ivi*, che richiama gli artt. 2381 e 2392 c.c.

106 BONELLI, *Gli amministratori di S.P.A. dopo la riforma delle società*, 181.

Secondo la stessa lettura il contenuto dell'obbligo di perseguire l'interesse sociale sarebbe impossibile da determinare in modo astratto e aprioristico.

Sul tema la dottrina si è infatti confrontata da diverso tempo senza mai risolvere in via definitiva la contrapposizione tra la concezione "istituzionale" e "contrattuale" dell'impresa (o della società)¹⁰⁷.

Chi ha voluto in passato identificare l'interesse sociale con l'interesse degli azionisti alla massimizzazione dei profitti¹⁰⁸ o, viceversa, chi ha affermato che non è possibile oggi fornire una nozione unitaria di interesse sociale¹⁰⁹, forse pare dare troppa rilevanza all'interesse dei soci (cui si riferisce l'art. 2247 c.c.) a discapito di quello che è il concomitante (e forse prevalente) fine dell'impresa di produrre o scambiare beni o servizi (cui si riferisce l'art. 2082 c.c.).

Seguendo l'interpretazione di chi ritiene¹¹⁰ che all'interno della società per azioni convivono tanto l'elemento contrattuale quanto quello istituzionale (e ciò quantomeno anche solo nel rispetto dei citati dati normativi), si giunge a ritenere che mentre i soci, avendo stipulato tra loro un contratto di società per un fine di lucro, possano determinare liberamente la loro condotta e ispirare le loro decisioni nell'ambito degli organi societari conformemente a tale obiettivo, viceversa gli amministratori – ai sensi dell'art. 2380-bis c.c. – sarebbero tenuti a gestire l'impresa compiendo le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale (ossia l'attività di impresa consistente nella produzione o scambio di beni o servizi con metodo economico)¹¹¹ mentre l'interesse dei soci potrebbe essere dagli stessi perseguito solo in via mediata.

Gli amministratori sono responsabili solo se violano obblighi ad essi imposti dalla legge e tra questi non vi è, né potrebbe esservi, quello di gestire la società senza

107 Sul tema si vedano: VENTORUZZO, *Richiamo e difesa delle radici istituzionali dell'impresa nel codice civile*, in *Gli imprenditori* (a cura di Paolazzi, Sylos Labini e Traù), Venezia, 2016, p. 88 e ss.; ANGELICI, *Le società per azioni*, Vol. 1: *Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* Cicu-Messineo, Milano 2012; MAZZONI, *L'impresa tra diritto ed economia*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 649 e ss.; *id.*, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, in *Liber Amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, p. 813 e ss. Si vedano anche: ASCARELLI, *L'interesse sociale dell'art. 2441 c.c.*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 93 e ss.; MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958, p. 725 e ss.; ROSSI, *Controllo pubblicistico sulle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1958, p. 521 e ss.; JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964; *id.*, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. Comm.*, 2000, I, p. 795 e ss.; ASQUINI, *I battelli del Reno*, in *Riv. Soc.*, 1967, p. 617 e ss.; D'ALESSANDRO, *Il diritto delle società da i battelli del Reno alle navi vichinghe*, in *Foro it.*, 1988, parte V, p. 48 e ss.

108 BONELLI, *Gli amministratori di S.P.A. dopo la riforma delle società*, cit., 182, dove l'A. sostiene chiaramente che "la stessa operazione può pertanto essere considerata nell'interesse sociale, o, invece, contraria all'interesse sociale, a seconda che si abbia riguardo all'interesse 'a breve' oppure a 'medio-lungo' termine della società".

109 BONELLI, *Gli amministratori di S.P.A. dopo la riforma delle società*, cit., 182, l'A. sostiene che non esiste più una nozione unitaria di interesse sociale "sia perché le s.p.a. sono diventate strumenti fungibili e neutri utilizzabili per le più diverse finalità, non solo per perseguire lo scopo di lucro; sia perché sono via via emersi nuovi interessi (dei lavoratori, dei finanziatori, del pubblico dei risparmiatori, della continuazione dell'impresa anche in crisi, ecc.) riconosciuti anche a livello legislativo mediante l'imposizione di correlativi obblighi agli amministratori; sia perché quando il capitale sociale sia posseduto dallo Stato o da un ente pubblico, o quando la società abbia per oggetto sociale l'esercizio di un servizio pubblico, emergono prepotentemente interessi pubblici – o quanto meno diffusi – che gli amministratori non possono ignorare nello stabilire quale sia l'interesse che la società deve cercare di perseguire".

110 VENTORUZZO, *Richiamo e difesa delle radici istituzionali dell'impresa nel codice civile*, cit., p. 106-115.

111 Sempre VENTORUZZO, *op.cit.*, p. 113.

"commettere errori". Non è, quindi, di per sé e senz'altro fonte di responsabilità degli amministratori il semplice insuccesso economico della società e perfino il suo fallimento. Seguendo tale ragionamento si delinea, per esclusione, un'area di "potere discrezionale" in capo agli amministratori rappresentata dal potere di amministrare la società e di compiere quelle operazioni che reputano più convenienti nell'interesse sociale. L'esercizio diligente, non in conflitto di interessi o in violazione di altri specifici obblighi di tale potere discrezionale da parte degli amministratori, quindi, non è per questi ultimi fonte di responsabilità, anche in presenza di errori gravi ed evitabili da altri amministratori o se si rilevi *a posteriori* dannoso o frutto di decisioni gravi o inopportune. Le espressioni "cattiva gestione" o "scelte erranee" assumono rilevanza in termini di responsabilità degli amministratori solo con riferimento a "quei danni che derivino da operazioni che gli amministratori abbiano compiuto violando i loro obblighi"¹¹².

In tale contesto si inserisce, secondo la dottrina esaminata, la regola secondo cui "il giudice non può sindacare l'opportunità o la convenienza delle scelte di gestione degli amministratori, poiché esse rientrano nei loro poteri discrezionali, che non sono sindacabili *ex post*; il giudice può solo verificare se le scelte sono state compiute senza conflitti di interesse e con quelle cautele, verifiche e informazioni preventive normalmente richieste dall'ordinaria diligenza professionale"¹¹³.

L'insindacabilità delle scelte di gestione, seguendo tale dottrina, assume un valore assoluto non dissolvendosi nemmeno in presenza di scelte di gestione erranee o irragionevoli¹¹⁴. Gli errori gravi di gestione, l'assunzione di un rischio sproporzionato o di una decisione palesemente inopportuna, però, non sono giuridicamente irrilevanti ma lo sono non in sé, bensì "come circostanze dalle quali può presumersi l'esistenza di una violazione dell'obbligo di diligenza [comprensivo dell'obbligo di effettuare le scelte con quelle 'cautele, verifiche e informazioni preventive normalmente richieste all'ordinaria diligenza professionale'] o dell'obbligo di non agire in conflitto di interesse"¹¹⁵.

112 BONELLI, *Gli amministratori di S.P.A. dopo la riforma delle società*, p. 184.

113 BONELLI, *Gli amministratori di S.P.A. dopo la riforma delle società*, cit., p. 186 che richiama la Relazione alla legge di riforma del 2003 (par. 6.III.4) oltre che la costante giurisprudenza e la dottrina.; CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2. *Diritto delle società*, cit., 382, conformemente, l'A. evidenzia che "in sede di accertamento della responsabilità il giudice non può sindacare il merito (opportunità e convenienza) delle decisioni degli amministratori, ma deve limitarsi a verificare se essi hanno osservato con diligenza gli obblighi di condotta specifici (ed in primo luogo, quelli posti dalla disciplina degli interessi degli amministratori), nonché quello generale di amministrazione diligente (c.d. *business judgment rule*)".

114 BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, cit., 361-362, I, A. afferma chiaramente che «la responsabilità degli amministratori deriva, come si è visto, dall'inadempimento di una loro obbligazione e, quali che siano gli sforzi interpretativi che si voglia compiere, non si può arrivare a sostenere che il nostro sistema impone agli amministratori l'obbligo di amministrare con successo economico la società loro affidata. Analoga soluzione deve darsi all'ipotesi in cui il negativo risultato della gestione sociale (o di singoli affari o atti) derivi non già da 'sfortuna', o da oggettive situazioni di mercato, ma da erranee o anche irragionevoli scelte compiute dagli amministratori".

115 Cfr. BONELLI, *Gli amministratori di S.P.A. dopo la riforma delle società*, cit., 185-186; TINA, *Insindacabilità nel merito delle scelte gestionali degli amministratori e rinuncia all'azione sociale di responsabilità* (art. 2393, ultimo comma, c.c.), in *Giur. comm.*, 2001, II, 343-344.

In merito altra dottrina¹¹⁶ – portando all'estremo la tesi tradizionale, sopra brevemente ricostruita – ha posto in dubbio l'esistenza di una reale equivalenza tra la formula legislativa secondo cui gli amministratori devono adempiere i doveri ad essi imposti dalla legge e dallo statuto con la diligenza dovuta e il dovere di bene amministrare. Amministrare una società, secondo tale interpretazione, equivale a gestire un'impresa commerciale altrui e tale attività gestoria risulta "sicuramente caratterizzata dalla più ampia libertà e discrezionalità delle scelte, essendo compito di chi dirige un'impresa stabilire, nell'ambito dell'oggetto sociale, che cosa fare, se, quando e come fare, tutte prerogative che mal si conciliano con gli equivoci concetti di buona o cattiva amministrazione"¹¹⁷.

Diversamente, altra interpretazione¹¹⁸, considera il principio dell'insindacabilità delle scelte discrezionali di gestione non assoluto.

2.3 Il sindacato dell'attività degli amministratori nell'esperienza giurisprudenziale civilistica italiana

La valutazione della responsabilità degli amministratori in relazione alla propria competenza decisionale nella gestione di una impresa organizzata in forma societaria da sempre è oggetto di attenzione da parte della giurisprudenza italiana¹¹⁹.

Anche in Italia, così come abbiamo visto negli Stati Uniti, il principio dell'insindacabilità nel merito delle scelte di gestione trova riconoscimento in modo esplicito sin dal 1965 con una nota sentenza della Corte di Cassazione nella quale venne affermato che "il giudice investito dell'esame di un'azione sociale di responsabilità non può sindacare il merito degli atti o dei fatti compiuti dagli amministratori e dai sindaci nell'esercizio del loro ufficio; non può, cioè, giudicare sulla base di criteri discrezionali di opportunità o di convenienza, poiché in tal modo sostituirebbe 'ex post' il proprio apprezzamento soggettivo a quello espresso o attuato dall'organo all'uopo legittimato; deve, invece, accertare e valutare se gli amministratori abbiano violato l'obbligo di adempiere i doveri ad essi imposti dalla legge e dall'atto costitutivo con la diligenza del mandatario"¹²⁰. Né l'amministratore potrebbe essere chiamato a rispondere unicamente per il fatto in sé che la gestione dell'impresa sociale abbia avuto un cattivo esito¹²¹.

116 VASSALLI, *L'art. 2392 novellato e la valutazione della diligenza degli amministratori*, in SCOGNAMIGLIO, *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, Milano, 2003, p. 26 e nt. 1.

117 VASSALLI, *op.loc.ut.cit.*

118 DONGIACOMO, *Insindacabilità delle scelte di gestione, adeguatezza degli assetti ed onere della prova*, in AMATUCCI (a cura di), *Responsabilità degli amministratori di società e ruolo del giudice un'analisi comparatistica della Business Judgment Rule*, Milano, 2014, 32; DACCÒ, *Il sindacato del giudice nei confronti degli atti gestori degli amministratori*, in AGE, 2003, 191 e ss..

119 Per una rassegna di giurisprudenza in materia cfr.: CESIANO, *L'applicazione della Business Judgment Rule nella giurisprudenza italiana*, cit.; STIRPE, *Rassegna di giurisprudenza sulla diligenza come criterio di responsabilità dell'amministratore*, in AFFERNI e VISINTINI, *Principi civilistici nella riforma del diritto societario*, Milano, 2005, 49.

120 Cass., 12 novembre 1965, n. 2359, cit..

121 Cass., 5 gennaio 1972, in *Giut. civ.*, 1972, I, 246.

Tale principio, dapprima confermato in altre sentenze della stessa Corte¹²², fu meglio chiarito in una successiva sentenza della stessa Corte di Cassazione del 1982¹²³ in cui venne affermato che il sindacato sull'attività degli amministratori doveva essere effettuato confrontando il comportamento tenuto in concreto rispetto ad un modello di condotta astratto cui si dovrebbe conformare un oculato e prudente amministratore, ovvero, un ordinato e coscienzioso mandatario¹²⁴.

Venne così affermato che, in linea di principio, al giudice non è inibita la possibilità di esaminare gli atti di gestione o di esaminare le specifiche situazioni, le circostanze di fatto e le ragioni connesse agli atti in questione, ma tale esame deve essere condotto solamente per confrontare tali atti con il cennato modello di condotta¹²⁵.

A valle di questo indirizzo, nel corso della seconda metà degli anni '80 e della prima metà degli anni '90 del secolo scorso, si venne a formare un orientamento del Tribunale di Milano che fu vivacemente criticato dalla dottrina¹²⁶ in quanto, pur negando in linea di principio la legittimità di un sindacato nel merito della gestione degli amministratori da parte del giudice, nel delineare il tipo di attività che avrebbe dovuto compiere in concreto il giudice, di fatto, pareva riportare detto sindacato ad un sindacato di merito. In primo luogo fu infatti affermato che "pur appartenendo agli amministratori di una società di capitali il potere discrezionale di operare le scelte più idonee al conseguimento dell'interesse dell'ente, l'insindacabilità del loro operato non è assoluta, potendosi accertare se tali organi abbiano agito con la diligenza e la prudenza che vengono normalmente richieste nella gestione di un patrimonio altrui"¹²⁷. In secondo luogo fu anche detto che, nell'indagine sulla sussistenza di responsabilità e di un danno al patrimonio sociale, occorre riportarsi ai "principi regolanti la responsabilità degli amministratori, cioè la necessità di una coerenza giuridico-economica dell'attività di gestione con la direzione tracciata dallo scopo

122 Si vedano Cass., 6 marzo 1970, n. 558, in *Foro it.*, I, 1728 e in *Giust. civ.*, 1971, I, 933; Cass., 21 marzo 1974, n. 790, in *Giur. Comm.*, 1974, II, 509; Cass., 27 luglio 1978, n. 3768, in *Giur. comm.*, 1980, II, 904; Cass., 16 gennaio 1982, n. 280, in *Fallimento*, 1982, II, 664; Cass., 22 giugno 1990, n. 6278, in *Giust. civ.*, 1990, I, 2265.

123 Cass., 16 gennaio 1982, n. 280, in *Giust. civ.*, 1983, I, 603.

124 IUDICA, *Sulla responsabilità di amministratori di s.p.a. per transazioni concluse con debitori sociali*, in *Giust. civ.*, 1983, I, 608.

125 Si legge nella sentenza che "quando l'indagine verta sulla congruenza di un negozio transattivo concluso con i terzi debitori della società in relazione ad un debito scaduto, per decidere circa la diligenza dell'amministratore nel compimento del negozio a norma dell'art. 1710 c.c. il giudice non deve confrontare il negozio posto in essere con astratte ed eventuali fattispecie negoziali (non effettivamente realizzatesi) perché le singole modalità del rapporto giuridico che si costituisce con la transazione rientrano nei poteri discrezionali degli amministratori, cui compete di valutare la congruità del negozio nell'interesse della società per cui agiscono. In tal caso, l'accertamento di una condotta colpevole degli amministratori presuppone che il giudice del merito proceda ad un diretto accertamento della situazione debitoria, con riguardo specifico alle condizioni economiche del debitore e dei suoi eventuali garanti, al fine di stabilire quali possono essere, secondo l'*id quod plerumque accidit*, le probabilità di un recupero del credito e degli interessi, ed in relazione a questo accertamento deve esprimersi il giudizio circa la diligente conclusione del negozio transattivo" (Cass., 16 gennaio 1982, n. 280, in *Giust. civ.*, 1983, I, 603).

126 BONELLI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1985, p. 170; *id.*, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano, 1992, p. 66. Riassumono il dibattito emerso in quegli anni in dottrina: PISCITELLO, *La responsabilità degli amministratori di società di capitali tra discrezionalità del giudice e business judgment rule*, in *Riv. soc.*, 2012, 1171 e CESIANO, *L'applicazione della Business Judgment Rule nella giurisprudenza italiana*, cit., 952.

127 Trib. Milano, 28 marzo 1985, in *Fallimento*, 1985, 1287 e, in termini analoghi, si veda anche Trib. Milano, 26 giugno 1989, in *Società* 1989, 1179, in *Giur. Comm.*, 1990, II, 122.

sociale, l'assunzione del rischio di impresa inteso come aspettativa non aleatoria del conseguimento di un risultato utile all'impresa stessa, la discrezionalità pur motivata delle scelte, la sindacabilità *ex post* solo quando l'azione e le scelte non siano state sorrette da quel riconoscibile coefficiente di diligenza e ragionevolezza che deve connotare la figura giuridica stessa dell'imprenditore"¹²⁸.

Seguendo tale ultimo orientamento sarebbe divenuto sempre più difficile per il giudice non sconfinare in un giudizio di merito avendo il Tribunale di Milano legato il giudizio di avvedutezza e di prudenza al conseguimento dell'interesse sociale da parte degli amministratori. Questo orientamento del Tribunale di Milano, in realtà, pareva denotare una certa difficoltà dei giudici di merito a ricondurre la variegata e complessa attività gestoria posta in essere dagli amministratori a modelli di comportamento predeterminati (o predeterminabili) e all'individuazione di un criterio preciso di valutazione giudiziale.

Qualche mese più tardi però la Corte d'Appello di Milano affermò che il giudizio sul grado di diligenza utilizzato dagli amministratori avrebbe dovuto essere compiuto esclusivamente in via preventiva (e non successiva) valutando se l'amministratore avesse effettuato gli opportuni e preventivi controlli prima di assumere un atto di gestione¹²⁹, ossia senza una colpevole improvvisazione. In altre parole: una valutazione della fase istruttoria (cognitiva) e non di quella decisoria (volitiva).

Nel 1997 la Corte di Cassazione¹³⁰ intervenne nuovamente e, ponendosi sostanzialmente nella stessa linea tracciata dalla citata Corte d'Appello di Milano, individuò i parametri in base ai quali valutare la responsabilità degli amministratori nella "violazione di obblighi giuridici" e nella "omissione da parte dell'amministratore di quelle cautele, di quelle verifiche o di quelle informazioni preventive normalmente richieste per una scelta di quel genere" e così ponendo un argine alla citata corrente interpretativa che sembrava spingersi verso un sindacato del merito della gestione. La Cassazione, in altre parole, statuí che non era possibile valutare l'operato degli amministratori con un giudizio *ex post* né tantomeno al fine di verificare se con esso fosse

128 Trib. Milano, 26 giugno 1989, *cit.*

129 App. Milano, 16 giugno 1995, in *Società*, 1995, 1562 seguito da Trib. Reggio Emilia, 12 giugno 1996, in *Dir. Fall.*, II, 718 e da Trib. Biella, 11 marzo 1997, in *Dir. fall.*, 1997, II, 351.

130 Cfr. Cass., 28 aprile 1997, n. 3652, in *Giust. Civ.*, 1997, I, 2780; in *Società*, 1997, 1389; in *Giur. it.*, 1998, 287; in *Foro it.*, 1998, I, 3247, cui si conformarono, tra le tante, Trib. Napoli, 17 maggio 1999, in *Società*, 1999, 1373; Trib. Parma, 3 novembre 1999, in *Nuova giur.civ.comm.*, 2001, I, 220; Trib. Milano, 10 febbraio 2000, in *Giur. comm.* 2001, II, 326; Trib. Milano, 20 marzo 2003, in *Società*, 2003, 1268; Cass. 24 agosto 2004, n. 16707, in *Foro it.*, 2005, I, 1844; nonché Trib. Milano, 10 giugno 2004, in *Dir. prat. soc.*, 2005, 6, 80 secondo il quale "nell'adempimento delle obbligazioni verso la società l'amministratore deve osservare la diligenza del mandatario, che non può prescindere da un connotato di adeguata 'perizia' consistente nella prudenza ed avvedutezza in relazione a quelle attività, negoziali e materiali, tipicamente implicate dalla gestione societaria-commerciale. L'inadempimento dell'amministratore si riscontra sia per omissione parziale o totale della condotta doverosa, sia per il conseguimento di risultati insoddisfacenti, quando questi derivino direttamente dalla qualità della condotta dell'amministratore. L'amministratore tuttavia non risponde della bontà delle scelte gestionali e della modalità della loro conduzione, nel senso che non è sindacabile il merito gestorio se non nella misura in cui si riscontri l'omissione di quelle cautele, verifiche ed informazioni preventive normalmente richieste per una scelta di quel determinato tipo, operata in quelle circostanze e con quelle modalità, secondo un criterio di prevedibilità e prevenibilità delle conseguenze insoddisfacenti e pregiudizievoli correlato alla ordinaria diligenza professionale a cui ogni buon amministratore è obbligato".

stato realizzato o meno l'interesse sociale; viceversa occorre prendere in considerazione - con un giudizio da compiersi allora *ex ante* - la condotta tenuta dagli amministratori avendo riguardo alle sole circostanze oggettive e soggettive esistenti al momento del compimento dell'atto o dell'omissione che aveva determinato il danno alla società.

Secondo la tale sentenza la responsabilità *ex art.* 2392 c.c. doveva discendere "unicamente dalla violazione di obblighi giuridici, gravanti sui gestori del patrimonio sociale, cui non potrebbe invece mai essere imputato, a titolo di responsabilità, di aver compiuto scelte inopportune dal punto di vista economico: giacché una valutazione di tal fatta atterrebbe alla sfera dell'opportunità, e dunque della discrezionalità amministrativa, e potrebbe semmai rilevare solo come giusta causa di revoca dell'amministratore dalla carica, e non già come fonte di responsabilità contrattuale dello stesso verso la società. Donde consegue che la responsabilità dell'amministratore non può essere semplicemente desunta dai risultati della gestione e che, perciò, al giudice investito dell'azione di responsabilità non è consentito sindacare i criteri di opportunità e di convenienza seguiti dall'amministratore nell'espletamento dei suoi compiti [...]. La scelta tra il compiere o meno un certo atto di gestione, non è mai di per sé sola (salvo che non denoti addirittura la deliberata intenzione dell'amministratore di nuocere all'interesse della società) suscettibile di essere apprezzata in termini di responsabilità giuridica, per l'impossibilità stessa di operare una simile valutazione e perciò di sconfinare nel campo della discrezionalità imprenditoriale, mentre, viceversa, è solo l'eventuale omissione, da parte dell'amministratore, di quelle cautele, di quelle verifiche o di quelle informazioni preventive normalmente richieste per una scelta di quel genere che può configurare la violazione dell'obbligo di adempiere con diligenza il mandato di amministrazione e può quindi generare una responsabilità contrattuale dell'amministratore verso la società"¹³¹.

Con tale sentenza venne quindi riconosciuto, anche se non ancora in modo esplicito, il "percorso decisionale" che devono seguire gli amministratori nella gestione dell'impresa e che il giudice è legittimato a sindacare.

Percorso che, invece, venne definito con maggiore precisione soltanto qualche anno dopo, nel 2004, allorché la Suprema Corte dopo avere riaffermato il principio dell'insindacabilità dell'opportunità e convenienza delle scelte gestionali, afferma che la discrezionalità riconosciuta nella gestione agli amministratori "vuole dire libertà di identificare le scelte, senza esonerare l'amministratore dall'osservanza del dovere di diligenza. Pertanto, se anche il giudice non può sindacare la scelta in sé, deve però controllare il percorso attraverso il quale essa è stata preferita. Pertanto il discrimine va individuato nel fatto che mentre la scelta tra il compiere o meno un atto di gestione, ovvero di compierlo in un certo modo o in determinate circostanze

¹³¹ Cass., 28 aprile 1997, n. 3652, *ult.cit.* In tale pronuncia la Cassazione ha ritenuto che «l'ingaggio di calciatori non più giovani a costi altissimi, in contrasto con la dichiarata volontà di favorire la valorizzazione di giocatori emergenti e malgrado il grave indebitamento della società di calcio, non dà luogo a responsabilità dell'amministratore verso la società, se non si deduce che tale scelta si stata compiuta senza assumere adeguate informazioni sulle qualità sportive, sull'età e sullo stato fisico dei calciatori oppure sulle condizioni del mercato o su altre circostanze idonee nel caso concreto a palesare la violazione, da parte dell'amministratore, dell'obbligo di adempiere con diligenza il proprio ufficio». Cfr. nello stesso senso Trib. Napoli, 17 maggio 1999, in *Società*, 1999, 1374 e quali ulteriori precedenti Trib. Trieste, 14 novembre 1992, in *Società*, 1993, 222; Trib. Milano, 14 settembre 1992, in *Società*, 1993, 511.

non è suscettibile di essere apprezzata in termini di responsabilità giuridica, al contrario la responsabilità può essere generata dall'eventuale omissione, da parte dell'amministratore, di quelle cautele, di quelle verifiche o di quelle informazioni preventive normalmente richieste prima di procedere a quel tipo di scelta: in altre parole, il giudizio sulla diligenza non può investire le scelte di gestione, ma il modo in cui sono compiute"¹³².

Tale indirizzo verrà pressoché costantemente seguito dalla stessa Cassazione in numerose successive pronunce tra le quali si ricorda qui la citatissima sentenza del 24 agosto 2004, n. 16707 secondo la quale la responsabilità civile dell'amministratore "ben può discendere (...) dal rilievo che le modalità stesse del suo agire denotano la mancata adozione di quelle cautele o la non osservanza di quei canoni di comportamento che il dovere di diligente gestione ragionevolmente impone, secondo il metro della normale professionalità, a chi è preposto ad un tal genere d'impresa, ed il cui difetto diviene perciò apprezzabile in termini di inesatto adempimento delle obbligazioni su di lui gravanti"¹³³.

In definitiva, come ha avuto modo di evidenziare la dottrina, la giurisprudenza giunge a ritenere che ai fini dell'eventuale responsabilità di un amministratore non rileva tanto indagare ciò che questo ha fatto, quanto piuttosto il *modo* in cui lo ha fatto¹³⁴: "non, quindi, il grado di rischio, che assume prendendo una determinata iniziativa, ma l'eventuale mancata adozione delle verifiche preventive occorrenti per valutare quel rischio in modo professionalmente adeguato"¹³⁵.

La valutazione del comportamento degli amministratori quindi non attiene più in modo diretto ed immediato al risultato da conseguire, e cioè alla soddisfazione di un interesse piuttosto che un altro, ma al "metodo adottato per tale scelta, per la

132 Cass., 23 marzo 2004, n. 5718, in *Riv. not.*, 2004, 1571, con nota di CHIRILLI, e in *Società*, 2004, 1517, con nota di FUSI. Nello stesso senso cfr.: Trib. Milano, 2 maggio 2007, in *Corr. Merito*, 2007, 1116; Trib. Marsala, 23 maggio 2005, in *Società*, 2007, 83; Trib. Milano, 3 giugno 2008, in *Giust. mil.*, 2008, 7-8, 54, in tale ultima sentenza in particolare si afferma che "il giudizio sulla diligenza dell'amministratore nell'adempimento del proprio mandato non può mai investire le scelte di gestione ma solo l'omissione di quelle cautele, verifiche, informazioni preventive normalmente richieste per una scelta di quel tipo, operata in quelle circostanze e con quelle modalità. Ciò in quanto si ritiene che la legge non imponga agli amministratori di gestire la società senza commettere errori, anche nel caos in cui si tratti di errori gravi ed eventualmente evitabili da altri amministratori più competenti e capaci, ma preveda solo il rispetto dei numerosi obblighi di comportamento di amministrare con diligenza e di non agire in conflitto di interessi. È questo il contenuto delle cosiddette '*Business Judgment Rule*', secondo la quale la responsabilità degli amministratori è una responsabilità per violazione di obblighi connessi alla funzione e non per l'insuccesso economico della società ascrivibile ad errori di gestione"; Trib. Palermo, 20 febbraio 2009, in *Rep. Giur. it.*, 2009, 396; App. Milano, 29 giugno 2011, in *Società*, 2012, 1099.

133 Cass., 24 agosto 2004, 16707, in *Foro it.*, 2005, I 1844, con nota di NAZZICONE, in *Società*, 2005, 164, con nota di GIAMPOLI, in *Giur. comm.*, 2005, II, 246, con nota di SALINAS, *ivi*, 2005, II, 405, con nota di MONACI, in *BBTC*, 2005, II, 373, con nota di CARIELLO. Nello stesso senso: Cass. 12 agosto 2009, n. 18231, in *Società*, 2009, 1247 e Cass. 10 febbraio 2013, n. 3409, in *Società*, 2013, 461.

134 RORDORF, *La responsabilità civile degli amministratori di s.p.a. sotto la lente della giurisprudenza*, in *Società*, 2008, p. 1195. Per la responsabilità degli amministratori non esecutivi, si vedano da ultimo: Cass. 5 febbraio 2013, n. 2737 (in *Riv.dir.comm.*, 2014, II, p. 139), nonché Cass. 9 novembre 2015, n. 22848 e 25 novembre 2015, n. 24048 commentate da DESARIO, *La responsabilità degli amministratori di banche: esecutivi e non esecutivi*, in *Bancaria*, 2016, p. 56 e ss.

135 RORDORF, *op.loc.cit.*, p. 1196.

sceita cioè di quale equilibrio realizzare fra gli interessi rilevanti nel contesto imprenditoriale in cui deve essere compiuta¹³⁶.

Da ultimo merita segnalare qui come, parallelamente a questo orientamento, sia i giudici di merito che la Cassazione hanno anche sviluppato un altro importante corollario del principio sopra esposto; corollario caro alla giurisprudenza statunitense e di cui si è fatto cenno in precedenza. Si tratta della regola secondo la quale la insindacabilità delle scelte di gestione da parte del giudice trova un limite allorché gli amministratori abbiano agito in modo palesemente irragionevole¹³⁷. Per dirla come i giudici americani: quando hanno agito con "reckless indifference to or a deliberate disregard of the whole body of stockholders", o quando la loro attività è stata posta in essere "without the bound of reason"¹³⁸.

Tale regola è stata ben evidenziata dal Tribunale di Milano con la sentenza del 2 marzo 1995 nella quale venne precisato che il giudice "non può sindacare il merito degli atti compiuti dall'amministratore giudicando sulla base di criteri astratti e discrezionali di opportunità e convenienza, giacché il solo insuccesso dell'attività economica non dimostra una colpa degli amministratori. Vi può essere colpa degli amministratori non tanto perché il loro operato, in una valutazione *a posteriori*, non abbia prodotto risultati utili, quanto perché gli atti contestati, secondo le regole dell'ordinaria diligenza professionale a cui ogni amministratore è obbligato (ex art. 1176, secondo comma, cod. civ.), non avrebbero dovuto essere compiuti (neppure con un giudizio *ex ante*) a quelle condizioni, che gli amministratori hanno accettato per propria negligenza, pur potendo prevedere, sin dal momento in cui l'atto era stato compiuto, che sarebbero risultate dannose. [...] La diligenza a cui l'amministratore deve conformare il proprio operato è incompatibile con l'esercizio del mero arbitrio, e lo obbliga ad agire nel rispetto dei criteri e delle regole che governano in ogni campo economico la gestione dell'impresa; il grado dell'alea economica che per sua natura qualifica ogni iniziativa imprenditoriale deve essere compatibile con l'obbligo di destinare i mezzi conferiti dai soci o acquisiti presso terzi ad un esito positivo, il quale deve rappresentare il frutto prevedibile di una accorta organizzazione gestionale rivolta alla realizzazione dell'interesse sociale e al conseguimento di utili da ripartire fra i soci. Poiché gli amministratori gestiscono fondi patrimoniali non propri, essi devono attenersi a quelle norme di condotta che, secondo il giudizio di ogni avveduto operatore dello stesso ramo in cui agisce l'impresa, possono giudicarsi più appropriate e pertinenti rispetto allo scopo da conseguire e alla realizzazione dell'oggetto sociale. Pertanto, ogni trasgressione di tali regole di avvedutezza e prudenza configura una violazione dell'obbligo di diligenza che deve essere osservato dall'amministratore:

136 ANGELICI, *Interesse sociale e business judgment rule*, cit., 11.

137 Cfr. Trib. Milano, 26 giugno 1989, in *Società*, 1989, 1179 ed in *Giur.comm.*, 1990, II, 122; Trib. Milano, 2 marzo 1995, in *Società*, 1996, 57, con nota di MORELLI; Trib. Milano, 10 febbraio 2000, in *Giur.comm.*, 2001, II, 326, con nota di TINA; Cass. 23 marzo 2004, n. 5718, in *Giust.civ.mass.*, 2004, p. 3; Trib. Milano, 10 giugno 2004, in *Dir.prat.soc.*, 2005, 6, 80 e in *Giust. mil.*, 2004, p. 53; Cass. 10 febbraio 2013, n. 3409, in *Società*, 2013, 461; Trib. Bologna, 14 gennaio 2015, in *Foro pad.*, 2015, p. 463, con nota di SCOTTI CAMUZZI; Cass. 2 febbraio 2015, n. 1783, in *Società*, 2015, 1317 con nota di LOPEZ.

138 In questi termini si esprime il già citato JORDAN, *The business judgement rule today: an american perspective*, cit., p. 72, il quale, come detto, cita anche i casi *McPadden v. Sidhu*, 964 A.2d 1262, 1274 (Del. Ch. 2008); *McMillan v. Inter-cargo*, 768 A.2d 492, 505 n. 56 (del. Ch. 2000); *In re USDigital Inc.*, 443 B.R. 22, 43 (Bankr. D- De. 2011).

l'amministratore non può compiere operazioni irrazionali ed avventate, di pura sorte, o azzardate, prevedibilmente rischiose ed imprudenti, e non può superare i limiti fissati da quella *ragionevolezza* che deve connotare la discrezionalità dell'imprenditore, secondo cui ogni scelta anche nel campo dell'attività di impresa non può discostarsi dalle valutazioni tecnico-professionali che potrebbe esprimere ogni altro operatore che svolga una attività dello stesso tipo"¹³⁹.

In altre parole il Tribunale ha voluto affermare che esiste un limite oltre il quale il comportamento degli amministratori non può essere qualificato come diligente: si tratta del limite della "ragionevolezza" per cui ai fini della responsabilità dell'amministratore dovranno essere ritenuti privi della diligenza richiesta quei comportamenti assolutamente irragionevoli e, quindi, non giustificabili¹⁴⁰.

Ragionevolezza che, secondo la dottrina, costituisce la qualità dell'agire con equilibrio e che "evoca l'idea, da un lato, della 'giustificazione' (nel senso della 'giustificatazza') e, dall'altro, della 'non arbitrarietà'"¹⁴¹. Chiara è, secondo la stessa interpretazione, la differenza rispetto a "razionale" e "razionalità", poiché il termine ragionevole "include la considerazione dei limiti e delle circostanze in cui la ragione si trova ad agire"¹⁴².

Irragionevole è, pertanto, la decisione che non doveva essere assunta nel caso di specie, mentre irrazionale è la decisione che dovrebbe essere mai presa.

3 *Business judgement rule* e vigilanza sui mercati finanziari

3.1 Doveri e responsabilità degli amministratori nelle società che operano sui mercati finanziari (società quotate, intermediari, società di gestione dei mercati)

Se in linea generale i doveri e le responsabilità degli amministratori di una società che opera sui mercati finanziari sono i medesimi che fanno capo a qualsiasi amministratore di società per azioni (*i.e.* gli obblighi generali di amministrare con

139 Trib. Milano, 2 marzo 1995, in *Società*, 1996, 57, con nota di M. MORELLI, nello specifico il tribunale afferma che "gli obblighi di diligenza professionale vincolano l'amministratore a determinare il corrispettivo delle prestazioni dei beni e dei servizi resi dalla società amministrata a condizioni economiche, e potenzialmente idonee a generare un risultato positivo di fine esercizio, poiché lo scopo del contratto di società è quello di conseguire degli utili da dividere fra i soci come prodotto dell'attività imprenditoriale gestita in comune. Se, dunque, i corrispettivi dell'attività industriale, commerciale o finanziaria dell'impresa, sono determinati dall'amministratore in misura da escludere sin dall'origine la possibilità di realizzare un utile, o da far apparire altamente incerto ed aleatorio il conseguimento di un risultato positivo, senza un motivo ragionevole che giustifichi nell'interesse sociale l'assunzione dell'elevato rischio, l'amministratore deve risarcire la società del danno prodotto nella misura che, in mancanza di prova diretta e più specifica, corrisponde quantomeno alla perdita emergente"

140 In questi termini QUATRARO – PICONE, *La responsabilità di amministratori, sindaci, direttori generali e liquidatori di società*, Tomo I, Milano, 1998, p. 233.

141 NIGRO, "Principio" di ragionevolezza e regime degli obblighi e della responsabilità degli amministratori, in *Giur. comm.*, 2013, I, 462; BORGIOLO, cit., 251, "per cui verranno ad avere rilievo, come privi di diligenza, quei comportamenti che sono decisamente privi di ragionevolezza e quindi non giustificabili"; QUATRARO – PICONE, *La responsabilità di amministratori, sindaci, direttori generali e liquidatori di società*, Tomo I, Milano, 1998, p. 233.

142 NIGRO, *ivi*. Diversamente ritiene che i due concetti siano diversi TALLIA, *Il dovere di diligenza e la Business Judgment Rule*, in *NDS*, 2013, 38.

diligenza e perseguire l'interesse sociale senza conflitti di interesse, ecc.), le esigenze connesse alla trasparenza delle vicende delle società che fanno appello al pubblico risparmio, alla tutela degli *stakeholders* e degli investitori, all'ordinato svolgimento delle negoziazioni e al regolare andamento dei mercati finanziari, hanno imposto l'introduzione in via legislativa o di autoregolamentazione di **peculiari doveri/obblighi di trasparenza e di comportamento** a carico dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo.

In altre parole nelle società che operano sui mercati finanziari e sottoposte alla vigilanza di un'Autorità pubblica di controllo l'attività degli amministratori viene valutata sia con riferimento agli obblighi generali di comportamento previsti dal codice civile e di cui si è trattato in precedenza, sia con riferimento ad una ulteriore serie di obblighi comportamentali previsti non solo a tutela dell'interesse della società, dei soci e, più in generale, degli *stakeholders*, ma anche e soprattutto a tutela degli interessi pubblici menzionati nel capoverso precedente e che vengono coinvolti nell'attività imprenditoriale della società stessa¹⁴³.

Ad esempio, per quanto riguarda le società quotate, le disposizioni previste dalla Parte IV, Titolo III, del Tuf, che disciplinano – così integrando o parzialmente derogando alla disciplina societaria di diritto comune – diversi momenti dell'organizzazione e del funzionamento delle società, contribuiscono a delineare quello che può essere definito nell'insieme lo "statuto speciale" degli emittenti con azioni quotate¹⁴⁴; statuto che, per quanto riguarda gli obblighi degli amministratori, si sostanzia essenzialmente in obblighi di trasparenza verso il mercato. Tale "specialità" rappresenta proprio l'indicatore normativo di quelle aree che si rivelano funzionali alla tutela degli interessi pubblicistici menzionati nell'art. 91 del Tuf¹⁴⁵ e nelle quali, pertanto, risulta giustificato un intervento dell'Autorità pubblica e una maggiore limitazione della libertà di iniziativa dei privati¹⁴⁶.

143 Cfr., per tutti, MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa (non bancaria)*, in *Orizz. Dir. Comm.*, 2014.

144 Sull'individuazione di un "statuto delle società quotate", si veda GROSSO, *Sub Art. 119*, Commentario...

145 L'art. 91 prevede che la Consob eserciti i poteri previsti dalla Parte IV del Tuf "avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali". Gli **obiettivi** citati nella norma, tuttavia, individuano effettivamente degli "oggetti intermedi" della tutela pubblicistica, che consentono all'interprete di identificare l'interesse finale protetto dal legislatore solo se si pone attenzione anche al tipo di poteri che in concreto vengono poi attribuiti alla Consob nelle norme che seguono ad essa. Si ritiene, infatti, che la predisposizione di poteri specifici di vigilanza (di tipo regolamentare e informativo, ma anche ispettivo e sanzionatorio) sui mercati del controllo societario e dei capitali, sul corretto esercizio dei diritti di *voice* da parte degli azionisti, sull'efficiente funzionamento dei controlli interni, è finalizzata nell'insieme ad assicurare una corretta allocazione delle risorse (di qui il richiamo fatto dall'art. 91 del TUF "all'efficienza del mercato dei capitali") e, di conseguenza, lo sviluppo dell'intero sistema economico. Cfr. COTTERLI, *Sub art. 91*, Tale affermazione, già formulata da attenta dottrina alla luce dell'emanazione del D. lgs. n. 58 del 1998 (COSTI, *Tutela degli interessi e mercato finanziario*, in *Riv. Trim dir proc civ.*, 1999), risulta oggi ulteriormente avvalorata dal notevole ampliamento dei poteri regolatori e di vigilanza attribuiti alla Consob in materia di *governance* delle imprese quotate, operato dal legislatore in fasi diverse e in particolare con la legge n. 262 del 2005 sulla tutela del risparmio e di recente con il D. lgs. n. 27 del 2010 di recepimento delle disposizioni comunitarie della direttiva 2007/36/CE in materia di diritti degli azionisti (c.d. "Shareholders' Rights Directive").

146 Si comprenderà, allora, come l'attività di vigilanza della Consob sugli emittenti sia concentrata nella verifica del rispetto delle norme che regolano il corretto governo dell'impresa, ossia, in particolare, l'esercizio dei diritti dei soci, soprattutto in occasione dello svolgimento delle assemblee (si fa riferimento alle norme speciali in tema di convocazione, trasparenza e diritti dei soci di integrazione dell'ordine del giorno (art. 2367 c.c. e artt. 125-bis e ss. del Tuf),

Per quanto riguarda innanzitutto gli **obblighi di trasparenza** essi servono a compensare le c.d. asimmetrie informative esistenti tra operatori sui mercati finanziari e consentire agli investitori di assumere in modo consapevole le proprie decisioni di investimento¹⁴⁷. Ad esempio, la disponibilità di informazioni finanziarie complete e attendibili sulle diverse società quotate è fondamentale ai fini dell'efficienza e del buon funzionamento dei mercati, in quanto consente agli investitori una valutazione informata dei risultati economici e degli attivi di tali società e contribuisce a garantire la correttezza del processo di formazione dei prezzi. È per tale motivo che gli emittenti di valori mobiliari ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati sono ormai da tempo sottoposti ad un articolato regime in materia di diffusione di informazioni al pubblico. Si allude, ad esempio, agli obblighi di informazione periodica e continuativa cui sono tenuti gli emittenti quotati ai sensi della Direttiva 2004/109/CE, all'informazione finanziaria resa secondo le prescrizioni del Regolamento comunitario n. 1606/2002 ("Regolamento IAS")¹⁴⁸.

Diversi di questi obblighi sono stati individuati con molta precisione dal legislatore e non lasciano praticamente spazio alla discrezionalità di chi li deve necessariamente adempiere (si allude ad esempio agli obblighi di comunicazione dell'acquisto di una partecipazione rilevante, dell'emissione di un prestito obbligazionario, dell'ammissione agli scambi di una certa società su una determinata *trading venues*, dell'adesione o meno ad un codice di comportamento in materia di governo societario, dell'attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, ecc.) e rispetto ai quali sarebbe pertanto improprio cercare di applicare la *business judgement rule*.

Altri obblighi invece (tralasciando qui l'analisi del delicato campo del trattamento delle informazioni privilegiate) lasciano una certa discrezionalità al soggetto obbligato (che quasi sempre è proprio l'organo di amministrazione di una società) perché riguardano, ad esempio, **valutazioni di beni o di poste di bilancio** (azioni, obbligazioni, aziende o rami di azienda, ecc.) o perché concernono **dati previsionali su attività o risultati futuri** (piani industriali, previsioni su crescita del fatturato e/o degli utili, ecc.). Esempio tipico è rappresentato dalla valutazione che gli amministratori compiono in merito alla recuperabilità del valore delle attività non finanziarie iscritte in bilancio (il cosiddetto *impairment test*), e in particolare degli avviamenti e delle attività immateriali a vita utile indefinita.

nonché alle disposizioni sulla raccolta e la sollecitazione delle deleghe di voto (artt. 135 ss. del Tuf), la nomina e il funzionamento degli organi sociali (artt. 147-ter, 148 e 149 del Tuf) e, soprattutto, il compimento di operazioni con parti correlate (art. 2391-bis c.c. e Regolamento Consob n. 17221/2010).

147 Per le società quotate ci si riferisce agli obblighi volti, ad esempio, a garantire la trasparenza sia nei confronti dell'Autorità [scaturenti anche dai poteri riconosciuti alla Consob di di richiesta e acquisizione delle informazioni ritenute utili per l'adempimento delle proprie funzioni (art. 115) o dei doveri di collaborazione con l'Autorità (art. 149, comma 3)] sia nei confronti degli investitori e del mercato nel suo complesso. Ci si riferisce, è chiaro, da un lato, all'obbligo generale posto in capo agli emittenti quotati di pubblicare tempestivamente le informazioni *price sensitive* (art. 114, comma 1) e, dall'altro, al potere della stessa Consob di richiedere "*anche in via generale*" la diffusione al mercato di "*notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico*" da parte, in particolare, dell'emittente, dei soggetti che li controllano e dei componenti degli organi di amministrazione e controllo (art. 114, comma 5).

148 Per una analisi della responsabilità degli amministratori nei confronti degli investitori per una informazione non corretta si veda, per tutti: PERRONE, *Informazione al mercato e tutela dell'investimento*, Milano, 2003.

In questo caso, come in tutti quelli in cui la valutazione di beni o la formulazione di previsioni future richiede l'utilizzo di un potere discrezionale agli amministratori, deve ritenersi pienamente operante, entro i limiti consentiti dalla legge e su piani giuridici diversi (e di cui si parlerà più approfonditamente in seguito), il sindacato esterno dell'autorità giudiziaria circa la correttezza dei dati e delle notizie fornite al mercato, nonché, con limiti ancora maggiori e finalità specifiche, dell'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari incaricata di perseguire il fine della trasparenza necessaria al buon funzionamento del mercato¹⁴⁹.

Per quanto riguarda invece i c.d. **obblighi di comportamento** cui sono tenuti una parte dei soggetti vigilati (ossia gli intermediari e le società di gestione dei mercati), essi in linea generale si sostanziano in regole di condotta nei rapporti con le controparti contrattuali (siano essi clienti, risparmiatori, soci o il pubblico in generale) e in regole di tipo organizzativo e procedurale interne alla persona giuridica (banche, sim, sgr, società di gestione del mercato, ecc., sottoposte anche su questi aspetti alla vigilanza dell'Autorità di mercato; nel caso delle società quotate le regole interne di tipo organizzativo, necessarie anche per il rispetto degli obblighi informativi verso il mercato, non sono di solito direttamente sottoposte a vigilanza dell'Autorità).

A ben vedere le regole organizzative e procedurali interne sono spesso il precipitato di quella che è una caratteristica peculiare di molte delle società sottoposte a vigilanza della Consob, ossia il fatto di essere società spesso di grandi dimensioni (la società quotata che si apre al mercato è tendenzialmente una società di medio-grandi dimensioni) e che svolgono un'attività complessa (spesso riservata, come nel caso di banche, sim, sgr e società di gestione del mercato).

Tali caratteristiche, infatti, hanno imposto alle stesse la creazione al proprio interno di una sorta di doppio grado di amministrazione: a) un'alta amministrazione (di definizione degli indirizzi e degli obiettivi aziendali strategici, di controllo e gestione del rischio di impresa, di individuazione e delimitazione dei rischi aziendali, di determinazione dei piani operativi, di scelta dei *managers*, ecc.), attribuita all'organo amministrativo nel suo *plenum*, e b) una gestione ordinaria del *day-by-day*, ossia una conduzione dell'operatività aziendale volta a realizzare gli indirizzi strategici dell'alta amministrazione, assegnata a *managers* interni (amministratore delegato o *chief executive officer*) o esterni al *board* (dirigenti appartenenti alla struttura aziendale, quali i direttori generali). In linea di massima, l'adozione e l'esecuzione delle decisioni gestionali sono sostanzialmente di competenza del *management* operativo e la vigilanza sulle stesse decisioni (nonché la scelta degli stessi *managers*) è di competenza dell'organo amministrativo nel suo insieme¹⁵⁰.

Ciò significa che rispetto a queste imprese si deve fare riferimento (come vedremo anche nell'attività di vigilanza) a due diverse categorie di decisioni sociali:

149 Sul punto si vedano: PROVIDENTI, *Il controllo giudiziario ed i controlli esterni*, in *La governance nelle società di capitali*, (diretto da M. Vietti), Milano, 2013, p. 619 e ss. e VICARI, *I doveri degli organi sociali e revisori in situazioni di crisi dell'impresa*, in *Giur. Comm.*, 2013, I, p. 133.

150 ALVARO, D'ERAMO, GASPARRI, *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate*, Quaderno Giuridico Consob n. 7, maggio 2015, p. 31.

(i) quelle che devono essere prese dagli amministratori collegialmente e (ii) quelle che possono essere legittimamente adottate e messe in atto dai *managers* in base a un sistema di deleghe che rappresenta un elemento centrale dell'assetto organizzativo e delle procedure interne¹⁵¹.

Infatti, spetta al consiglio di amministrazione il compito di svolgere un'adeguata attività di indirizzo strategico delle attività e dei connessi rischi che si realizza proprio tramite la cura di adeguati assetti organizzativi, l'adozione di adeguate procedure e processi decisionali interni quale parte integrante e qualificante l'attività di alta amministrazione e che spesso sono contenuti in documenti *ad hoc* che disciplinano i processi organizzativi e le procedure interne¹⁵².

Ciò significa però anche che in linea di massima la valutazione del comportamento degli amministratori attraverso la lente della *business judgement rule* nelle società che operano sui mercati finanziari deve assumere una duplice valenza, ossia di valutazione a) delle scelte strategiche compiute dall'organo amministrativo nel suo *plenum* e b) delle scelte esecutive compiute dagli amministratori, dai dirigenti, dalla rete distributiva, ecc. delegati in base alle rispettive attribuzioni¹⁵³.

Partizione di competenze, questa, che all'interno della disciplina degli intermediari ha già assunto un rilievo normativo. Gli art. 8 e 9 del citato Regolamento congiunto Banca d'Italia e Consob del 2007 distinguono infatti chiaramente tra loro gli organi (e le funzioni) di supervisione strategica e di gestione¹⁵⁴.

151 In questi termini, HANSMANN, KRAAKMAN, *Che cos'è il diritto societario*, in Krakmann, Davies, Hansmann, Hertig, Kopt, Kanda, Rock, *Diritto societario comparato*, a cura di Enriques, Bologna, 2007, 20.

152 In tal modo, le due tradizionali funzioni di amministrazione e controllo, che un tempo caratterizzavano la struttura di tutte le società, si sono gradualmente e parzialmente unite tra loro, in quanto la funzione di supervisione strategica è divenuta sia momento di (alta) amministrazione sia momento di controllo *ex ante* sulla gestione. Al contrario, la funzione di gestione operativa è sempre più divenuta appannaggio dei *managers* interni ed esterni al *board*. Per comprendere meglio in cosa consistono oggi le decisioni strategiche che devono essere adottate collegialmente dagli amministratori in un moderno *board* di una grande impresa multinazionale quotata basta, infatti, leggerne un qualunque statuto societario, dal quale si può evincere che i principali compiti del *board* sono essenzialmente quelli di: i) revisionare e approvare i più importanti atti societari; ii) revisionare e monitorare l'implementazione dei piani strategici del *management*; iii) revisionare e monitorare i piani operativi ed i *budget* annuali della società; iv) monitorare la *performance* aziendale e valutare i risultati in comparazione con i piani strategici e con gli obiettivi di lungo periodo; v) revisionare e approvare i resoconti e la reportistica finanziaria della società; vi) sovraintendere la gestione del rischio di impresa; vii) selezionare, monitorare e valutare e dare un compenso adeguato ai *senior managers*; viii) garantire che il piano di successione del *management* sia adeguato; ix) valutare la *performance* del *board*, dei singoli componenti e dei diversi comitati interni; x) monitorare le relazioni con gli azionisti, dipendenti e la comunità all'interno della quale la società opera.

153 Interessante a tale riguardo è la sentenza della Corte d'Appello di Venezia 4.7/25.7.2013 [in causa TRINCA e altri, esponenti aziendali di Veneto Banca]. In essa è stata affermata la responsabilità dei componenti degli organi apicali della Banca (consiglio di amministrazione e collegio sindacale) in ragione del fatto che gli stessi, pur essendo stati debitamente informati dalla direzione di *internal audit* del fatto che la rete commerciale della banca operasse nel *day-by-day* mediante una politica commerciale fortemente spinta all'offerta di strumenti finanziari propri (fatti di cui il consiglio di amministrazione aveva già avuto contezza tramite i diversi piani strategici e *budget* ricevuti), non hanno inteso attivare "ognuno per quanto di sua competenza, le opportune reazioni, con richiamo agli obblighi di buona amministrazione e di rispetto della normativa che regola l'agire degli intermediari" in questo modo avallando detta politica commerciale.

154 Ai sensi dell'art. 8, l'organo con funzione di supervisione strategica:

"a) individua gli obiettivi, le strategie, il profilo e i livelli di rischio dell'intermediario definendo le politiche aziendali e quelle del sistema di gestione del rischio dell'impresa; ne verifica periodicamente la corretta attuazione e coerenza con l'evoluzione dell'attività aziendale;

3.2 Il sindacato della Consob sull'attività degli amministratori delle società vigilate

La vigilanza che la Consob esercita nei confronti dei soggetti vigilati ai sensi del Testo Unico della Finanza ha finalità e natura diverse rispetto a quelle che compie l'autorità giudiziaria ai sensi del codice civile¹⁵⁵.

La Consob non si occupa dell'accertamento della responsabilità civile degli amministratori delle società vigilate nei confronti dei soci o della società stessa (compito questo che è rimesso alla valutazione del giudice ordinario), ma di controlli di natura amministrativa e prevalentemente di trasparenza¹⁵⁶.

Per questa ragione soltanto in via del tutto eccezionale alla Consob sono stati attribuiti dal TUF poteri che incidono direttamente sull'attività gestoria degli amministratori degli intermediari, ossia allorché la Consob stessa riscontri gravi irregolarità nella gestione di una Sim, Sicav o Sgr o di una società di gestione accentrata di strumenti finanziari¹⁵⁷.

- b) approva i processi relativi alla prestazione dei servizi e ne verifica periodicamente l'adeguatezza;
- c) verifica che l'assetto delle funzioni aziendali di controllo sia definito in coerenza con il principio di proporzionalità e con gli indirizzi strategici e che le funzioni medesime siano fornite di risorse qualitativamente e quantitativamente adeguate;
- d) approva e verifica periodicamente, con cadenza almeno annuale, la struttura organizzativa e l'attribuzione di compiti e responsabilità;
- e) verifica che il sistema di flussi informativi sia adeguato, completo e tempestivo;
- f) assicura che la struttura retributiva e di incentivazione sia tale da non accrescere i rischi aziendali e sia coerente con le strategie di lungo periodo".

Viceversa, ai sensi dell'art. 9, l'organo con funzione di gestione:

- "a) attua le politiche aziendali e quelle del sistema di gestione del rischio dell'impresa, definite dall'organo con funzione di supervisione strategica;
- b) verifica nel continuo l'adeguatezza del sistema di gestione del rischio dell'impresa;
- c) definisce i flussi informativi volti ad assicurare agli organi aziendali la conoscenza dei fatti di gestione rilevanti;
- d) definisce in modo chiaro i compiti e le responsabilità delle strutture e delle funzioni aziendali;
- e) assicura che le politiche aziendali e le procedure siano tempestivamente comunicate a tutto il personale interessato".

155 I poteri di vigilanza che la Consob può esercitare nei confronti delle società vigilate sono di natura amministrativa e, sotto il profilo funzionale, sono indicati :

- a) per gli emittenti dall'art. 91 del Tuf, secondo il quale che la Consob esercita i poteri previsti dalla Parte IV del Tuf "avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali";
- b) per gli intermediari dall'art. 5 del Tuf che attribuisce alla Consob la competenza per quanto riguarda la vigilanza sulla trasparenza e la correttezza dei relativi comportamenti al fine di salvaguardare la fiducia nel sistema finanziario, la tutela degli investitori, la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario, la competitività del sistema finanziario e l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria;
- c) per i mercati regolamentati dall'art. 60 che, richiamando l'art. 6, comma 1 del Tuf, attribuisce alla Consob poteri di vigilanza e regolamentari sui prestatori di servizi di negoziazione secondo il principio internazionale della c.d. *better regulation*, ossia (ai sensi dell'art. 6, comma 1 del TUF richiamato dall'art. 60-ter del TUF) osservando i principi di "a) valorizzazione dell'autonomia decisionale dei soggetti abilitati, b) proporzionalità, intesa come criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, con il minore sacrificio degli interessi dei destinatari; c) riconoscimento del carattere internazionale del mercato finanziario e salvaguardia della posizione competitiva dell'industria italiana; d) agevolazione dell'innovazione e della concorrenza".

156 PROVIDENTI, *op.cit.*, p.632.

157 Tali poteri sono esercitati al fine di: a) sospendere l'organo amministrativo di una Sim, Sicav o Sgr laddove ricorrano situazioni di pericolo per i clienti o per il mercato (art. 53 del TUF); b) proporre al Ministero dell'Economia e delle finanze lo scioglimento dell'organo di amministrazione (e di controllo) della società di gestione del mercato quando

Il Testo Unico della Finanza, quindi, non prevede in linea generale una responsabilità *amministrativa* degli amministratori per l'inosservanza degli obblighi cui sono tenuti nello svolgimento dell'attività *gestoria* in senso stretto, quanto piuttosto una responsabilità per l'accertata violazione di specifiche disposizioni di legge e/o di regolamento volte a disciplinare i settori specifici di attività in cui le società operano per le finalità pubblicistiche di cui si è fatto cenno e che, come detto, si concretizzano essenzialmente in obblighi di trasparenza o (per gli intermediari) in obblighi di comportamento nei confronti di clienti.

Inoltre, tra le molte altre cose, a differenza di quanto accade all'interno di un giudizio di responsabilità civile nei confronti degli amministratori (e dei sindaci) in sede giurisdizionale, l'accertamento di una responsabilità amministrativa per la violazione di obblighi incombenti sugli amministratori nei settori di regolamentazione rimessi alla vigilanza della Consob esula dalla dimostrazione di un *danno* a carico della società, dei soci o di terzi, e del relativo nesso eziologico¹⁵⁸.

3.2.1 Il controllo di trasparenza

Come è stato correttamente osservato la trasparenza è il principale meccanismo di controllo esterno da parte dell'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari – previsto non soltanto nel nostro ordinamento ma in tutti gli ordinamenti giuridici dei paesi ad economia avanzata – sulle società private che si finanziano attraverso l'offerta di titoli sui mercati¹⁵⁹.

In questo senso eventuali interventi della Consob sulle decisioni dell'organo amministrativo degli emittenti riguardanti atti di amministrazione in senso stretto ovvero atti concernenti l'organizzazione interna della società, sono volti ad assicurare esclusivamente un adeguato livello di trasparenza al mercato e si concretizzano, tra l'altro, nella formulazione di richieste di pubblicazione di informazioni ex art. 114, comma 5, del Tuf; nel caso delle informazioni contabili contenute in relazioni finanziarie possono dar luogo anche alla richiesta di pubblicazione di informazioni supplementari ai documenti che compongono le relazioni finanziarie necessarie a ripristinare una corretta informazione ex art. 154-ter, comma 7, del TUF, in presenza di un accertamento di violazione delle regole che disciplinano la redazione di tali documenti (essenzialmente i principi contabili internazionali)

lo richieda la tutela degli investitori (art. 75 del TUF); c) proporre al Ministero dell'Economia e delle finanze lo scioglimento dell'organo di amministrazione delle società di gestione accentrata di strumenti finanziari (art. 83 del TUF). Il TUF prevede altresì sanzioni amministrative (accessorie) per gli amministratori consistenti nella temporanea perdita della capacità ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo in relazione alle violazioni della disciplina sugli abusi di mercato (art. 187-*quater* TUF) e di sollecitazione abusiva del risparmio (art. 191 TUF).

158 L'offensività dell'illecito amministrativo, pertanto, attiene propriamente alla lesione – effettiva o potenziale – degli interessi (pubblicistici) tutelati dalla norma violata.

159 In questi termini PROVIDENTI, op.cit., p. 635 che, a sua volta, cita HERTIG, KRAAKMANN, ROCK, *Issuers and Investor Protection*, in *Anatomy of Corporate Law. A comparative and functional approach* (a cura di Kraakman, Armour, Davies, Enriques, Hansmann, Hertig, Hopt, Kanda e Rock, New York, 2009, p. 277.

L'esercizio dei poteri di controllo sull'informativa contabile da parte della Consob rappresenta un esempio che permette di evidenziare meglio quanto appena illustrato in materia di limite alla sindacabilità dell'operato degli amministratori.

Con riguardo all'attività di vigilanza svolta dalla Consob sulla correttezza dell'informazione contabile, l'adozione nel nostro ordinamento dei principi contabili IAS/IFRS a partire dal 2005 ha posto nuove sfide, richiedendo uno sforzo maggiore anche in termini di *enforcement*¹⁶⁰. Si tratta, infatti, di *standard* fondati su principi (*principle based*) e non su regole, che definiscono il *what-to-do* senza entrare nel merito dell'*how-to-do*, e come tali in alcuni casi consentono al redattore del bilancio un margine di discrezionalità in sede applicativa, volto a fornire una rappresentazione fedele della situazione patrimoniale-finanziaria ed economica dell'emittente nonché a riflettere la sostanza economica delle operazioni¹⁶¹.

Inoltre, per la valutazione di talune poste di bilancio gli IAS/IFRS, superando molti degli schemi classici della rendicontazione contabile, fanno riferimento a concetti e tecniche tipici della valutazione d'azienda.

Viene cioè largamente richiesto da tali norme contabili che le valutazioni di bilancio si fondino su *stime dei risultati futuri* dell'azienda nonché sul *valore di scambio* attribuibile a singoli beni o all'intero complesso aziendale (il c.d. *fair value*)¹⁶².

L'adozione di un *set* di principi contabili aventi le caratteristiche degli IAS/IFRS rende l'attività di *enforcement* sui bilanci particolarmente complessa, soprattutto laddove le verifiche attengano a voci di bilancio e/o a operazioni le cui modalità di rilevazione contabile sono "*judgmental*", cioè richiedono l'uso del *judgment* da parte del *management*.

È quindi corretto affermare che la tematica della *business judgement rule* concerne anche il campo delle valutazioni delle poste di bilancio e nel caso specifico dei bilanci redatti secondo gli IAS/IFRS. Ciò, in particolare, in tutti i casi in cui tali principi contabili lasciano discrezionalità alla direzione aziendale nella scelta del trattamento contabile che rifletta più compiutamente la sostanza economica delle operazioni, ovvero quando la determinazione di talune poste dipende da valutazioni previsionali degli amministratori, soprattutto qualora tale determinazione sia attuata

160 Cfr. GUATRI, BINI, *L'impairment test nell'attuale crisi finanziaria e dei mercati reali*, Milano, 2009.

161 Al riguardo il principio contabile internazionale IAS 8 "Accounting Policies, Changes in Accounting Estimates and Errors", stabilisce che "In the absence of an IFRS that specifically applies to a transaction, other event or condition, management shall use its judgement in developing and applying an accounting policy that results in information that is:

- (a) relevant to the economic decision-making needs of users; and
- (b) reliable, in that the financial statements:
 - (i) represent faithfully the financial position, financial performance and cash flows of the entity;
 - (ii) reflect the economic substance of transactions, other events and conditions, and not merely the legal form;
 - (iii) are neutral, ie free from bias;
 - (iv) are prudent; and (v) are complete in all material respects" (IAS 8.10).

162 Il principio IFRS 13 (Fair Value Measurement) definisce il "fair value" come "the price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date".

con modelli basati prevalentemente su assunzioni interne, discrezionali e quindi coperte dal velo d'insindacabilità della *business judgement rule*.

Un esempio tipico è rappresentato dalle verifiche sulla recuperabilità del valore delle attività non finanziarie iscritte in bilancio (il cosiddetto *impairment test*), e in particolare degli avviamenti e delle attività immateriali a vita utile indefinita¹⁶³. In tali verifiche il principio IAS 36 "*Impairment of Assets*" prevede che nella stima del valore recuperabile le proiezioni dei flussi finanziari - tratte dai più recenti piani industriali approvati dalla direzione aziendale - debbano, tra l'altro, fondarsi su "presupposti ragionevoli e dimostrabili" e con il più largo uso possibile di dati di mercato "esterni"¹⁶⁴.

In materia di *impairment test*, l'attività di vigilanza della Consob si sostanzia in indagini e approfondimenti che investono diversi profili attinenti alla ragionevolezza e alla sostenibilità degli *input*/assunzioni utilizzate nella valutazione, ai criteri di definizione delle unità generatrici di flussi finanziari (*cash-generating units* o "CGU"), alla coerenza fra flussi finanziari e tassi di attualizzazione, alla ragionevolezza dei risultati della stima del valore recuperabile¹⁶⁵.

Non si può parlare, quindi, di ingerenza della Consob nei confronti di scelte gestorie, protette dalla *business judgement rule*, bensì di controlli volti ad acquisire ed esaminare gli elementi a supporto della ragionevolezza delle assunzioni stimate dal *management*.

Infatti, ciò che occorre tenere presente è che nell'attività di *enforcement* sui bilanci la Consob esercita un controllo che attiene alla verifica di conformità dei

163 Con riferimento all'*impairment test* la finalità della vigilanza è quella di assicurare che le informazioni riportate in bilancio siano conformi ai principi contabili applicabili e nel caso specifico allo IAS 36 "*Riduzione di valore delle attività*", che disciplina i criteri da seguire per accertare che le attività di bilancio siano iscritte ad un valore non superiore a quello recuperabile, calcolato come il maggiore tra il *fair value* al netto dei costi di vendita e il *value in use*.

164 In particolare il paragrafo 33 dello IAS 36 stabilisce i seguenti di criteri di stima dei flussi finanziari futuri:

"*In measuring value in use an entity shall:*

- (a) *base cash flow projections on reasonable and supportable assumptions that represent management's best estimate of the range of economic conditions that will exist over the remaining useful life of the asset. Greater weight shall be given to external evidence.*
- (b) *base cash flow projections on the most recent financial budgets/forecasts approved by management, but shall exclude any estimated future cash inflows or outflows expected to arise from future restructurings or from improving or enhancing the asset's performance. Projections based on these budgets/forecasts shall cover a maximum period of five years, unless a longer period can be justified.*
- (c) *estimate cash flow projections beyond the period covered by the most recent budgets/forecasts by extrapolating the projections based on the budgets/forecasts using a steady or declining growth rate for subsequent years, unless an increasing rate can be justified. This growth rate shall not exceed the long-term average growth rate for the products, industries, or country or countries in which the entity operates, or for the market in which the asset is used, unless a higher rate can be justified".*

165 Si veda, ad esempio, la Comunicazione Consob n. 0003907 del 19-01-2015, in merito ai temi di maggior rilevanza delle relazioni finanziarie al 31.12.2014. Nel citato documento, in merito alla stima dei flussi finanziari utilizzati ai fini dell'*impairment test*, è stata rimarcata l'esigenza che "*la direzione aziendale:*

- (i) *dia maggiore rilevanza alle fonti esterne di informazione (IAS 36.33);*
- (ii) *svolga l'analisi di ragionevolezza delle ipotesi esaminando le cause delle differenze tra le proiezioni dei flussi finanziari passati e i flussi finanziari consuntivati (IAS 36.34);*
- (iii) *conduca l'analisi di sostenibilità dei dati previsionali alla luce delle migliori evidenze esterne in merito alle prospettive del settore e delle performance storicamente realizzate".*

documenti contabili ai principi contabili internazionali, e non implica alcun giudizio di convenienza economica delle scelte gestionali, rimesse alla discrezionalità degli amministratori.

L'analisi svolta con riguardo alle stime adottate dagli amministratori nella redazione del *business plan* consiste in una verifica di coerenza e di conformità di quelle previsioni rispetto ai requisiti sanciti in materia dagli IAS/IFRS ed è suffragata dagli elementi ed atti acquisiti nel corso dell'attività istruttoria. Essa concerne le regole di valutazione adottate dagli amministratori nella rappresentazione in bilancio degli attivi e passivi aziendali, senza entrare "nel merito" delle scelte di gestione, che vengono considerate come già date.

Sul punto i principi contabili IAS/IFRS richiamano l'attenzione del *management* all'uso del "judgement" nei bilanci¹⁶⁶, e richiedono che sia fornita adeguata *disclosure* nelle relazioni finanziarie sui "judgements" e sulle stime utilizzate¹⁶⁷, circostanza richiamata anche dalla Consob nei suoi orientamenti adottati in materia¹⁶⁸, dove si segnala, infatti, la necessità di fornire una chiara e completa informativa sul processo di valutazione degli attivi da sottoporre ad *impairment test*, da effettuarsi ai sensi dello IAS 36, e in generale ad una puntuale ed esaustiva applicazione delle norme e dei principi contabili di riferimento considerati nella loro interezza.

In estrema sintesi, ai fini della vigilanza sull'informazione finanziaria, oggetto di valutazione nel corso dell'attività istruttoria non sono le scelte gestionali operate dagli amministratori, bensì il rispetto dei principi contabili internazionali e, nel caso specifico dell'*impairment test*, gli elementi a supporto della ragionevolezza delle assunzioni sottostanti al *business plan*, ragionevolezza intesa come coerenza delle previsioni rispetto al contesto di mercato di riferimento e all'esperienza storica della specifica impresa.

Per quanto riguarda in particolare gli atti di organizzazione interna¹⁶⁹ oggetto di vigilanza finalizzata alla trasparenza sono per lo più le iniziative o le decisio-

166 Al riguardo, lo IAS 8 riporta quanto segue: "In making the judgement described in paragraph 10, management shall refer to, and consider the applicability of, the following sources in descending order: (a) the requirements in IFRSs dealing with similar and related issues; and (b) the definitions, recognition criteria and measurement concepts for assets, liabilities, income and expenses in the Framework" (IAS 8.11). Inoltre "In making the judgement described in paragraph 10, management may also consider the most recent pronouncements of other standard-setting bodies that use a similar conceptual framework to develop accounting standards, other accounting literature and accepted industry practices, to the extent that these do not conflict with the sources in paragraph 11" (IAS 8.12).

167 Nell'ambito dello IAS 1 "Presentation of Financial Statements" i paragrafi 122-125 richiedono un'ampia informativa sia sul *judgement* che sulle *assumptions* utilizzate dal *management*.

168 Nel 2007 la Consob, anche in attuazione delle disposizioni di cui all'art. 21 del D.Lgs. 262/2005, ha costituito con la Banca d'Italia e l'Ivass un tavolo di coordinamento in materia di applicazione dei principi contabili IAS/IFRS (c.d. Tavolo IAS/IFRS). Ad esito dei lavori di tale Tavolo IAS/IFRS sono stati pubblicati diversi documenti concernenti taluni specifici argomenti. Si richiamano, al riguardo, il documento n. 2 del 6 febbraio 2009 in materia di informazioni da fornire nelle relazioni finanziarie sulla continuità aziendale, sui rischi finanziari, sulle verifiche per riduzione di valore delle attività e sulle incertezze nell'utilizzo di stime e il documento n. 4 del 3 marzo 2010 in materia di verifiche per riduzione di valore delle attività (*impairment test*), sulle clausole contrattuali dei debiti finanziari, sulle ristrutturazioni dei debiti e sulla "Gerarchia del fair value".

169 Gli atti concernenti l'organizzazione interna, infatti, possono venire considerati in qualche modo delle "precondizioni" organizzative per l'esercizio dell'attività di impresa. Anche le scelte operate su tali materie possono avere un impatto sull'efficienza della gestione nella misura in cui anche l'organizzazione - non dei fattori produttivi, ma - delle funzioni e dei processi decisionali, tramite i quali l'"attività" sociale demandata agli amministratori si traduce nei

ni dell'organo amministrativo che riguardano l'attuazione o la modifica delle regole statutarie che disciplinano l'organizzazione e il funzionamento della società, ossia le regole principali che definiscono, nei limiti consentiti dalla legge, la struttura di *corporate governance* prescelta dai soci per la società¹⁷⁰. Si tratta di materie nelle quali la competenza dell'organo amministrativo non è esclusiva e si esaurisce, al massimo, nella predisposizione delle proposte deliberative che possono essere sottoposte al vaglio dell'assemblea dei soci¹⁷¹.

In simili casi le decisioni di cui la Consob richiede che venga fornita idonea informativa al mercato sono quelle che consentono comunque agli amministratori l'utilizzo di una certa discrezionalità gestionale. In relazione a tali scelte peraltro solo una condotta negligente secondo i canoni individuati dal codice civile per la responsabilità civile degli stessi può essere considerata, in senso lato, *contra legem*. L'eventuale intervento sanzionatorio dell'Autorità riguarderà invece essenzialmente violazioni degli obblighi di trasparenza derivanti dalla disciplina sull'informazione societaria¹⁷².

Tale attività d'indagine dell'Autorità può conseguire, come è stato detto, "*un'enfatizzazione del rilievo della dimensione procedimentale*" dell'azione degli organi sociali, soprattutto sotto il profilo del rilievo della motivazione delle deliberazioni dell'organo amministrativo¹⁷³.

singoli atti che realizzano l'oggetto sociale e che vengono pertanto imputati alla persona giuridica, può influenzare il contenuto o la qualità di tali atti gestori.

170 Si pensi, ad esempio, alle decisioni dell'organo amministrativo di proporre all'approvazione dell'assemblea dei soci modifiche statutarie riguardanti la composizione dello stesso organo amministrativo, le sue modalità di nomina, la composizione e le competenze dei comitati endoconsiliari (qualora disciplinata in statuto); o ancora, l'istituzione e le competenze dell'amministratore delegato o di altri organi delegati; le stesse competenze decisionali dell'assemblea dei soci, tramite la previsione di competenze esclusive o consultive, nei limiti consentiti dalle norme di legge; la previsione di ulteriori o diversi diritti dei soci rispetto al modello di *default* delineato dalle norme di rango primario, di diritto comune o speciali.

171 Proprio alla luce di tali caratteristiche, in particolare nei casi in cui la proposta di delibera si riveli idonea a favorire assetti proprietari meno contendibili o un affievolimento delle prerogative dei soci di minoranza o di altri *stakeholder*, appare necessario un intervento dell'Autorità volto a tutelare l'adeguatezza dell'informazione che gli amministratori devono mettere a disposizione dei soci al fine di consentire loro l'assunzione di una scelta di voto consapevole. Le richieste effettuate a tal fine ai sensi dell'art. 114, comma 5, del Tuf sono, pertanto, finalizzate ad integrare l'informativa a disposizione dei soci proprio in merito al processo decisionale seguito dall'organo amministrativo per la predisposizione della proposta organizzativa sottoposta all'assemblea, al quadro informativo a disposizione degli amministratori, alle motivazioni prese in considerazione, alle valutazioni svolte sotto i vari profili oggetto di dovuta considerazione (percorribilità giuridica, conseguenze attese, coerenza con le caratteristiche specifiche della specifica società, ecc.).

172 Nel caso delle decisioni dell'organo amministrativo propedeutiche all'assunzione da parte dell'assemblea dei soci di talune delibere (che i soci possono assumere in materia di oggetto sociale, capitale sociale, emissioni obbligazionarie o di altri strumenti finanziari, distribuzione degli utili, operazioni straordinarie di fusione o scissione) i soci possono deliberare solo su proposta degli amministratori, la cui competenza esclusiva sulla gestione sociale si esplica per l'appunto nella predisposizione del progetto, della relazione e/o della specifica proposta di voto sottoposta al vaglio dei soci. L'attività di predisposizione della proposta deliberativa o del progetto rientra comunque nella responsabilità gestoria degli amministratori con riferimento alla quale può e deve essere indagata - in particolare dall'organo di controllo interno - la correttezza dei processi valutativi e decisorii che hanno condotto alla predisposizione delle specifiche proposte per l'assemblea. Pertanto, anche in questi casi l'Autorità può esercitare i propri poteri istruttori e di vigilanza sia al fine di garantire un adeguato livello di trasparenza informativa con le medesime modalità e finalità sopra viste.

173 Si veda in proposito STELLA RICHTER, *Appunti sulla evoluzione della disciplina dell'amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, in *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* (a cura di G. Mollo), Quaderno Giuridico Consob n. 9, ottobre 2015, p. 71.

3.2.2 Il controllo sulle procedure interne e sugli assetti organizzativi delle società di gestione del mercato e degli intermediari

La vigilanza della Consob sull'adeguatezza degli assetti procedurali ed organizzativi delle società vigilate è tanto più pervasiva quanto più gli interessi pubblicistici toccati dall'attività di impresa svolta da queste ultime è rilevante.

Il settore nel quale la vigilanza Consob è maggiormente penetrante è certamente quello dei mercati regolamentati. Nonostante il fatto che in Italia – con il d.lgs. 415/1996 (di recepimento della Direttiva n. 93/22/CE) e, poi, con il Testo unico della finanza – si sia passati da una concezione del mercato finanziario come servizio pubblico disciplinato e organizzato dall'autorità pubblica, a quella che vede l'attività di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati come una vera e propria attività di impresa (decentrando così sui soggetti privati competenze e costi della regolamentazione e gestione degli stessi)¹⁷⁴, la pervasività dei controlli della Consob su tale tipo di attività è ancora particolarmente significativa al fine di garantire il raggiungimento di obiettivi di pubblico interesse quali la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori (art. 73, comma 1, TUF) in un contesto caratterizzato da potenziali situazioni di conflitto di interesse.

In considerazione del fatto che il servizio prestato dall'impresa-mercato svolge un ruolo fondamentale nel processo di allocazione del risparmio, il legislatore ha così previsto, oltre ad una serie di obblighi informativi, anche una serie di regole e presidi che limitano in modo rilevante la libertà d'impresa¹⁷⁵ e, entro certi limiti, la discrezionalità organizzativa dei mercati.

Come è stato correttamente osservato al riguardo¹⁷⁶, anche se in tale materia i poteri di vigilanza della Consob sulla società di gestione vanno tenuti distinti rispetto a quelli sui mercati, non c'è dubbio che esiste una stretta relazione tra la vigilanza sul soggetto e quella sull'attività nella misura in cui l'uno può influenzare l'altra (e viceversa) ai fini della tutela dei beni pubblici in parola.

La Consob, infatti, può tanto – per quanto attiene al soggetto – determinarne i requisiti generali di organizzazione, i presidi procedurali e finanziari interni necessari per svolgere le funzioni istituzionali (art. 61 e 64 TUF), quanto – per quanto riguarda l'attività – valutare il programma di attività, richiedere alla società di gestione modifiche della regolamentazione del mercato stesso idonee ad eliminare le disfunzioni riscontrate, nonché determinare quali e quante possono essere le attività connesse e strumentali esercitabili dall'impresa (art. 61, 62 e 63 TUF). Tale "ingerenza"

174 Sul punto si veda PLATEROTI, *Commento sub. artt. da 60-ter a 65*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza* a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, p. 806.

175 Si allude alla necessità di ottenere un'autorizzazione all'esercizio dell'attività, ai requisiti richiesti alla società di gestione, ai suoi esponenti aziendali, ai partecipanti al capitale, ai requisiti patrimoniali e finanziari che devono garantire la continuità aziendale e quindi l'assolvimento delle funzioni regolamentate (L'art. 61, comma 2, del TUF attribuisce alla Consob il potere di determinare con regolamento sia le risorse finanziarie di cui si deve dotare la società di gestione, sia le attività connesse e strumentali a quelle di organizzazione e gestione dei mercati che possono essere svolte dalle società stessa), alle regole che sovrintendono l'organizzazione e la gestione del mercato, alla vigilanza sulle modifiche statutarie, ecc.

176 TAROLA, *Commento sub. art. 73*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza* a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, p. 886.

della Consob nei confronti dell'attività svolta dalla società di gestione può giungere al punto, come detto sopra, di proporre al Ministero dell'Economia lo scioglimento degli organi amministrativi e di controllo in caso di gravi irregolarità nella gestione dei mercati ovvero nell'amministrazione della società di gestione.

In questi casi la Consob svolge sempre un sindacato sull'operato degli amministratori al solo fine di garantire il raggiungimento di obiettivi di pubblico interesse sopra menzionati.

Anche in materia di intermediari il legislatore ha dettato una disciplina speciale in qualche modo limitativa dell'attività di impresa: ci si riferisce in particolare, oltre a specifiche regole di condotta, all'obbligo per gli intermediari di dotarsi – sin dal momento in cui viene chiesta l'autorizzazione all'esercizio dell'attività riservata e durante tutto il periodo in cui viene svolta tale attività – di idonee procedure e di una altrettanto idonea organizzazione¹⁷⁷ per il corretto svolgimento dei servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio¹⁷⁸. Obbligo la cui modulazione è stata rimessa dalle norme regolamentari alla discrezionalità dell'imprenditore per rispetto del principio di libertà di iniziativa e di organizzazione dell'impresa (art. 41 Cost.)¹⁷⁹, ma che risulta comunque vincolata all'attuazione dell'obiettivo perseguito di tutelare il risparmio (art. 47 Cost.), che vuol dire soprattutto servire al meglio l'interesse del cliente e tutelare l'integrità dei mercati¹⁸⁰.

177 Si veda SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, Riv. Soc., 2015, p. 1138, il quale mette in evidenza che, secondo parte della dottrina, "l'obbligo di predisporre assetti organizzativi adeguati costituis[ce] un autonomo dovere a contenuto specifico in capo all'amministratore (delegato)", mentre altra dottrina "per contro, consider[a] l'adeguatezza degli assetti "soltanto" una specificazione del generale dovere di diligenza"; come rilevato dall'A. "la questione non ha valenza meramente classificatoria, perché – secondo l'opinione più diffusa – nell'ambito degli obblighi a carattere specifico e autonomo (= gebundene Entscheidungen) l'amministratore non può beneficiare della business judgment rule."

178 Il contegno dell'intermediario in termini di scelte strategiche, ma anche di assetti di *governance* e organizzativi, oltre che di relazioni con la clientela, deve conformarsi ai dettami definiti dalla normativa primaria (si vedano, tra gli altri, gli artt. 19, 34, 35-bis, del TUF) e specificati a livello di regolamentazione secondaria. In particolare, il Regolamento Congiunto Banca d'Italia-Consob (Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob con provvedimento del 29 ottobre 2007 e da ultimo modificato con atto del 19 gennaio 2015) disciplina, principalmente, le attribuzioni degli organi cui è affidata la gestione sociale e delle funzioni aziendali di controllo, nonché i requisiti generali dell'organizzazione e delle procedure interne, anche con riferimento ai presidi in tema di conflitti di interesse. L'art. 4 del Regolamento Congiunto prevede, tra le altre cose, che "gli intermediari, secondo i principi, i criteri e i requisiti di cui al presente Regolamento, si dotano di un sistema organizzativo unitario al fine di assicurare la sana e prudente gestione, il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale nonché la correttezza e la trasparenza dei comportamenti nella prestazione dei servizi". Sulle regole di condotta si sofferma invece il Regolamento Consob n. 16190/2007 in materia di intermediari (di seguito, Regolamento Intermediari). Sul tema, tra gli altri, LUPI, *Commento all'art. 34*, in Testo Unico della Finanza (a cura di M. Fratini – G. Gasparri), Torino, 2012, pp. 544 ss.

179 L'interpretazione maggioritaria dell'art. 41 della Costituzione, infatti, ritiene che la libertà di iniziativa economica vada riconosciuta tanto nel momento iniziale in cui l'imprenditore sceglie liberamente l'attività da intraprendere, quanto nel momento in cui organizza l'impresa (in termini di dimensioni, collocazione geografica, tipo societario, struttura ecc.). Sotto questo secondo profilo, sia la giurisprudenza costituzionale (sent. 362/98, 54/01, 339/01) sia la dottrina (per tutti MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, 214 ss.), hanno riconosciuto l'esistenza di una vera e propria libertà di organizzazione dell'impresa in capo all'imprenditore.

180 A tale riguardo, la Corte di Cassazione (sent. 4 settembre 2014, n. 18683, in causa Barilla e altri Banca Popolare Italiana – Banca Popolare di Lodi s.c.), occupandosi della portata precettiva dell'art. 56 del Regolamento Consob n. 11522/1998 che (nel testo all'epoca vigente) imponeva agli intermediari di dotarsi di procedure interne "adeguate" (norma in base alla quale la Consob con delibera n. 15509 del 20 luglio 2006, aveva irrogato sanzioni amministrative pecuniarie agli amministratori e ai sindaci di una Banca, tra l'altro, proprio per violazioni relative alla mancata adozione di procedure adeguate per il corretto svolgimento dei servizi di investimento) ha avuto modo di affermare che

Il dovere di soddisfare al meglio gli interessi dei clienti e degli investitori deve pertanto connotare la *governance* degli intermediari e rappresentarne un principio-guida cui ricondurre le proprie regole di condotta, anche al fine di ridurre al minimo il rischio di conflitto di interessi¹⁸¹.

La modalità principale attraverso cui gli intermediari devono improntare la propria operatività al rispetto delle regole di comportamento, sia nella prestazione di servizi ed attività di investimento sia nella prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, è quindi certamente rappresentato (oltre che dalla organizzazione interna e dalla distinzione tra alta amministrazione e gestione ordinaria di cui si è parlato in precedenza) dal sistema delle *procedure interne*. Di seguito il tema verrà affrontato con riferimento esclusivamente alla gestione collettiva del risparmio¹⁸².

La normativa secondaria richiede all'organo preposto allo svolgimento delle funzioni di alta amministrazione all'interno dell'intermediario (ossia consiglio di amministrazione nel suo *plenum*) di definire in modo dettagliato le proprie strategie e di adottare e monitorare¹⁸³ idonee procedure al fine di indirizzare l'operatività della gestione ordinaria (del *day-by-day*) alla realizzazione degli indirizzi strategici dell'alta amministrazione ed evitare il rischio di insorgere conflitti di interessi.

il riferimento alla adeguatezza fatto dalla norma "non integra affatto un concetto vago, ma semplicemente elastico" e che la stessa al pari delle altre norme "procedurali, la cui violazione era stata contestata agli opposenti, dovessero essere considerate adeguatamente specifiche, tenuto conto che, se l'obbligo dell'intermediario di disporre di procedure idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi di investimento esige una modulazione rimessa alla discrezionalità dell'imprenditore, esso lo vincola però al tempo stesso all'attuazione dell'obiettivo perseguito. Con la precisazione ulteriore che anche se le norme regolamentari non delineano uno specifico modello ideale di procedura, ciò dipende dalla volontà del legislatore di lasciare ampia discrezionalità agli intermediari, nella predisposizione in concreto ritenute più idonee, senza che ciò possa tradursi in un limite per l'organo di vigilanza nella valutazione della congruità di tali procedure rispetto al fine delle norme che le hanno contemplate".

181 Al riguardo, tra gli altri, STELLA RICHTER, *La governance delle società di gestione del risparmio*, Assogestioni, http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,140,4921/assog_quad_0109.pdf.

182 In relazione al servizio reso dall'intermediario, l'attività svolta assume contenuti prestazionali diversi. Nell'esecuzione di ordini per conto dei clienti, l'intermediario si limita a eseguire le disposizioni da questi impartite, mentre interviene più attivamente nei servizi c.d. a più alto valore aggiunto, caratterizzati da un'elevata componente fiduciaria, quali la consulenza in materia di investimenti finanziari e la gestione di portafogli su base individuale o collettiva. L'autonomia dell'intermediario è massima nel caso di prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio.

183 Una interessante decisione nella materia in esame è il decreto della Corte di Appello di Trento, Sezione distaccata di Bolzano 10.12.2014/5.1.2015 (in causa SCHMIT, ex amministratore delegato della Raetia SGR in liquidazione volontaria) nel quale si afferma che il rispetto delle procedure non deve essere formale e simbolico, ma sostanziale. In tale pronuncia la Corte, così respingendo l'opposizione, ha avuto modo di precisare che "la violazione ascritta all'opponente non riguarda tanto l'assenza di procedure di valutazione dei valori immobiliari appartati ai fondi, nonché di sistemi di controllo e di monitoraggio dei rischi connessi alle operazioni d'investimento. Ciò che si rimprovera all'esponente aziendale ed in generale all'organo gestorio è piuttosto di aver assunto le proprie decisioni senza aver prima sottoposto a revisione critica i dati acquisiti una volta espletate quelle procedure. In difetto della verifica sull'effettiva attendibilità delle analisi economiche assunte a fondamento di tali decisioni l'amministratore risulta aver assolto solo formalmente ma non anche nella sostanza il proprio obbligo di agire informato nella conduzione dell'attività d'impresa ed in particolare di quella d'investimento". Nel caso esaminato dai giudici di merito, l'amministratore delegato della SGR era stato sanzionato per la violazione dell'art. 40, comma I, lett. a) Tuf e degli artt. 65 e 66, comma I, del Reg. Consob n. 16190 del 2007, in relazione alle seguenti circostanze: a) aveva ommesso di elaborare un'adeguata ed ordinata pianificazione strategica che assistesse gli investimenti effettuati dalla SGR; b) aveva svolto in modo inadeguato l'attività di analisi volta ad illustrare, ponderare e valutare tutti i rischi di natura legale, finanziaria, operativa e reputazionale connessi alle operazioni disposte e agli asset oggetto di investimento; c) aveva svolto in modo inadeguato l'attività di monitoraggio delle operazioni disposte.

All'organo con funzione di gestione, viceversa, compete l'attuazione delle menzionate politiche aziendali (inclusa la politica di gestione del rischio) e la verifica dell'adeguatezza e dell'efficace implementazione¹⁸⁴.

Per il gestore collettivo, l'autonomia, sotto il profilo della discrezionalità applicata alle scelte di investimento, viene esercitata attraverso la *politica di investimento*, i cui contenuti hanno efficacia vincolante tra le parti (gestore e partecipanti) e concorrono a delineare il profilo generale del mandato gestorio¹⁸⁵.

Per queste ragioni nella vigilanza di correttezza di comportamento degli intermediari-gestori risulta fondamentale l'esame della *struttura del processo decisionale d'investimento* relativo ai patrimoni gestiti. In particolare detta struttura viene in rilievo in due momenti distinti della vigilanza: a) nel verificare la corretta predisposizione da parte del consiglio di amministrazione di adeguate procedure idonee ad assicurare – oltre all'efficiente svolgimento dei servizi prestati – il perseguimento delle finalità previste dalla legge e dalle prescrizioni regolamentari nonché volte a formalizzare le attività assegnate ai soggetti che vi intervengono; b) nel verificare che le politiche aziendali (compresa la politica di gestione del rischio) siano state correttamente attuate secondo le linee predeterminate dal consiglio di amministrazione.

Prerogative di un processo decisionale efficace nella prospettiva della tutela degli investitori devono ritenersi quindi strategie di investimento sufficientemente dettagliate e differenziate per settore di attività¹⁸⁶, tali da delimitare il perimetro di

184 Cfr. art. 33, commi 3 e 4, Regolamento Congiunto. In ragione dei diversi possibili modelli di governo societario, tale Regolamento definisce l'organo con funzione di supervisione strategica, l'organo con funzione di gestione e l'organo con funzione di controllo (cfr. art. 2, comma 1, del Regolamento Congiunto). Al riguardo, tra gli altri, BIANCHI, *Ap-punti sul governo societario delle Sgr, in L'attuazione della Mifid in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, Il Mulino, 2010, pp. 287 ss. Recentemente, in via interpretativa, è stato chiarito che se la definizione delle strategie di investimento spetta in via ordinaria all'organo con funzione di supervisione strategica, essa può essere delegata all'organo con funzione di gestione. Per i gestori di maggiore complessità e dimensione, aspetti specifici delle strategie, quali l'allocazione del *budget* di rischio, sono delegabili a comitati specializzati in cui sia comunque assicurata la presenza di almeno un amministratore, munito di specifica delega da parte dell'organo con funzione di supervisione strategica. E' altresì stato chiarito che la strategia di investimento, in quanto componente dinamica della politica di investimento, si estrinseca in indirizzi finalizzati al raggiungimento degli obiettivi di rischio-rendimento dell'Oicr (indicazioni in ordine al peso delle singole componenti del portafoglio, definizione e allocazione dei *budget* di rischio, livello della leva finanziaria). Cfr. Regolamento congiunto Banca d'Italia – CONSOB. Resoconto della consultazione http://www.consob.it/main/aree/novita/consultazione_consob_bi_esiti_20150121.htm?symbblink=/main/regolamentazione/consultazioni/consultazioni_chiuse/index.html.

185 La Consob, dal canto suo, ha in qualche modo esplicitato i passaggi essenziali che dovrebbero caratterizzare il processo di investimento di un gestore: ricerca ed elaborazione delle informazioni necessarie per effettuare analisi di scenario, formulazione delle previsioni economiche sulla cui base stabilire le strategie generali di investimento e traduzione di tali strategie in conseguenti scelte operative (Comunicazione Consob DIN/1056336 del 23 luglio 2001). Le diverse fasi in cui il processo è astrattamente scomponibile sono state recepite nell'ambito della regolamentazione secondaria (art. 65 e 66 del Regolamento Intermediari). Per gli Oicr chiusi invece (quali sono i fondi immobiliari) è stata data enfasi alla programmazione della gestione in base ad un piano previsionale patrimoniale, economico e finanziario (*business plan*) coerente con la durata del fondo e con le condizioni di mercato. La valutazione delle operazioni selezionate deve anch'essa fondarsi su una *due diligence* finalizzata a considerare tutte le opportunità e i rischi connessi all'operazione (queste previsioni, un tempo elencate dall'art. 67 del regolamento Intermediari della Consob, sono ora previste dall'art. 19 del Regolamento delegato (UE) n. 231 della Commissione Europea del 19 dicembre 2012).

186 Ad esempio, nel caso di Oicr per i quali la definizione delle linee strategiche richiede la redazione di un *business plan*, quali i fondi immobiliari, l'organo con funzione di supervisione strategica o l'organo con funzione di gestione è chiamato a un proprio autonomo scrutinio delle ipotesi poste a fondamento delle scelte operate in sede programmazione. Al riguardo, è stato osservato come la pianificazione su base previsionale dell'attività gestoria costituisca il momento centrale del processo di investimento delle società di gestione di fondi immobiliari. E, inoltre, che "le stra-

operatività degli addetti agli investimenti e assicurare, per tale via, la necessaria coerenza della gestione con gli indirizzi definiti dallo stesso organo amministrativo.

Le strategie, ivi inclusa la dinamica della loro formazione, esigono un'adeguata formalizzazione, anche in sede di delibere consiliari, al fine di rimarcare l'autonomia del consiglio di amministrazione dai soggetti preposti all'attuazione delle stesse¹⁸⁷.

Tali scelte gestorie non vengono scrutinate e sindacate nel merito dall'Autorità di vigilanza, ma sono soggette a una valutazione di coerenza rispetto agli obblighi definiti dalla disciplina di correttezza e trasparenza dei comportamenti oltre che a una valutazione del grado di ponderazione su cui poggiano¹⁸⁸.

In definitiva alla Consob è affidato il compito di disciplinare prima e valutare poi, la correttezza dei comportamenti del gestore affinché la gestione "su base collettiva avvenga nel rispetto degli obiettivi di investimento dell'Oicr" (art. 6, comma 2, lett. b, Tuf) ed in coerenza con la disciplina di riferimento¹⁸⁹.

tegie, costituendo atti di indirizzo, cessano di essere tali se si atteggiavano a mere ratifiche di un operato già in essere soprattutto se attraverso una siffatta ratifica si rimediava a un 'disallineamento' della composizione del portafoglio rispetto ai precedenti atti di indirizzo strategico" (Corte di Appello di Milano, sezione I civile, decreto 06.02/08.05.2013).

187 In tal senso, si è espressa la Corte di Appello di Milano nella decisione in merito al giudizio di impugnazione di un provvedimento di irrogazione di sanzioni in cui la Consob aveva "contestato che il consiglio di amministrazione, cui competeva la definizione delle strategie di investimento, si limitasse a recepire le scelte gestionali effettuate in sede di comitato investimenti, organo che non era emanazione del Consiglio stesso, ed aveva rilevato che le indicazioni strategiche formulate in sede di Comitato Investimenti, che si riuniva solitamente il giorno precedente le adunanze consiliari, costituivano il testo delle delibere del consiglio di amministrazione immediatamente successive" (Corte di Appello di Milano, sezione I civile, decreto 31.10.2007).

188 Al riguardo, la Corte di Appello di Milano, con riferimento a un procedimento sanzionatorio avviato dalla Consob, ha ribadito "la validità della interpretazione della normativa che caratterizza i doveri di diligenza degli operatori intermediari. Il procedimento sanzionatorio non riguarda il merito delle scelte di investimento poste in essere (...), bensì la violazione delle procedure prescritte dall'autorità di vigilanza e la inosservanza dell'obbligo di diligenza (particolarmente elevato nel settore in esame) che grava sugli esponenti aziendali della Sgr" (Corte d'Appello di Milano, sezione I civile, 01.10.2014-06.08.2015). Con particolare riferimento alla necessità di acquisire una conoscenza adeguata degli attivi oggetto di investimento, la Corte di Appello di Milano ha rilevato come il canone di diligenza e correttezza nell'interesse dei partecipanti al fondo può ritenersi assolto solo a condizione che il gestore "effettui ogni possibile indagine sulle caratteristiche intrinseche dei prodotti acquistati nell'interesse dei fondi gestiti, sull'effettivo grado di rischio sotteso ed anche sull'impatto, sul fondo e, conseguentemente, sui sottoscrittori, di eventi inattesi tra i quali può essere annoverata una crisi di liquidità". La Corte ha quindi ribadito che a carico di ogni amministratore vi è l'obbligo di "un controllo diretto, attivo, concreto, permanente e costante, sulla tipologia e modalità degli investimenti prescelti, nonché sulla loro convenienza ed utilità; un'adeguata conoscenza sulla tipologia e sulla qualità degli strumenti finanziari attraverso i quali effettuare le operazioni di investimento; un pertinente ed approfondito controllo sulle condizioni reali e sulla effettiva situazione patrimoniale e finanziaria delle società sulle quali attuare le iniziative di investimento, al fine di tutelare l'interesse dei soggetti che vi partecipano" (Cosi, Corte d'appello di Milano, decreto n. 33904 del 18 novembre 2009). Né l'eventuale inerzia di altri amministratori è ritenuta sufficiente a liberare dalla responsabilità un amministratore, posto che il dovere di vigilanza richiesto dalla normativa di settore si connota "come condotta attiva per ciascun amministratore", tenuto conto degli specifici obblighi che gravano su un amministratore di un intermediario finanziario, al quale, per questo, è richiesto il possesso di specifici requisiti di professionalità. La condotta attiva esigibile dall'organo amministrativo, pur in costanza di eventuali deleghe conferite nel processo di investimento, richiede quindi in capo ai ciascun componente dell'organo una particolare diligenza, da esercitare anche attraverso la puntuale motivazione delle scelte gestionali effettuate nell'interesse dei partecipanti, sotto i diversi profili posti a fondamento delle scelte di investimento e disinvestimento.

189 I gestori, in particolare, devono assicurare "che l'attività di gestione sia svolta in modo indipendente, in conformità degli obiettivi, della politica di investimento e dei rischi specifici dell'OICR, come indicati nella documentazione d'offerta ovvero, in mancanza, nel regolamento di gestione o nello statuto dell'OICR" (art. 65, comma 1, lett. b, Regolamento Intermediari).

Le disposizioni in tema di correttezza dei comportamenti degli intermediari non dettano, pertanto, le modalità di svolgimento del processo di investimento o di gestione del risparmio, né delineano i ruoli che devono avere i diversi organi che intervengono nel processo di investimento, ma piuttosto si limitano a fissare principi per il loro funzionamento in considerazione delle possibili diversità e complessità delle singole strutture aziendali¹⁹⁰.

Da questo punto di vista la valutazione delle concrete modalità di definizione delle procedure e degli assetti organizzativi effettuata nell'ambito dell'attività di vigilanza può implicare inevitabilmente ingerenze che limitano gli spazi di discrezionalità gestoria.

Nell'ambito di procedimenti sanzionatori avviati dalla Consob è stata infatti talora eccepita dai gestori la mancata riconducibilità della condotta illecita ai precetti delle norme contestate, stante l'assenza di una normativa di settore definitiva del contenuto minimo del processo di investimento e degli assetti organizzativi interni (le norme regolamentari si riferiscono a procedure *adeguate*) e, conseguentemente, stante l'assenza di determinatezza e di tassatività della fattispecie.

Ciononostante l'impostazione 'elastica' data alle norme regolamentari dalla Banca d'Italia e dalla Consob, che non tipizza un modello di procedura interna valido per tutti gli intermediari ma che ne lascia la modulazione alla discrezionalità

La vigilanza sugli intermediari è ripartita in Italia tra due Autorità: la Consob e la Banca d'Italia. Il già citato art. 5 del TUF, dopo avere elencato le finalità generali della vigilanza (che consistono, si ricorda, nella fiducia nel sistema finanziario, nella tutela degli investitori, nella stabilità e nel buon funzionamento del sistema finanziario, nella competitività del sistema finanziario e nell'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria) affida alla Consob la competenza per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti ed alla Banca d'Italia la competenza per gli aspetti di contenimento del rischio, di stabilità patrimoniale e di sana e prudente gestione dei soggetti abilitati. La vigilanza nei confronti degli intermediari si sviluppa in due distinti momenti: a) al momento in cui gli intermediari chiedono l'autorizzazione ad accedere al mercato dei servizi per lo svolgimento dell'attività ad essi riservata, e b) successivamente nel corso dell'attività di effettiva prestazione dei servizi medesimi.

190 Sul tema particolarmente interessante risulta il decreto della Corte di Appello di Milano 6.2/6.5.2013 [in causa BNP PARIBAS REIM SGR e relativi esponenti aziendali] nel quale i Giudici di merito hanno rilevato che *"le violazioni [sanzionate] hanno riguardato aspetti cruciali dell'attività della SGR in quanto il 'processo decisionale di investimento' - vale a dire l'insieme delle regole organizzative e dei comportamenti che sovrintendono all'attività di gestione dei fondi comuni di investimento - costituisce 'il vero e proprio motore' dell'attività di gestione collettiva del risparmio, da esso dipendendo, non solo il funzionamento 'materiale' di tale attività ma altresì il rispetto della sua correttezza <nell'interesse dei partecipanti ai .fondi e dell'integrità dei mercati> così art. 40 comma 1 lett. a) del D. Lgs. n. 58/1998"*. Secondo la ricostruzione della Corte meneghina, la responsabilità amministrativa dei componenti del consiglio di amministrazione della SGR, nel caso esaminato, deriva dalla violazione degli specifici obblighi su di essi incombenti; in particolare, *"Il Regolamento Consob in materia di intermediari fa espresso obbligo alle SGR nello svolgimento del servizio di gestione collettiva del risparmio, quale regola generale di comportamento: di operare con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti agli organismi di investimento collettivo del risparmio e dell'integrità dei mercati (art. 65) di acquisire le informazioni necessarie per formulare previsioni ed effettuare analisi, di definire le conseguenti strategie generali di investimento e di monitorare la coerenza del portafoglio gestito con le strategie generali di investimento e i rischi a queste correlati (art. 66). Inoltre con specifico riferimento ai fondi [come quelli esaminati nel caso di specie, n.d.r.] di tipo chiuso, è fatto obbligo alla società di gestione del risparmio di definire e aggiornare un piano previsionale patrimoniale, economico e finanziario coerente con la durata del fondo e con le condizioni di mercato, di ricercare e selezionare le possibili operazioni coerentemente con il piano, di valutare le operazioni selezionate in considerazione delle opportunità e dei rischi complessivi da essi derivanti, di effettuare le attività di due diligence eventualmente connesse alle operazioni prima di disporre l'esecuzione e di monitorare l'andamento della gestione del fondo rispetto al piano, conservando, per ciascun fondo gestito, la documentazione inerente alle attività svolte (art. 67)."*

dell'imprenditorie finanziario, è stata avallata dalla giurisprudenza costante¹⁹¹ proprio in considerazione del fatto che essa appare il corretto equilibrio tra i cennati principi di libertà di iniziativa economica e di tutela del risparmio¹⁹².

3.2.3 Il controllo sulle procedure interne e sugli assetti organizzativi degli emittenti

Per quanto riguarda il settore degli emittenti la vigilanza Consob sulle procedure interne e sugli assetti organizzativi si atteggia in maniera ancora diversa e, per molti aspetti, meno pervasiva rispetto alla disciplina in materia di società di gestione di mercati regolamentati e di intermediari.

In relazione a tutta la materia della *corporate governance* (e con esclusione dei profili di informativa al mercato di cui si è trattato sopra) la Consob non ha competenze di vigilanza diretta e sanzionatorie rispetto alla condotta degli amministratori delle società quotate¹⁹³. Il testo unico della finanza prevede esclusivamente la possibilità per la Consob di sanzionare i componenti del collegio sindacale per la mancata vigilanza sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo, sul rispetto dei

191 Fra le tante, oltre a Cass. 4.9.2014, n. 18683, si veda anche Corte di Appello di Trento, Sezione distaccata di Bolzano 10.12.2014/5.1.2015 (in causa SCHMIT, già amministratore delegato della Raetia SGR in liquidazione volontaria) ha avuto modo di chiarire che in relazione alla censura mossa su un presunto contrasto delle violazioni sanzionate rispetto ai principi di determinatezza e tassatività degli illeciti amministrativi, la Corte adita ha avuto modo di precisare che all'amministratore delegato era "stata ascritta la violazione dei precetti di cui all'art. 40, comma 1, lett. a) del d.lgs. n. 58/1998 e agli artt. 65 e 66, comma 1, del Regolamento approvato con delibera Consob n. 16190 del 2007. Le norme cit. sono chiare nello stabilire il dovere delle SGR di agire con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse sia dei partecipanti ai fondi sia dell'integrità del mercato. Questi generali doveri sono poi specificati in particolare dalla normativa secondaria che impone di procedere nell'attività d'investimento secondo piani strategici, nella consapevolezza del valore dei beni apportati ai fondi d'investimento e dei rischi connessi alla relativa acquisizione monitorando l'attività d'impresa affinché essa sia coerente con le deliberate politiche d'investimento mantenendo sotto controllo i rischi connessi. Gli obblighi comportamentali cui gli organi gestori e di controllo sono tenuti ad uniformarsi sono, perciò, definiti con precisione dalla normativa richiamata dall'autorità di vigilanza. Non è, perciò, condivisibile il rilievo formulato dall'opponente circa la violazione del principio di tassatività e determinazione dei precetti normativi che gli si rimprovera di avere violato. Quanto poi ai rimproveri mossigli, la condotta che gli si addebita è descritta come la prestazione in modo negligente e scorretto del servizio di gestione collettiva del risparmio che si è concretata in particolare nell'inidoneità del processo decisionale d'investimento. L'autorità di vigilanza ha ravvisato che gli investimenti decisi dalla SGR non sono stati assistiti da un'adeguata e ordinata pianificazione strategica, volta ad indirizzare l'operatività gestoria in conformità alla normativa vigente, né da un'idonea attività di analisi volta ad illustrare, ponderare e valutare tutti i rischi connessi alle operazioni disposte ed agli asset oggetto di investimento anche al fine di acquisirne una piena conoscenza e comprensione. Deficitario è stato, infine, anche il monitoraggio dei disposti investimenti. Se ne ricava non solo che sono sufficientemente tipizzate le fattispecie d'illecito dedotte dall'autorità di vigilanza ma che, in relazione a quelle fattispecie, sono con adeguata puntualità descritte le condotte rimproverate all'odierno opponente".

192 In un contesto di oggettiva impossibilità a declinare tassativamente in ambito normativo i contenuti delle strategie generali di investimento, gli addebiti all'organo amministrativo hanno perlopiù riguardato la formulazione di generici e incompleti indirizzi strategici, risultati non idonei ad indirizzare le concrete scelte di investimento, e la mancata verifica della coerenza delle concrete scelte di investimento poste in essere dai gestori al profilo di rischio di ciascun patrimonio in gestione. In altri termini si ritiene che il ruolo di indirizzo strategico assegnato all'organo con funzioni strategiche e all'organo con funzioni gestorie non impone necessariamente l'assunzione da parte di tali organi di ogni singola decisione di investimento o disinvestimento. A tali organi spetta tuttavia un'attività di indirizzo e si richiede il controllo delle scelte compiute dagli operatori, al fine di governare la dinamica del processo di investimento nel suo complesso.

193 Ci si riferisce ai poteri in materia di: a) comunicazioni da rendere al pubblico (art. 114 del TUF) o alla Consob (artt. 114, 115 e 193 del TUF); b) relazione sul governo societario (cfr. art. 123-bis del TUF); c) elezione e composizione del consiglio di amministrazione (art. 147-ter del TUF).

principi di corretta amministrazione, sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo-contabile, sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste da codici di autodisciplina, (cfr. art. 149 TUF)¹⁹⁴.

Questa sorta di 'asimmetria' tra le previsioni normative dedicate dal Testo Unico della Finanza alla responsabilità e alla sanzionabilità degli amministratori (assenti) rispetto a quelle dei sindaci (presenti) trova ragione in una precisa scelta politica effettuata diversi anni fa con la legge 6 febbraio 1996, n. 52 di delega per la redazione del Testo Unico della Finanza il cui art. 21, comma 4, aveva espressamente previsto che "in sede di riordino delle materie concernenti gli intermediari, i mercati finanziari e mobiliari" dovesse essere modificata "la disciplina relativa alle società emittenti titoli negoziati sui mercati regolamentati, con particolare riferimento al collegio sindacale, ai poteri delle minoranze, ai sindacati di voto e ai rapporti di gruppo, secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza"¹⁹⁵. Viceversa, come detto, nessun riferimento e nessuna modifica fu prevista dalla Legge di delegazione in relazione all'organo di amministrazione.

La Consob in definitiva si occupa in linea generale di controllare la correttezza gestionale degli amministratori solo in via indiretta, ossia per valutare il sindacato che su tale attività è stata compiuta dal collegio sindacale (o da del consiglio di sorveglianza o del comitato per il controllo sulla gestione)¹⁹⁶ anche tramite le comunicazioni dovute ai sensi dell'art. 149, comma 3, del TUF. Sindacato che, nel rispetto dei già menzionati principi fissati dalla Corte di cassazione in tema di *business judgement rule*, non deve avere ad oggetto *qualsiasi* atto di gestione compiuto dagli amministratori, ma soltanto (ex art. 2403 c.c. e art. 149, comma 1, TUF) i *principi* di corretta amministrazione, avendo particolare riguardo all'adeguatezza dell'assetto

194 Tale potere/dovere deriva dal combinato disposto dell'art. 149, commi 1 e 3, del TUF, che impone al collegio sindacale di vigilare sul rispetto dei principi di corretta amministrazione e di comunicare senza indugio alla Consob le irregolarità riscontrate nel corso di tale attività di vigilanza, e dell'art. 193, comma 3, del TUF, che prevede l'applicazione della "sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila a euro un milione e cinquecentomila ai componenti del collegio sindacale (...) che commettono irregolarità nell'adempimento dei doveri previsti dall'articolo 149, commi 1 (...) ovvero omettono le comunicazioni previste dall'art. 149, comma 3".

195 Esempio evidente di questa asimmetria, come detto, la si riscontra nel TUF in materia di doveri di osservanza della legge e dell'atto costitutivo (si pensi solo alle operazioni con parti correlate su cui tornerà in seguito), di rispetto dei principi di corretta amministrazione e di adeguatezza della struttura amministrativa la cui violazione - ai sensi del combinato disposto degli articoli 149, comma 1 e 193, comma 3 lett. a) del TUF - comporta sanzioni nei confronti dell'organo di controllo ma non anche dell'organo amministrativo. Lo stesso art. 152 prevede inoltre che la Consob - se ne ha fondato sospetto - possa denunciare al Tribunale ai sensi dell'art. 2409 c.c. le gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri di vigilanza del collegio sindacale, del consiglio di sorveglianza o del comitato per il controllo sulla gestione, ma non anche le eventuali irregolarità dell'organo amministrativo.

196 Sul contenuto e la natura della funzione di controllo affidata al Collegio Sindacale, tra i tanti, GASPARRI, *I controlli interni nelle società quotate*, Quaderno giuridico Consob n. 4, 2013; AMBROSINI, *Trattato di diritto privato*, Utet, vol. XVI, *Impresa e lavoro*, tomo 6, 2013, 239; DE ANGELIS, Sub 149, in AA.Vv. (a cura di Fratini, Gasparri), *Il Testo Unico della Finanza*, II, Torino, 2012; MAGNANI, sub art. 149, in AA.Vv. (a cura di P. Marchetti, L.A. Bianchi), *La disciplina delle società quotate nel Tuf*. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Milano, 1999, p. 1683. In giurisprudenza, per tutte, sui rapporti tra Consob e collegio sindacale, si veda la decisione della Corte di Appello di Milano 13.1/5.3.2015 (in causa Busso e altri c/ Consob) nella quale viene sottolineato "come il Collegio Sindacale si prospetti come l'organo interno societario funzionalmente preposto a garantire non solo il controllo interno sull'amministrazione (tutta) societaria, ma soprattutto a garantire, nel sistema delle società quotate, la trasmissione delle informazioni, ritenute ex lege rilevanti, all'organo pubblico di Vigilanza che è istituzionalmente preposto a garantire un apprezzabile grado di simmetria informativa tra utenti del mercato e operatori del settore."

organizzativo, amministrativo e contabile adottato dagli amministratori della società ed al suo concreto funzionamento.

La Consob, in altre parole, deve valutare se l'organo di controllo abbia vigilato sul rispetto dei principi di corretta amministrazione (dei processi decisionali) da parte dell'organo amministrativo, ossia se abbia rispettato i criteri, le procedure, le cautele, le metodologie e richiesto le necessarie informative preventive che, a prescindere poi dall'insindacabile risultato, debbono essere considerati come i cardini della corretta (diligente) gestione, utilizzando esattamente lo stesso approccio e gli stessi criteri utilizzati nell'ambito del controllo giurisdizionale sull'operato degli amministratori ampiamente illustrati nelle pagine precedenti.

Come è stato detto ai sindaci infatti "non compete un controllo della gestione in senso proprio ... ma un controllo sulla conformità (delle) scelte e dei modi della loro realizzazione, alle regole, comunemente accettate, d'avveduta e prudente amministrazione"¹⁹⁷. Si tratta quindi di un controllo soprattutto procedimentale e non certo di merito, non di fondatezza o di prognosi di un risultato. Un controllo che, come ha più volte ribadito la giurisprudenza, deve avere riguardo (ai sensi dell'art. 149, primo comma, TUF) soprattutto il profilo dell'adeguatezza delle strutture organizzative e dei sistemi di controllo interno¹⁹⁸.

197 AMBROSINI, *I poteri del collegio sindacale*, in Abbadessa – Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società* - Liber amicorum Gian Franco Campobasso, vol. 3, Torino, 2007, p. 59.

198 In proposito vale la pena richiamare qui quanto affermato da dalla Corte di Appello di Torino nella sentenza 9.10/13.11.2014 [Marino e altri sindaci di Fonsai c/ Consob] nella quale viene affermato che "la funzione dei sindaci delle società quotate non è finalizzata ad un mero controllo di legalità da svolgersi sulla sola base del flusso informativo proveniente [...] dagli amministratori, ma consiste nella verifica dell'attività gestoria nel suo complesso, non certo in relazione ai relativi profili di merito ed alle scelte discrezionali di esclusiva competenza dell'organo amministrativo, ma per valutarne l'azione alla luce dei parametri di cui all'art. 149, primo comma, TUF anche sotto il profilo dell'**adeguatezza delle strutture organizzative e dei sistemi di controllo interno** nonché dell'adeguatezza delle disposizioni alle controllate, il tutto avvalendosi degli strumenti informativi e istruttori i previsti dagli artt. 149, secondo comma, 151 e 152 TUF". "La garanzia di un controllo interno efficiente viene normativamente perseguita attraverso la previsione di un monitoraggio di natura procedimentale", prosegue la decisione, "non riguardante in modo statico una determinata operazione ad un determinato atto costituenti specifica espressione dell'attività gestoria e che ne rappresentano l'esito, ma il modo attraverso cui alla deliberazione di quell'operazione o di quell'atto si giunge, a partire dall'ideazione e dalla valutazione iniziale dell'interesse della società, con il coinvolgimento di tutti gli organi sociali, secondo i rispettivi ambiti di intervento, ed, eventualmente e per particolari profili, di soggetti indipendenti. L'importanza dei compiti di vigilanza sul controllo interno propri del collegio sindacale - così come del consiglio di sorveglianza e del comitato di controllo per la gestione, a seconda del tipo di organizzazione scelta per la società - trova ulteriore conferma nel disposto dell'art. 149, terzo comma, TUF perché attraverso l'adempimento del dovere di segnalare alla CONSOB le irregolarità emerse nello svolgimento di un'attività di natura interna e di interesse privato (e che, altrimenti, potrebbero non essere percepibili o comunque non esserlo in tempo utile) l'organo di controllo rende possibile l'immediata attivazione della vigilanza - esterna - da parte della Commissione a tutela anche di interessi di natura pubblica". Negli stessi termini si vedano anche il decreto della Corte di Appello di Bari, 24.11/17.12.2015 [in causa Antonacci sindaco di Ciccolella c/ Consob], Corte di Appello di Bologna (27.11.2014/20.1.2016), nonché Corte d'Appello di Trento 17.12.2014 [Morri, sindaco di Greenvision c/ Consob] con specifico riferimento alle irregolarità gestorie commesse all'interno della società controllata. A sua volta la Corte d'Appello di Milano con il decreto 21.5/13.6.2014 [in causa Visentin c/ Consob], dopo avere affermato che "il cuore delle regole procedurali che le società (quotate) devono adottare sulla scorta dei precetti regolamentari della Consob risiede nel dovere di assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale dell'operazione con parte correlata che si intende intraprendere", ha individuato proprio "nel novero dei compiti di cui è investito il collegio sindacale delle società quotate c'è anche il vaglio sostanziale dell'adeguatezza del sistema dei controlli interni. Non vi è dubbio, infatti, che il dovere di controllo del sindaco non si risolve nel recepire acriticamente le dichiarazioni rese da parte dei soggetti che si occupano concretamente della gestione e dello sviluppo delle operazioni intraprese dalla società ma implica al contrario l'onere per l'organo collegiale di attivarsi ed effettuare puntuali verifiche e controlli sull'efficacia nel concreto dei presidi procedurali ed organizzativi adottati dalla società, tanto più a fronte del particolare rischio sotteso al compimento di ope-

Di conseguenza, anche la vigilanza della Consob, quando ha ad oggetto l'attività di controllo svolta dal collegio sindacale, ne risulta limitata nella stessa misura. La stessa responsabilità - amministrativa - dei sindaci per omissioni nell'adempimento dei propri doveri di controllo non è oggettiva e non può conseguire dalla semplice rilevazione di una responsabilità degli amministratori, ma solo dalla violazione degli obblighi di vigilanza posti in capo ai sindaci ed in particolare nella mancata individuazione di situazioni di non adeguatezza degli assetti organizzativi e procedurali dalle quali è possibile inferire che gli amministratori siano venuti meno al dovere di svolgere il proprio incarico con la diligenza loro richiesta dalla legge.

3.3 La disciplina delle operazioni con parti correlate

L'art. 2391-*bis* c.c. - introdotto nel nostro ordinamento dall'art. 12 del d.lgs. 28 dicembre 2004, n. 310 - prevede che "gli organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio devono adottare, secondo principi generali indicati dalla Consob, regole che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate e li rendano noti nella relazione sulla gestione (...)". La Consob, per parte sua, ha dato attuazione a tale delega con il Regolamento n. 17221/2010 (c.d. "Regolamento OPC")¹⁹⁹.

La disciplina così risultante è quella che, nell'ambito di quella dei mercati finanziari, si ispira più dichiaratamente ed esplicitamente alla *business judgement rule* degli Stati Uniti²⁰⁰ nel senso che definisce in maniera dettagliata una serie di regole procedurali relativamente a particolari atti gestori che gli amministratori devono adottare al fine di prevenire il sindacato sull'operazione da parte del giudice ordinario e dell'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari. Essa, introducendo all'interno delle società quotate doveri di carattere procedurale ed una particolare informativa al mercato, ha la funzione di prevenire o reprimere una particolare forma di conflitto di interessi: quella che potrebbe condurre l'amministratore a favorire un soggetto legato alla società (un amministratore, un socio di controllo o altri) a scapito degli azionisti di minoranza.

Con riguardo all'obiettivo di assicurare la *trasparenza* delle operazioni con parti correlate, il Regolamento OPC ha previsto specifici obblighi informativi da rendere al mercato e graduati in funzione della rilevanza dell'operazione²⁰¹.

razioni con parti correlate." Nello stesso solco giurisprudenziale si sono poste le seguenti decisioni della medesima Corte d'Appello di Milano: App. Milano, 21.11/18.12.2012 [VERNA, sindaco di Yorkville], App. Milano 10.4/23.4.2013 [CAPE LIVE e sindaci]¹⁹⁸ e App. Milano, 24.9/20.10.2014, [BERNARDELLI, sindaco Cogeme]; App. Milano decreto 21.5/10.9.2014 [Ossola c/ Consob].

199 La disciplina secondaria recata dal Regolamento OPC, in linea con gli obiettivi di trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale sopra enunciati, detta "principi minimi" ai quali le società quotate devono attenersi nel definire le regole interne più idonee a realizzare tali obiettivi e rimette alla responsabilità delle società l'individuazione delle relative procedure interne.

200 La disciplina regolamentare dettata dalla Consob in materia di operazioni con parti correlate è chiaramente ispirata alla disciplina nordamericana di fonte giurisprudenziale (vedi Consob, *Documento di consultazione*, 23 giugno 2010, file:///C:/Users/alvaro/Downloads/consultazione_parti_correlate_20090803.pdf).

201 Per le operazioni di maggiore rilevanza, la società è tenuta a pubblicare, dopo l'approvazione dell'operazione, un documento informativo che descriva, in particolare, le caratteristiche e le motivazioni economiche dell'operazione, la

Con riguardo invece ai *doveri di carattere procedurale* che devono essere rispettati nell'approvazione delle operazioni con parti correlate la disciplina contenuta negli artt. 7 e 8 del Regolamento OPC prevede che la deliberazione del consiglio di amministrazione sul compimento di una data operazione con parte correlata deve essere adottata previa acquisizione di un parere motivato "*sull'interesse della società al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni*", parere che deve essere rilasciato da un comitato di amministratori indipendenti e non correlati, anche appositamente costituito in modo tale che la parte correlata non possa alterare o influenzare l'esito della scelta gestionale da compiere. Regole differenti vengono poi previste sulla composizione del suddetto comitato nonché sul carattere, vincolante o meno, del parere a seconda della rilevanza del valore dell'operazione rispetto al patrimonio della società o alla sua capitalizzazione di borsa (operazioni di "minore" o "maggiore rilevanza")²⁰².

Indicazioni importanti sono pure previste sulle modalità con cui il comitato degli amministratori indipendenti deve essere coinvolto nell'analisi dell'operazione e sul flusso informativo che deve essergli garantito per consentire l'adozione di un parere consapevole ed adeguatamente motivato²⁰³. Il Regolamento OPC attribuisce al comitato composto di amministratori non correlati e indipendenti un ruolo centrale²⁰⁴ affinché possa realizzarsi l'obiettivo di salvaguardare la correttezza della valutazione sull'interesse al compimento dell'operazione e sulla convenienza della stessa dal rischio che il rapporto di correlazione influenzi tale valutazione a danno della società. Pertanto, la funzione svolta da tale comitato nell'ambito della valutazione dell'operazione deve richiedere l'impiego di un grado di diligenza adeguato alla "*natura dell'incarico*", come previsto dall'art. 2392 c.c., incarico che viene connotato proprio dalla specifica funzione del comitato²⁰⁵.

convenienza per la società a concluderla, il processo decisionale seguito e gli organi sociali coinvolti nella decisione, le modalità di determinazione del corrispettivo e la sua congruità al valore di mercato. Per le operazioni di minore rilevanza, l'informativa al pubblico deve essere assicurata nell'ambito delle relazioni finanziarie periodiche (art. 5 del Regolamento).

202 Rimane fermo, inoltre, che anche gli altri componenti dell'organo amministrativo, qualora il *plenum* sia competente a deliberare l'operazione, sono comunque obbligati ad adempiere le proprie funzioni valutative e deliberative nel rispetto dei più generali doveri di agire informati (art. 2381, sesto comma, c.c.), con diligenza (art. 2392 c.c.) e nell'interesse della società. Per una generale ricognizione degli obblighi introdotti dal Regolamento OPC e delle indicazioni applicative fornite dalla Consob con Comunicazione 24 settembre 2010, n. 10078683, si veda, POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in NLCC, 2010, 6, pp. 1333 - 1409; MICHIELI, *La gestione del conflitto di interessi nelle operazioni con parti correlate*, Milano, 2016.

203 L'art. 7, comma 1, lett. c), del Regolamento OPC prevede che, per l'approvazione di operazioni di minore rilevanza, "*all'organo competente a deliberare sull'operazione e al comitato ... siano fornite con congruo anticipo informazioni complete e adeguate. Qualora le condizioni dell'operazione siano definite equivalenti a quelle di mercato o standard, la documentazione predisposta contiene oggettivi elementi di riscontro*". Nel caso, invece, di operazioni di maggiore rilevanza, il comitato deve essere coinvolto "*nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo e con la facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria*".

204 Specie nelle operazioni di maggiore rilevanza, in cui è richiesto il coinvolgimento degli stessi indipendenti fin dalla fase delle trattative e il rilascio di un parere vincolante da parte di quest'ultimi.

205 In linea con quanto finora rappresentato, si segnala come anche altri aspetti dell'applicazione delle procedure interne siano degni di particolare attenzione nella loro concreta declinazione. Così, le modalità di selezione e di nomina di un esperto indipendente da parte del comitato - come pure la verifica della sussistenza del requisito dell'indipendenza dell'esperto - assumono un rilievo centrale nello svolgimento della propria funzione, specie laddo-

Ne consegue che l'obbligo di agire con la necessaria diligenza professionale potrà ritenersi adempiuto se gli amministratori indipendenti avranno preso tutti gli accorgimenti necessari per agire in modo informato e con l'approfondimento ritenuto adeguato alla luce delle caratteristiche della decisione da assumere nonché per garantire l'indipendenza del proprio giudizio²⁰⁶.

La vigilanza della Consob sul rispetto della disciplina sulle operazioni con parti correlate ha riguardo – seppur con modalità diverse tra loro – ad entrambi i profili funzionali sopra descritti, ossia alla trasparenza e alla rispondenza della decisione alle procedure finalizzate alla sua correttezza. Anche in questa materia (specialmente con riguardo al tema della correttezza) la Consob si occupa di controllare il rispetto della disciplina da parte degli amministratori solo in via indiretta, ossia valutando il sindacato che su tale attività è stata compiuta dal collegio sindacale.

Con riferimento alla tutela della trasparenza, i poteri di intervento della Consob non divergono da quelli già sopra analizzati con riferimento ad altro tipo di decisioni del *management* e sono principalmente volti a garantire completezza e chiarezza delle informazioni che devono essere contenute nel documento informativo sulle operazioni di maggiore rilevanza o nelle relazioni finanziarie.

Con riguardo, invece, al rispetto delle condizioni di correttezza sostanziale e procedurale il controllo della Consob è sempre mediato attraverso l'opera del collegio sindacale e, dunque, la disciplina in questione è perfettamente coerente con il quadro complessivo della struttura dei controlli sulla *corporate governance* prima illustrata²⁰⁷.

Infatti, spetta sempre in prima battuta al collegio sindacale verificare il rispetto da parte degli amministratori delle procedure dettate dal Regolamento OPC (e di comunicare alla Consob le eventuali irregolarità riscontrate, ex art. 149, comma 3, Tuf)²⁰⁸.

ve l'esperto sia incaricato di partecipare direttamente alle trattative sull'operazione anche in sostituzione degli stessi componenti del comitato.

206 Ad esempio, particolare attenzione dovrebbe quindi essere dedicata alla valutazione di operazioni di natura "strategica" o comunque rilevanti per la loro rischiosità o per l'incidenza sulla situazione patrimoniale o finanziaria della società; o ancora, alle operazioni proposte dagli amministratori con deleghe che siano anche portatori di interessi in conflitto, quantomeno potenziale, con l'interesse della società.

207 A questo proposito deve sottolinearsi che la disciplina del Regolamento OPC, se, da un lato, non ha alterato la natura dei doveri di vigilanza già previsti dal legislatore per i sindaci delle società quotate, dall'altro, ha certamente reso maggiormente stringenti i doveri di comportamento degli amministratori chiamati a valutare e decidere su un'operazione con parte correlata, nella quale è maggiore il rischio che le loro valutazioni siano influenzate da interessi extrasociali. Sulla configurabilità di uno statuto differenziato per gli amministratori indipendenti che imponga loro doveri e poteri specifici è in atto un ampio dibattito dottrinale. Tuttavia, sebbene non vi sia concordia nell'ammettere l'esistenza di doveri fiduciari rafforzati in capo agli amministratori indipendenti, appare sostanzialmente condivisa l'idea che i compiti loro affidati da specifiche disposizioni (soprattutto nella disciplina sulle operazioni con parti correlate) implicino il rispetto di specifici doveri di comportamento: si veda da ultimo TOMBARI, *Amministratori indipendenti, sistema dei controlli e corporate governance: quale futuro?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, 506 ss. e già REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 2, Torino, 2006, 385 ss.

208 Sulla necessità che il controllo dei sindaci non si esaurisca in verifiche formali, cfr. da ultimo Cass. Civ., 27 maggio 2013, n. 13081, che, confermando la sentenza della Corte d'Appello di Napoli, 4 aprile 2007, n. 1018, ha ribadito quanto osservato al riguardo dai giudici partenopei, ossia che "i sindaci sono tenuti ad un controllo di legalità non puramente formale, ma esteso al contenuto sostanziale dell'attività sociale e dell'azione degli amministratori, allo

Evidentemente, e per le ragioni esposte in precedenza, la funzione del collegio sindacale - così come per qualsiasi altro atto gestorio - non comprende il controllo "circa la convenienza" dell'operazione, ma si riferisce sempre, anche quando rivolto all'applicazione delle procedure per le operazioni con parti correlate, "all'osservanza della legge e al rispetto dei principi di corretta amministrazione" da parte degli amministratori (art. 149, comma 1, lettere a) e b), del TUF), risolvendosi sempre in una valutazione di fondatezza logica, di congruenza, di serietà dei processi alla base delle determinazioni oggetto della verifica seguendo un procedimento logico e metodologico identico a quello utilizzato nel sindacato giurisdizionale dal giudice ordinario²⁰⁹.

In tutti questi casi il rispetto delle regole procedurali da parte degli amministratori e la non manifesta irragionevolezza dell'operazione deve escludere ogni valutazione di merito da parte dei sindaci e, quindi, da parte della Consob.

4 Implicazioni di *policy*

4.1 La *business judgment rule* all'interno degli ordinamenti di *civil law*: tra giurisprudenza e codificazione

Volendo ora passare a compiere alcune riflessioni di carattere sistematico muoviamo da alcuni dati emersi nei paragrafi precedenti.

La valutazione della responsabilità civile degli amministratori in relazione alla propria competenza decisionale nella gestione di una impresa organizzata in forma societaria ha da sempre posto un delicato problema di politica del diritto, ossia quello di trovare il punto di equilibrio tra due contrapposte esigenze: da un lato, non disincentivare l'assunzione dell'incarico da parte delle persone più qualificate (selezione avversa) né indurre atteggiamenti eccessivamente avversi al rischio; dall'altro, fornire adeguata tutela ai soggetti che possono essere ingiustamente danneggiati dagli amministratori.

Il concetto stesso di responsabilità nonché la sua la semantica evidenziano la necessità di predeterminare i valori cui si fa riferimento. Come abbiamo visto la parola *responsabilità* deriva dal tardo latino *respondēre* che non è altro se non il movimento inverso di *spondēre* la cui radice richiama in sé l'idea di rito e di solennità

scopo di verificare che le scelte discrezionali degli amministratori non travalichino i limiti della buona amministrazione; tale controllo deve essere esercitato con particolare diligenza in presenza di situazioni che destino il sospetto di irregolarità nella gestione ed in genere al cospetto di segnali di pericolo circa il malessere economico e finanziario della società".

209 Pertanto, compito del Collegio Sindacale non è quello di sostituirsi agli amministratori nella valutazione del merito dell'operazione, ma solo rilevare la mancata applicazione, da parte degli amministratori e, soprattutto, dei membri del comitato, di quei criteri di valutazione e di quei comportamenti imposti dal canone della diligenza per l'adozione delle proprie decisioni. Ciò, in primo luogo, al fine di verificare che l'operazione persegue "un consistente, serio interesse sociale", e che "l'organo decisionale non sia stato sviato da interessi extrasociali". In tal senso si veda il citato parere *pro veritate* del Prof. Marchetti. Da questo punto di vista eventuali carenze motivazionali o vizi di logicità del parere rilasciato dal comitato possono apparire sintomatiche di un'errata applicazione della procedura societaria sulle operazioni con parti correlate, non sotto il profilo dell'esito della procedura, ma sotto il profilo delle modalità con cui è stata attuata, poiché potrebbe risultare omessa la dovuta valutazione di aspetti dell'operazione o non compiuta secondo criteri e procedure coerenti con i principi di corretta amministrazione e con il canone della diligenza richiesta dalla natura dell'incarico.

e, con esso, quello della *formazione di un dato equilibrio*, di un dato ordine, avente carattere di solennità²¹⁰. La responsabilità è dunque la risposta riparatrice della rottura di un dato equilibrio.

Nella società per azioni (e nel diritto dei contratti in generale) l'utilizzo del termine *responsabilità* ha quindi un preciso significato: rispondere vuole dire ripristinare un equilibrio di valori fissato dalla legge e dallo statuto e turbato dall'azione degli amministratori. La responsabilità consegue all'offesa, alla lesione di un equilibrio giuridico precedentemente dato.

Come illustrato nel Capitolo 2 tale equilibrio (e con esso la disciplina della responsabilità degli amministratori) è variato significativamente nel corso della storia del diritto della società per azioni.

Nelle prime Compagnie delle Indie europee - che erano a forte connotazione pubblicistica - gli amministratori godevano di ampissima autonomia rispetto all'assemblea dei soci (erano nominati e revocati o dal re come in Francia o da un ristretto gruppo di potere come in Olanda), e la loro responsabilità patrimoniale (ulteriore rispetto al conferimento iniziale di capitale) era assai limitata. In questo periodo la limitazione della responsabilità degli amministratori segnò, come detto, una svolta nella storia del capitalismo e agì in modo determinante sul processo di trasformazione del modo di produzione feudale al modo di produzione capitalistico.

Viceversa, con la codificazione napoleonica dei primi del 1800 la disciplina della anonima venne condotta nell'alveo del diritto privato e commerciale ed il rapporto tra amministratori e soci fu disegnato in modo tale da assegnare un forte controllo dei soci sugli amministratori considerati in tutto e per tutto 'mandatari'. Questa configurazione estremamente prudente del rapporto tra soci ed amministratori può forse ritenersi uno dei fattori che ha contribuito a far sì che la società anonima (a differenza della società in accomandita per azioni che garantiva maggiori poteri agli amministratori accomandatari) non risultasse protagonista della grande espansione finanziaria che si ebbe in Francia nella prima metà del XIX secolo.

Oltre che nel tempo, anche nello spazio si riscontra oggi un significativo differente approccio al tema della responsabilità degli amministratori ed ai sottostanti valori che con essa si volgono tutelare. Si allude alla differenza che ancora oggi per molti aspetti esiste fra sistemi di *common law* (ed in particolare a quello degli Stati Uniti d'America) e sistemi di *civil law*.

I giudici degli Stati Uniti (così come i giudici dei paesi di *common law*) si sono dotati della *business judgment rule*, ossia di una sorta di *self-restraint* di natura procedurale per evitare di dover entrare nel merito delle decisioni gestionali degli amministratori laddove queste siano state adottate "*on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company.*"²¹¹ Più in particolare essa è "a rule of law that 'insulates' an officer or director of a corporation from liability for a business decision made in good faith if

210 MAIORCA, *Responsabilità (teoria generale)*, in *Enc.Dir.*, vol. XXXIX, Milano, 1988, p. 1004.

211 *Smith vs Van Gorkom*, 488, A.2d 858, Delaware, 1985.

he is not interested in the subject of the business judgement, is informed with respect to the subject of the business judgement to the extent he reasonably believes to be appropriate under the circumstances, and rationally believes that the business judgement is in the best interest of the corporation"²¹².

Come detto nell'Introduzione, il fondamento logico ed economico di questa regola, ossia il suo *rationale*, risiede in tre distinte (ma collegate) esigenze: *i*) agevolare l'assunzione della carica di amministratore da parte di persone dotate di esperienza e competenza professionale (una eccessiva esposizione alla responsabilità civile degli amministratori dissuaderebbe le persone da assumere la carica di amministratore), *ii*) incoraggiare gli amministratori stessi nel cimentarsi in attività che possono generare grandi profitti per la società (come entrare in nuovi mercati, sviluppare nuovi prodotti, ecc.) e per i soci, ma che, correlativamente, possono comportare rischi maggiori evitando così un'eccessiva avversione al rischio degli amministratori e di perseguire una gestione eccessivamente conservativa, *iii*) evitare ai giudici di invischiarsi in complesse decisioni gestionali societarie peraltro con un "*hindsight bias*", compito rispetto al quale le stesse corti hanno in più occasioni ammesso di essere male equipaggiate, inadatte, non addestrate e competenti per operare.

Se queste sono le finalità e la natura della regola che - entro limiti ben definiti - riconosce il c.d. *droit à l'erreur* agli amministratori, allora non c'è dubbio che essa sia in grado di produrre al meglio i propri effetti (e di essere meglio applicata dai giudici e dall'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari) quanto più la stessa risulti chiara ed incontrovertibile e quanto più riesca a porre gli amministratori nella condizione di valutare e prevedere in anticipo le conseguenze giuridiche della propria condotta. Si tratta, in altre parole, di una tematica concernente la *certezza* del diritto.

Viceversa, più difficilmente le citate finalità della regola potrebbero essere raggiunte laddove la regola fosse poco chiara o venisse lasciata alla libera interpretazione dei singoli giudici chiamati a valutare i diversi casi di responsabilità degli amministratori. In queste ultime ipotesi gli amministratori, infatti, non sarebbero incoraggiati ad assumere la carica e, laddove decidessero di assumere l'incarico, sarebbero comunque indotti a tenere un atteggiamento molto avverso al rischio. L'eccessiva ingerenza dell'autorità giudiziaria rappresenta, infatti, un disincentivo all'adozione di scelte imprenditoriali, favorendo invece una gestione eccessivamente prudente e tendenzialmente inefficiente da parte degli amministratori con il rischio inoltre di attribuire al giudice il ruolo inappropriato di "manager in surroga" e allo stesso modo, un'applicazione troppo ampia del giudizio imprenditoriale porterebbe alla deresponsabilizzazione degli amministratori²¹³.

212 *Chelsea Therapeutics Stockholder Litigation*, Delaware Court of Chancery, 20 maggio 2016; *Am. Soc'y for Testing & Materials v. Corpro Cos.*, 478 F3d 557, 572 (3d Cir. 2007) che cita *Cuker v. Mikalauskas*, 692 A.2d 1042, 1047 (Pa. 1997). Nello stesso senso anche: *Powell v. First Republic Bank*, 274 F. Supp. 2d 660, 668 (E.D. Pa. 2003), *aff'd*, 113 F. App'x 470 (3d Cir. 2004); *Lemenestrel v. Warden*, 964 A.2d 902, 911 n. 6 (Pa. Super. Ct. 2008).

213 In questi termini CESIANO, *L'applicazione della "Business Judgement Rule" nella giurisprudenza italiana*, in *Responsabilità degli amministratori di società e ruolo del giudice* (a cura di Amatucci), cit., p. 112.). Sul punto si veda anche CASSANI, *Responsabilità degli amministratori ex art. 2392 c.c. e onere della prova*, in *Società*, 2012, p. 496; SPIOTTA, *Note in tema di responsabilità degli amministratori*, in *Giur. It.*, 2010, p. 6; DACCO', *Il sindacato del giudice nei confronti degli atti gestori degli amministratori*, in *A.G.E.*, 2003, p. 188. Nello stesso senso si è espresso BODELLINI, *Anco-*

Per queste ragioni nei paesi di *common law* la regola ha ricevuto il massimo grado di certezza e stabilità consentita negli ordinamenti stessi, divenendo un precedente vincolante per le diverse corti²¹⁴.

Meno comprensibile è invece la posizione europea in cui gli Stati membri – in larga parte caratterizzati da ordinamenti di *civil law* dove il precedente giudiziario non è vincolante – talvolta hanno riconosciuto tale regola con una norma di rango primario, talaltra la hanno affidata alla interpretazione delle corti.

Da uno studio della London School of Economics and Political Science del 2013 commissionato dalla Commissione Europea (DG Internal Market and Services)²¹⁵ e dall'esame delle normative nazionali emanate successivamente ad essa²¹⁶, risulta che su venti Paesi Membri che hanno accolto all'interno del proprio ordinamento la *business judgement rule*, otto la hanno codificata nella normativa primaria (Romania, Portogallo²¹⁷, Grecia, Croazia, Germania²¹⁸, Repubblica Ceca, Spagna²¹⁹ e Austria²²⁰)

ra sui criteri di accertamento e di valutazione della condotta degli amministratori, in *Giur. Comm.*, 2011, p. 1187 e TINA, *L'esonero da responsabilità degli amministratori di S.p.a.*, Milano, 2008, p. 382 secondo cui "l'incertezza nella specificazione della condotta dovuta, che si riflette in una corrispondente opinabilità del giudizio di responsabilità, associata al rischio di una eccessiva responsabilizzazione degli amministratori, da un lato, può indurre gli amministratori di una società ad una gestione eccessivamente cauta e prudente rispetto alle preferenze dei soci, con un conseguente aggravio (tendenziale) dei costi gestionali e precauzionali, a discapito sia degli interessi degli stessi soci, sia degli interessi del mercato e dell'economia in generale".

214 Paesi nei quali, inoltre, si sta assistendo ad un massiccio intervento di codificazione della materia: nel Regno Unito con l'emanazione del Companies Act del 2006 e negli Stati Uniti con il Model Business Corporation Act del 2010 e con la codificazione dei principi di *corporate governance* da parte dell'American Law Institute ("A.L.I.").

215 GERNER-BEUERLE, PAECH, SCHUSTER, *Study on Directors' Duties and Liability*, Londra, aprile 2013. Lo studio ha ad oggetto il tema dei doveri e delle responsabilità degli amministratori ed è volto a confrontare il regime di responsabilità degli stessi all'interno dei singoli stati membri ed al fine da costituire una base di conoscenza per una possibile futura azione di armonizzazione in questa materia.

216 Cfr. GERNER BEUERLE – PAECH – SCHUSTER, *Study on Directors' Duties and Liability*, cit., p. 108 e ss. per un'analisi degli ordinamenti europei sino al 2013. Sul tema si veda anche PIONTA – CATANA, *The Business Judgement Rule and Its Reception in European Countries*, cit., p. 125.

217 L'art. 72(2) del Código das Sociedades Comerciais (CSC) come riformato nel 2006 prevede che:

"1. Os gerentes ou administradores respondem para com a sociedade pelos danos a esta causados por actos ou omissões praticados com preterição dos deveres legais ou contratuais, salvo se provarem que procederam sem culpa.
2. A responsabilidade é excluída se alguma das pessoas referidas no número anterior [gerentes ou administradores] provar que actuou em termos informados, livre de qualquer interesse pessoal e segundo critérios de racionalidade empresarial".

218 Si veda il § 93 I 1, 2 dell'Aktiengesetze come modificato nel 2009 secondo cui (in base alla traduzione in inglese) "I componenti del consiglio di gestione devono impiegare, nell'attività di gestione, la diligenza di un ordinario e coscienzioso amministratore. Non agisce in violazione dei suoi obblighi il consigliere di gestione che, nell'assumere una decisione imprenditoriale, poteva ragionevolmente ritenere, sulla base di adeguate informazioni, di agire per il bene della società" (traduzione in italiano tratta da AGSTENER – BORDIGA, *Legge sulle società per azioni della Repubblica federale tedesca*, Milano, 2014, p. 194-195). La norma prevede sia una sorta di standard di colpa (*Verschuldensmaßstab*) ma anche oggettivi obblighi comportamentali (*objektive Verhaltenspflichten*). Inoltre il German Corporate Governance Code, all'art. 3.8 prevede che: "*In the case of business decisions an infringement of duty is not present if the member of the Management Board or Supervisory Board could reasonably believe, based on an appropriate information, that he/she was acting in the best interest of the company (Business Judgement Rule)*". In base a tale normativa oggi in Germania le decisioni degli amministratori non possono essere sindacate da un giudice in presenza di queste quattro condizioni:

- a) è stata presa una decisione inerente all'attività di impresa;
- b) la decisione è stata assunta per il perseguimento del miglior interesse dell'impresa;
- c) la decisione è stata assunta in buona fede, o - secondo quello che è il testo letterale della Sezione 93(1) dell'Aktiengesetz - la persona poteva ragionevolmente ritenere che si trattasse di una decisione assunta per il

e dodici la hanno affidata alla "interpretation of the duty of care's behavioural expectations by the respective courts"²²¹ (si tratta di: Belgio, Bulgaria, Cipro, Danimarca, Finlandia, Ungheria, Italia, Lituania, Lussemburgo, Svezia, Slovenia e Regno Unito).

Tale disomogeneità di trattamento della *business judgement rule* all'interno dell'Unione Europea – che pure è l'espressione di una diversa sensibilità al tema dei diversi Stati Membri – deve essere stigmatizzata per una serie di ragioni.

In primo luogo, in quanto lasciare un tema così delicato alle scelte dei singoli Stati membri o, peggio, – come è stato detto proprio con riferimento ai doveri

perseguimento del miglior interesse dell'impresa, il che implica che la persona fosse imparziale e che non avesse alcun conflitto di interessi e

d) la decisione è stata assunta a seguito di una adeguata informativa (*i.d.* si deve trattare di una 'decisione informata').

In dottrina, per tutti: MERTENS, in *Kölner Kommentar*, terza ed., Cologne, 2010, § 93, par. 6 e 7; SCHIESEL, *Deutsche Corporate Governance post Enron*, in *AktG*, 2002, p. 595; RONDINELLI, *Il sistema di amministrazione e controllo nella società per azioni tedesca*, in *Percorsi di diritto societario europeo* (a cura di E. Pederzini), Torino, 2016, p. 283; ROTH, *Outside Director Liability: German Stock Corporations Law in Transatlantic Perspective*, in *Journal of Corporate Law Studies*, n. 8, 2008, p. 349; WAGNER, *Officers' and Directors' Liability Under German Law – A Potemkin Village*, *Theoretical Inquires in Law*, 2014, 15, p. 69 e ss.; MADISSON, *Duties and liabilities of company directors under German and Estonian law: a comparative analysis*, RGS Research paper n. 7, 2012; KLAPPSTEIN, *Directors' Duties and Liability in Germany*, in *Annex to Study on Directors' Duties and Liability* (curato da Carsten Gerner-Beuerle), Londra, 2013, p. 323, disponibile all'indirizzo web: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/board/2013-study-reports_en.pdf; FLEISCHER, in *Spindler & Stiz, Kommentar zum Aktiengesetz: AktG* (Commentario all'AktG), § 93, 60, seconda ed., 2010; SPINDLER, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz* (Commentario Munich sull'AktG), § 76, 29, terza ed. 2008; nonché BGH (Corte Suprema Tedesca), ZIP (Zeitschrift für Wirtschaft srecht), Rev. Bus. L. 766, 19 (2011) (Ger.); HOPT – ROTH, in *Grosskommentar zum Aktiengesetz* (Commentario all'AktG) § 93(1) cl. 2, 7, 9, quarta ed. 2008; RONDINELLI, *Il sistema di amministrazione e controllo nella società per azioni tedesca*, in *Percorsi di diritto societario europeo* (a cura di E. Pederzini), Torino, 2016, p. 283; GRIGOLEIT – TOMASIC, in *Commentario all'AktG* (a cura di Grigoleit), 2013, § 93 ¶ 17; FLEISCHER, *Commentario all'AktG*, cit., nota 15, § 93 ¶ 29; HABERSACK, *Managerhaftung* (Responsabilità degli amministratori), in *Karlsruher Forum 2009: Managerhaftung* (Responsabilità degli amministratori e dirigenti) 29, 2010, p. 29; THOLE, *Managerhaftung für Gesetzesverstöße* (La responsabilità degli amministratori e dirigenti per la violazione della legge), 173 ZHR (Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaft srecht), *J. Entire Com. & Bus. L.*, 2009, 505, 521. Sull'influenza che ha avuto la giurisprudenza statunitense in Germania sul tema della Business Judgement Rule, si vedano: CARIELLO, *Sensibilità comuni, uso della comparazione e convergenze interpretative: per una Methodenlehre unitaria nella riflessione europea sul diritto dei gruppi di società*, in *RDS*, 2002, p. 264, nota 35; BUNZ, *Der Schutz unternehmerischer Entscheidungen durch das Geschäftsleiterermessen: ein Beitrag zu mehr Rechtssicherheit im Umgang mit der Business Judgement Rule*, Colonia, 2011, 49 e ss.; HOPT, *Aktienrecht unter amerikanischem Einfluss*, in *Festschrift für C.-W. Canaris zum 70. Geburtstag*, Bd. I, Monaco, 2007, 105. La giurisprudenza tedesca da sempre aveva riconosciuto agli amministratori una certa discrezionalità nel compiere le scelte gestionali: per tutti si veda la Corte Federale di Giustizia (BGH) nella sua famosa decisione in ARAG/Garmenbeck (BGH, 21 aprile 1997 – II ZR 175/95, BGHZ 135, p. 244 e ss.) in cui statui che i membri del comitato di sorveglianza che sono legittimati a intraprendere azioni contro i membri del consiglio di gestione debbono comunque sempre riconoscere agli stessi una considerevole libertà nella gestione delle attività di impresa. Sul punto si veda anche PLESSIS – GROSSFELD – LUTTERMANN – SAENGER – SANDROCK – CASPER, *German Corporate Governance in International and European Context*, II Ed., Berlin – Heidelberg, 2012 e ROTH, *Outside Director Liability: German Stock Corporations Law in Transatlantic Perspective*, in *Journal of Corporate Law Studies*, n. 8, 2008, p. 337.

219 In Spagna la *business judgement rule* è stata introdotta prima dalla più attenta giurisprudenza e poi dalla Legge n. 31 del 2014 di Riforma della Ley de Sociedades de Capital entrata in vigore il 24 dicembre 2014 (cfr. art. 226, comma 1). Oggi la Ley de Sociedades all'art. 226, comma 1, prevede che "En el ámbito de las decisiones estratégicas y de negocio, sujetas a la discrecionalidad empresarial, el estándar de diligencia de un ordenado empresario se entenderá cumplido cuando el administrador haya actuado de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado".

220 Dal 1° gennaio 2016 l'Austrian Stock Corporation Act (sect. 84, par. 1a) e l'Austrian Limited Liability Companies Act (sec. 25, par. 1a) prevedono che l'amministratore ha agito con la diligenza richiesta al prudente amministratore se "he is free from outside interests when making business decisions and can assume based on appropriate information that he acts for the benefit of the company".

221 GERNER BEUERLE – PAECH – SCHUSTER, cit., p. 117.

degli amministratori – “interamente all’interpretazione dei giudici e dell’Autorità dei mercati, potrebbe determinare veri e propri arbitraggi regolatori e divenire così un elemento di attrazione o dissuasione per lo stabilimento di imprese, per investimenti finanziari, per l’appetibilità del mercato nazionale. Può essere di serio ostacolo alla creazione di un mercato unico dei capitali”²²².

In secondo luogo, in quanto, tenuto conto di quello che è il *rationale* della *business judgement rule*, si dovrebbe ritenere che essa debba venire considerata a tutti gli effetti come una *regola di ordine pubblico economico*²²³ necessariamente da tutelare con una norma di rango primario e ciò quantomeno per due ordini di ragioni: da un lato in quanto è una regola che mira a garantire la *libertà dell’individuo* nella misura in cui pone gli amministratori nella condizione di valutare e prevedere in anticipo le conseguenze giuridiche della propria condotta (e conseguentemente ai soci di effettuare riscontri) e, dall’altro, in quanto è una regola che intende garantire l’*eguaglianza dei cittadini davanti alla legge* evitando che il grado di tutela accordata agli stessi (ed in particolare ai risparmiatori nei mercati finanziari) dipenda dall’interpretazione che della regola possono dare i diversi giudici chiamati a valutare ipotesi di responsabilità degli amministratori. Tutte le volte che il comportamento lecito ed illecito non sia conosciuto in modo chiaro ed in anticipo, l’amministratore sarà tenuto ad avere un atteggiamento il meno rischioso possibile così eventualmente danneggiando anche la società e gli azionisti che gli hanno conferito mandato

La necessità di regolamentare in modo chiaro un settore così sensibile come è quello della responsabilità degli amministratori (soprattutto nei mercati finanziari dove la trasparenza è un valore particolare)²²⁴ e di non lasciare invece ampi margini di interpretazione ai giudici (diversi tra loro e con sensibilità giuridiche e culture diverse) è da tempo ravvisato dalla dottrina anche come una regola necessaria per meglio *proteggere l’investitore* contro deviazioni e negligenze degli amministratori²²⁵.

Né, tra l’altro, si vede la ragione in base alla quale a livello europeo siano state armonizzate e rese cogenti regole, ad esempio, circa l’esistenza di un potenziale conflitto di interessi di un amministratore in una data operazione della società o circa il numero di azioni attribuite dalla società allo stesso amministratore al fine di valutare il comportamento, mentre sia stata lasciata alla regolamentazione dei singoli stati la materia della responsabilità degli amministratori; materia, questa, che ne influenza certamente maggiormente il comportamento.

Per le considerazioni sino ad ora svolte parrebbe potersi concludere che in Europa sarebbe utile e necessario introdurre una disciplina armonizzata e di rango primario della *business judgment rule*. Laddove ciò non fosse possibile sarebbe comunque auspicabile una analoga (ossia di livello primario) disciplina nazionale.

222 MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 33.

223 Sul tema, per tutti, si veda FERRI, *Ordine pubblico – diritto privato* (voce), in *Enc. Dir.*, Milano, 1980, vol. XXX, p. 1056.

224 HOPT, *Directors’ Duties and Shareholders’ Rights in the European Union: Mandatory and/or Default Rules?*, in *Riv. Soc.*, 2016, p. 16 e 17.

225 EASTERBROOK – FISCHEL, *L’economia delle società per azioni*, Milano, 1996, pp. 5-50.

4.2 Per una *business judgment rule* 'efficiente'

Se si ritiene che l'Europa (o in via subordinata, l'Italia) si debba dotare di una norma primaria che disciplini la *business judgment rule*, la domanda conseguente da porsi è la seguente: quali obiettivi dovrebbe avere questa regola?

La responsabilità infatti è un concetto, oltre che un istituto giuridico, che va costruito in relazione agli scopi pratici che si intendono perseguire, con la conseguenza che esso può essere diverso nelle diverse epoche storiche e nei diversi settori del diritto. Le regole che governano la responsabilità – come più in generale quelle che regolano tutta l'attività di impresa – sono inoltre il frutto di un processo storico elaborativo molto lento e diverso da paese a paese, in cui si combinano aspetti giuridici, aspetti economici, aspetti sociali e aspetti politici²²⁶.

Ad esempio, sino a tutto il 1800 ogni forma di responsabilità civile aveva alla propria base un concetto di colpa caratterizzato da una forte connotazione etica. E' solo dopo la rivoluzione americana e francese che ha iniziato ad imporsi invece l'idea che la finalità di giustizia fosse incompatibile con la conservazione dell'ordine sociale tradizionale.

Solo alla fine dell'ottocento affiorò altresì l'idea che il rischio potesse e dovesse essere il diverso ed ulteriore fondamento della responsabilità e che spettasse al sistema economico e giuridico nel suo complesso stabilire, da un lato, gli standard di diligenza esigibili e, dall'altro, i livelli sopportabili di danni.

È da questo momento in poi che anche la nostra tradizione giuridica si è munita di una certa capacità di predire le conseguenze sociali delle regole che si desiderava attuare e di selezionare le regole proprio in base alla desiderabilità di tali conseguenze; in altre parole a considerare gli intenti e gli scopi delle norme in una dimensione dinamica.

Nella storia del diritto commerciale italiano (ed anche francese)²²⁷ questa 'capacità predittiva' si è sostanziata in norme sulla responsabilità degli amministratori costruite (sino alla Riforma Vietti del 2003) sulla falsariga di quelle della responsabilità civile e contrattuale in generale (ossia equiparando i rapporti tra amministratore e società a quello tra mandante e mandatario²²⁸), norme che, a loro volta, ebbero sempre due precise funzioni: una funzione reintegrativa/compensativa del danneggiato e una funzione sanzionatoria nei confronti del danneggiante. Si è sempre ritenuto infatti che queste finalità fossero da sole sufficienti per bilanciare i poteri attribuiti dal contratto sociale agli amministratori e per garantire che il loro esercizio fosse

226 ALPA, *La responsabilità d'impresa*, in *La responsabilità d'impresa* (a cura di Alpa e Conte), Milano, 2015, p. 5.

227 V. par 225-251 del Code des Sociétés. Per un commento a tale normativa: MESTRE, *Have french judges the power to scrutinize and criticize company directors' decisions?*, in *Responsabilità degli amministratori di società e ruolo del giudice* (a cura di C. Amatucci), Milano, 2014, p. 79. La giurisprudenza francese applica infatti alla responsabilità degli amministratori le regole proprie della responsabilità civile dettate dal Codice civile e, in particolare, dal par. 1383 "Chacun est responsable du dommage qu'il a causé non seulement par son fait, mais encore par sa négligence ou par son imprudence" e dal par. 1384, comma 1, "On est responsable non seulement du dommage que l'on cause par son propre fait, mais encore de celui qui est causé par le fait des personnes dont on doit répondre, ou des choses que l'on a sous sa garde".

228 Rapporto, questo, che ancora oggi caratterizza le società di persone ai sensi dell'art. 2260 c.c.

correttamente impiegato nell'interesse della società²²⁹. Ancora oggi la responsabilità degli amministratori deriva dall'inadempimento - definito dall'art. 1218 c.c. quale "inesatta esecuzione della prestazione dovuta" - di una loro obbligazione²³⁰, o meglio, ai sensi dell'art. 2392 c.c. da un mancato adempimento con diligenza agli obblighi ad essi imposti dalla legge o dall'atto costitutivo²³¹.

Questa impostazione della responsabilità degli amministratori non è però certo l'unica e tantomeno la più recente.

Sempre dal punto di vista predittivo, a partire dalla prima metà del 1900 in poi, l'analisi giuridica si è arricchita di ulteriori strumenti di conoscenza nella prospettiva della più razionale ed economica distribuzione delle risorse: le teorie dell'impresa²³², l'analisi economica del diritto²³³ e, da ultimo, anche la considerazione dei vantaggi competitivi che certe regole possono avere rispetto a quelli di altri ordinamenti²³⁴. Strumenti utili per ampliare la comprensione della realtà e che deb-

229 In passato si è sempre rimarcato il fatto che per effetto del contratto sociale si verifica una scissione tra coloro che detengono la proprietà dell'impresa e coloro che gestiscono l'impresa (cfr. FRANZONI, *Gli amministratori e i sindaci*, in *Le Società*, Trattato Diretto da F. Galgano, Torino, 2002, p. 265 e ss.). Posto che in questo modo l'amministrazione della società spetta in via esclusiva ed originaria agli amministratori, la responsabilità sociale costituisce allora il mezzo per giustificare l'esercizio di un potere che non trova legittimazione nella proprietà delle azioni o delle quote (per tutti si veda WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, cit.).

230 Sulla natura della responsabilità degli amministratori verso la società, verso i soci e verso i terzi si vedano tra i tantissimi: BONELLI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano, 1992, p. 1 e ss.; *id.*, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da Colombo e Portale, 4, 1991, p. 323 e ss.; WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974, p. 168; ALLEGRI, *Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori*, Milano, 1979, p. 121 e ss.; MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, p. 332 e ss.; AMBROSINI, *La società per azioni. La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, IV, 2010, 668; FABIANI, *L'azione di responsabilità dei creditori sociali e le altre azioni sostitutive*, Milano, 2015, p. 9 e ss.; AA.VV., *La responsabilità degli amministratori nelle società di capitali*, Padova, 2013; CONFORTI, *La responsabilità civile degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2012, p. 54; MAZZONI, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, in *Liber Amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, 823; LIBONATI, *Creditori sociali e responsabilità degli amministratori delle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2006, p. 628; GAMBINO - SANTOSUOSSO, *Società di capitali*, II, Torino, 2006, p. 128; RORDORF, *Azione di responsabilità, concordato preventivo e amministrazione controllata*, in *Società*, 1995, 751; ROSSI, *La responsabilità degli amministratori verso la società per azioni*, in *La responsabilità di amministratori, sindaci e revisori contabili*, a cura di Ambrosini, Milano, 2007, p. 1 e ss.; FRANZONI, *Società per azioni. Dell'amministrazione e del controllo*, in *Commentario Scialoja-Branca al codice civile*, Bologna-Roma, 2008, 500; MUCCIARELLI, *L'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori di società quotate*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 61; JAEGER, *La responsabilità degli amministratori e dei sindaci nelle procedure concorsuali: una valutazione critica*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 548.

231 BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, Milano, 1992, p. 1 e 2. Tra i principali doveri specifici incombenti sugli amministratori di società (sia essa quotata o non quotata) si ricordano, a titolo esemplificativo: il dovere di istituire i libri contabili obbligatori e quelli richiesti dalla natura e dalla dimensione dell'impresa, di curare la regolare tenuta delle scritture contabili, di redigere tempestivamente il bilancio di esercizio, di convocare senza indugio l'assemblea quando le perdite d'esercizio abbiano intaccato per oltre un terzo il capitale sociale, di compiere soltanto gli atti di gestione che rientrano nell'oggetto sociale, di non compiere atti di concorrenza in danno alla società, ecc. (Cfr. QUATRARO - PICONE, *La responsabilità di amministratori, sindaci, direttori generali e liquidatori di società*, Tomo I, Milano, 1998, p. 3 e ss.).

232 Per tutti: COASE, *The nature of the firm*, in *Economica*, 1937 e JENSEN e MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, n. 4, pp. 305-360.

233 Per tutti: POSNER, *A Theory of Negligence*, in *1 J.Leg. Studies*, 1972, p. 30; CALABRESI, *The costs of Accidents, New Haven e Londra*, 1970, trad. it. con presentazione di Rodotà, Milano, 1975; ATIYAH, *Accidents, Compensation and the Law*, Londra, 1975; ALPA, *Colpa e responsabilità nell'analisi economica del diritto*, in *Pol. Dir.*, 1976, pp. 431-448.

bono essere considerati al pari di altri per progettare le riforme dell'ordinamento giuridico in quanto rappresentano un apparato teorico da cui non è ormai più possibile prescindere e la cui importanza deve essere riconosciuta anche da chi non condivide l'uno, l'altro o molti dei risultati cui i relativi teorici sono pervenuti²³⁵.

In tema di responsabilità civile e contrattuale i diversi 'nuovi' obiettivi indicati da queste teorie possono essere qui così sinteticamente descritti.

La finalità della disciplina della responsabilità civile e contrattuale non deve essere solo quella di compensare le vittime per i danni sofferti ma anche di orientare i comportamenti verso l'efficienza, ossia internalizzando i costi dell'attività posta in essere. In questa prospettiva la vera finalità dei sistemi di responsabilità deve essere la amministrazione del danno nel modo più efficiente possibile, contenendo i costi sociali, realizzando una razionale distribuzione del rischio secondo parametri di economicità e favorendo in definitiva la "internazionalizzazione delle esternalità", ovvero l'assorbimento dei costi connessi allo svolgimento di attività potenzialmente dannose da parte di chi crea il rischio anziché su coloro cui il rischio viene traslato²³⁶.

La disciplina della responsabilità degli amministratori, come illustrato nell'Introduzione, deve essere inquadrata all'interno della più ampia tematica dei costi di agenzia in quanto il benessere di una parte, detta *principal* (nel nostro caso gli azionisti), dipende dagli atti posti in essere da un'altra parte, detta *agent* (gli amministratori): per gli azionisti è infatti utile che il comportamento degli amministratori sia orientato non solo a tutelare la propria individuale responsabilità ma anche a gestire in modo efficiente l'impresa²³⁷. In altre parole tale disciplina deve sempre servire ad allineare il comportamento degli stessi con l'interesse degli azionisti²³⁸ ma al tempo stesso essa deve essere anche in grado di individuare con precisione quali siano questi interessi oltre a riconoscere una sorta di "premiabilità" in relazione ai rischi assunti dagli amministratori con cognizione di causa ed utilizzando la diligenza loro richiesta.

Essa deve tenere conto del fatto che l'imprenditore deve necessariamente e costantemente affrontare condizioni di rischio (ossia eventi variamente verificabili la

234 Per tutti su quest'ultimo tema si vedano: ZOPPINI, *La concorrenza tra gli ordinamenti giuridici*, in *La concorrenza tra gli ordinamenti giuridici* (a cura di Zoppini), Roma-Bari, 2004, p. 17 e ss.; PORTALE, «Armonizzazione» e «concorrenza» tra ordinamenti nel diritto societario europeo, in *La concorrenza tra gli ordinamenti giuridici* (a cura di Zoppini), Roma-Bari, 2004, p. 104; CETRA, *La persona giuridica amministratore*, Torino, 2013, p. 55.

235 DENOZZA, *Analisi economica e diritto delle società per azioni*, in *Analisi economica del diritto privato* (a cura di Alpa, Chiassoni, Pericu, Pulitini, Rodotà, Romani), Milano, 1998, p. 318. Correttamente è stato detto che quando si dice che "le teorie dell'impresa e l'analisi economica del diritto sono estranee alla nostra *legal tradition* cioè implica una visione delle cose nelle quali queste ultime sono restrittivamente intese come uno strumento di *valutazione* e non di conoscenza della realtà. E' proprio invece della nostra tradizione giuridica, figlia del razionalismo critico occidentale, quell'atteggiamento legistico che ci ha condotto a ricercare nel mondo fisico norme e leggi, così come i primi giuristi avevano cercato le leggi atte a mettere ordine nel caso delle relazioni umane" (GAMBARO, *L'analisi economica del diritto nel contesto della tradizione giuridica occidentale*, in *Analisi economica del diritto privato*, cit., p. 456).

236 Così ALPA, *Colpa e responsabilità nell'analisi economica del diritto*, in *Pol. Dir.*, 1976, pp. 431-448.

237 Cfr. KRAAKMAN - DAVIES - HANSMANN - HERTIG - HOPT - KANDA - BOCK, *Diritto societario comparato* (a cura di Enriques), Bologna, 2006, p. 29.

238 COFFEE - SCHWARTZ, *The Survival of the Derivative Suit: An Evaluation and a Proposal/or Legislative Reform*, cit., p. 302.

cui probabilità di accadimento può essere sommariamente prevista e in qualche modo stimata) e di incertezza (ossia gli eventi immaginabili in astratto mai i cui esiti non sono esattamente prevedibili e quantificabili)²³⁹.

In definitiva la disciplina della responsabilità degli amministratori deve essere ben calibrata in modo tale da bilanciare adeguatamente il *trade-off* fra efficienza economica e protezione degli investitori. La regola dovrebbe, da un lato, assicurare adeguati incentivi ad intraprendere progetti innovativi e redditizi ma potenzialmente molto rischiosi, prevenendo la possibilità di un controllo giurisdizionale troppo intrusivo, e, dall'altro, assicurare che vi sia un'analisi accurata preventiva dei progetti per evitare distruzione di valore in iniziative che posano danneggiare gli investitori, prevedendo adeguati spazi di valutazione delle scelte imprenditoriali affinché la minaccia di azioni risarcitorie da parte degli investitori danneggiati sia sufficientemente credibile e abbia un effetto disciplinante sul comportamento degli amministratori²⁴⁰. Proprio queste considerazioni spiegherebbero, ad esempio, la condotta "intermedia" delle corti americane, che solo in casi rari e circoscritti ritengono responsabili i manager per i danni causati dalle loro scelte come ampiamente illustrato nei paragrafi 1.1 e 1.2²⁴¹.

Naturalmente, si tratta di una scelta politica delicata poiché, pur mantenendo chiari criteri definitivi in merito ai parametri rispetto ai quali è possibile una revisione giurisdizionale dell'operato degli amministratori che dia un quadro di certezza del diritto, è possibile declinare in concreto la norma sia, da un lato, restringendo al minimo gli spazi concessi al sindacato di merito in modo da privilegiare i profili dell'efficienza economica sia, dall'altro, ampliando molto i margini di discrezionalità concessi al giudice, pur nell'ambito di criteri predefiniti, per assicurare il massimo livello di tutela degli investitori.

239 VELLA – BOSI, *Diritto ed economia delle società*, Bologna, 2015, p. 11; ALPA – LECCESE, *Responsabilità di impresa*, in *Digesto civ.*, Agg., IV, XVII, Torino, 1999, p. 272; ALPA – CONTE (a cura di), *La responsabilità d'impresa*, Milano, 2015, p. 2; TRIMARCHI, *Rischio e responsabilità oggettiva*, Milano, 1961; AA.VV., *La responsabilità dell'impresa*, Milano, 2006.

240 Naturalmente, nella misura in cui gli amministratori possono assicurarsi dal rischio di risarcimento danni derivante da un'azione di responsabilità, regole di sindacato giurisdizionale molto intrusive (o che prevedono risarcimenti molto elevati, di natura punitiva oltre che meramente risarcitoria), oltre a non avere un effetto disciplinante sul comportamento dei manager, generano dei costi "sociali" che vengono in ultima analisi sopportati dagli azionisti sotto forma di maggiori remunerazioni degli amministratori. Inoltre, risarcimenti molto elevati e regole di sindacato giurisdizionale molto stringenti (o non chiaramente declinate) possono determinare un eccesso di liti e azioni di responsabilità, con elevati costi sociali, soprattutto là dove gli azionisti sanno che gli amministratori sono assicurati (Cfr. SARATH, *Uncertain Litigation and Liability Insurance*, *Rand Journal of Economics*, 1991). Allo stesso tempo, soprattutto là dove esiste la possibilità di assicurare il rischio legale, regole poco stringenti e risarcimenti molto limitati rendono poco credibili minacce di azioni risarcitorie da parte degli azionisti che possono avere ex ante un effetto disciplinante sull'operato dei manager e quindi massimizzare il valore dell'impresa (Cfr. GUTIERREZ, *An Economic Analysis of Corporate Directors' Fiduciary Duties*, *Rand Journal of Economics*, 2003). Dunque, anche in presenza della possibilità di assicurare i rischi legali da parte degli amministratori, la regola ottimale appare quella di un approccio intermedio nel sindacato giurisdizionale degli amministratori, che bilanci le esigenze di sviluppo economico con quelle di tutela degli azionisti. Sul tema si vedano anche: CHIASSONI, *Analisi economica del diritto e teorie economiche: un inventario di strumenti*, in *Analisi economica del diritto privato* (a cura di Alpa, Chiassoni, Pericu, Pulitini, Rodotà, Romani), Milano, 1998, p. 511 e COOTER, MATTEI, MONATERI, PARDOLESI, ULEN, *Il mercato delle regole – Analisi economica del diritto civile*, Bologna, 1999, p. 209.

241 Cfr. ad esempio, ENGERT – GOLDLUKE, *Why Agents Need Discretion: The Business Judgment Rule as Optimal Standard of Care*, mimeo, University of Mannheim, 2014.

È immaginabile anche che il legislatore possa graduare l'impostazione della norma in funzione della tipologia di impresa, prevedendo, ad esempio, un'impostazione più attenta ai profili dell'efficienza economica per le imprese di piccole e medie dimensioni che operano in settori altamente innovativi, che effettuano investimenti caratterizzati da un livello di rischio molto elevato e da tecnologie molto complesse rispetto alle quali i giudici possono essere poco attrezzati ad effettuare valutazioni di merito.

Per le considerazioni sino ad ora svolte parrebbe potersi concludere che in Europa sarebbe utile e necessario introdurre una disciplina armonizzata e di rango primario della *business judgment rule*. Laddove ciò non fosse possibile sarebbe comunque auspicabile una analoga (ossia di livello primario) disciplina nazionale che si allineasse alle analoghe scelte già compiute da diversi Paesi (Stati Uniti, Regno Unito, Germania, Spagna, Portogallo, Grecia, Austria, ecc.).

Tale necessità è particolarmente avvertita sui mercati finanziari nei quali pur esistendo già una normativa speciale in materia di parti correlate che risulta all'avanguardia ed ispirata alla BJR, essa non ha però portata generale in quanto: a) ha un ambito oggettivo (le operazioni con parti correlate) e soggettivo (si applica alle società aperte) di applicazione ben delimitato, b) ha un *enforcement* altrettanto limitato in quanto consente alla Consob di sanzionare le società per le violazioni alle sole regole che impongono l'informativa al mercato sulle operazioni con parti correlate, mentre per le violazioni di tipo procedurale le consente di sanzionare soltanto i sindaci per l'omessa vigilanza sul rispetto della procedura da parte degli amministratori e non anche gli stessi amministratori o la parte correlata. Queste limitazioni della disciplina delle operazioni con parti correlate fanno sì che la Consob non possa utilizzare la stessa in quella attività quotidiana che è chiamata a svolgere nella valutazione del comportamento degli amministratori, dovendo invece utilizzare i criteri ed i canoni ermeneutici elaborati dalla giurisprudenza in materia di *business judgement rule* per valutare *i)* il rispetto delle norme relative alla trasparenza sui mercati finanziari nei casi in cui le stesse lascino una certa autonomia valutativa e predittiva all'organo amministrativo e *ii)* la adeguatezza degli assetti organizzativi e delle procedure interne predisposte da tale organo (valutazione che può compiere in via diretta per gli intermediari finanziari e solo in via indiretta – ossia tramite la valutazione del controllo effettuato dal collegio sindacale – per gli emittenti non finanziari). In tutte queste ipotesi la nuova disciplina diventerebbe il punto di riferimento sia per l'attività di vigilanza e sanzionatoria sia per gli stessi soggetti vigilati.

La disciplina, da questo punto di vista, dovrebbe diventare la regola generale da utilizzare sia in campo di responsabilità civile che amministrativa da parte del giudice e dell'Autorità di vigilanza sui mercati; essa probabilmente dovrebbe farsi carico di distinguere tra comportamenti dolosi e comportamenti colposi e di estendere la responsabilità amministrativa anche agli amministratori delle società quotate.

In particolare in Italia la disciplina della BJR dovrebbe riflettere in qualche modo quelli che sono stati i risultati raggiunti dalla giurisprudenza della Corte di Cassazione (condivisi dalla dottrina) nel corso degli anni e di cui si è dato ampio riscontro nelle pagine che precedono, secondo i quali:

- a) al giudice non è consentito sindacare l'opportunità e la convenienza delle scelte gestionali degli amministratori;
- b) non è inoltre possibile valutare l'operato degli amministratori con un giudizio *ex post*; viceversa occorre prendere in considerazione la condotta tenuta dagli amministratori avendo riguardo alle sole circostanze oggettive e soggettive esistenti al momento del compimento dell'atto o dell'omissione;
- c) al giudice invece è consentito controllare il percorso attraverso il quale la scelta è stata posta in essere. Pertanto, mentre la scelta tra il compiere o meno un atto di gestione, ovvero di compierlo in un certo modo o in determinate circostanze non è suscettibile di essere apprezzata in termini di responsabilità giuridica, al contrario la responsabilità può essere generata dall'eventuale omissione, da parte dell'amministratore, di quelle cautele, di quelle verifiche o di quelle informazioni preventive normalmente richieste prima di procedere a quel tipo di scelta: in altre parole, il giudizio sulla diligenza non può investire le scelte di gestione, ma il modo in cui sono compiute;
- d) la insindacabilità delle scelte di gestione da parte del giudice trova un limite rappresentato dalla irragionevolezza o irrazionalità della decisione. Decisioni che appaiano chiaramente irragionevoli o irrazionali potranno essere scrutinate dal giudice anche nel merito.

Detta normativa primaria dovrebbe limitarsi a fissare i principi generali della *business judgement rule* per lasciare invece al giudice ed all'Autorità dei mercati finanziari l'applicazione al caso concreto.

Bibliografia

- AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, in *Liber Amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, 823
- AA.VV., *La responsabilità dell'impresa*, Milano, 2006
- ABBADESSA, *La gestione dell'impresa della società per azioni*, Milano, 1975
- AGSTENER – BORDIGA, *Legge sulle società per azioni della Repubblica federale tedesca*, Milano, 2014
- ALCHIAN – DEMSETZ, *Production, Information Costs, and Economic Organization*, *American Economic Review*, LXII, n. 5, 1972
- ALLEGRI, *Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori*, Milano, 1979
- ALLEN, *Realigning the Standard of Review of Director Due Care with Delaware Public Policy: a Critique of Van Gorkom and its Progeny as a Standard of Review Problem*, *NW U. L. Rev.*, 2002, 96
- ALPA, *Colpa e responsabilità nell'analisi economica del diritto*, in *Pol. Dir.*, 1976, pp. 431-448
- ALPA, *La responsabilità d'impresa*, in *La responsabilità d'impresa* (a cura di Alpa e Conte), Milano, 2015, p. 5
- ALPA – LECCESE, *Responsabilità di impresa*, in *Digesto civ.*, Agg., IV, XVII, Torino, 1999, p. 272
- ALVARO, D'ERAMO, GASPARRI, *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate*, *Quaderno Giuridico Consob n. 7*, maggio 2015
- AMBROSINI, *I poteri del collegio sindacale*, in *Abbadessa – Portale* (diretto da), *Il nuovo diritto delle società – Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 3, Torino, 2007, p. 59
- AMBROSINI, *La società per azioni. La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, IV, 2010, 668
- ANDENAS – WOOLDRIDGE, *European Comparative Law*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009
- ANGELICI, *Diligentia quam in suis e business judgement rule*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006, p. 675 ss.
- ANGELICI, *Note sulla responsabilità degli amministratori di società a responsabilità limitata*, in *Riv. Soc.*, 2007, p. 1217
- ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006
- ANGELICI, *Le società per azioni, Vol. 1: Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* Cicu-Messineo, Milano 2012

- ANGELICI, *Introduzione alla riforma della società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Torino, 2006, Vol. I
- ARSALIDOU, *Objectivity Vs Flexibility in Civil law Jurisdictions and The Possible Introduction of the Business Judgement Rule in English Law*, Sweet and Maxwell limited and Contributors, 2003
- ARSHT, *The Business Judgment Rule Revisited*, 8 HoFSTRA L. Rev. 93 (1979)
- ARSHT - HINSEY, *Codfed Standard-Safe Harbor But Chartered Chan. nel- 4 Response*, 35 Bus. LAW. 947 (1980)
- ASCARELLI, *L'interesse sociale dell'art. 2441 c.c.*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 93 e ss.
- ASCARELLI, *Istituzioni di diritto commerciale*, 1937, ristampa 1938
- ASQUINI, *I battelli del Reno*, in *Riv. Soc.*, 1967, p. 617 e ss.
- ATIYAH, *Accidents, Compensation and the Law*, Londra, 1975; ALPA, *Colpa e responsabilità nell'analisi economica del diritto*, in *Pol. Dir.*, 1976, pp. 431-448
- AZUNI, *Dizionario universale ragionato della giurisprudenza mercantile*, III Ed., Tomo I, Livorno, 1834, p. 326
- BAILEY - KANDAWALLA, *Directors' Liability and Indemnification: A Global Guide*, London, 2007
- BAINBRIDGE, *The Business Judgement Rule as Abstention Doctrine*, 57 *Vand. L. Rev.*, 2004, 83
- BERLINGUER, *Sui progetti di codice di commercio del Regno d'Italia*, Milano, 1970
- BERNINI, *Sistemi giuridici a confronto: responsabilità degli amministratori all'estero*, in *La responsabilità degli amministratori nelle società di capitali*, Padova, 2013, p. 651
- BIANCA, *Inadempimento delle obbligazioni*, in SCIALOJA e BRANCA (a cura di), *Commentario del Codice Civile Libro quarto: Obbligazioni art. 1218-1229*, Bologna-Roma, 1979, 169
- BIANCHI, *Appunti sul governo societario delle Sgr*, in *L'attuazione della Mifid in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, Il Mulino, 2010, pp. 287 ss.
- BLACK - BERNARD - BRIAN - CHEFFINS - KLAUSNER, *Outside Director Liability*, Stanford L. rev. 2006, 58, 1055-1159
- BLOCK - PRUSSIN, *The Business Judgment Rule and Shareholder Derivative Actions*, 37 Bus. LAW. 27 (1981)
- BODELLINI, *Ancora sui criteri di accertamento e di valutazione della condotta degli amministratori*, in *Giur. Comm.*, 2011, p. 1187
- BONELLI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1985
- BONELLI, *Gli amministratori di S.P.A. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004
- BONELLI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano, 1992.
- BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da Colombo e Portale, 4, 1991, p. 323 e ss.

- BORGIOLO, *L'amministrazione delegata*, Firenze, 1982
- BORNIER, *Ordonnance de Louis XIV sur le commerce, enrichie d'annotations et de Decisions importantes*, Parigi, 1749
- BORSARI, *Codice di Commercio del Regno d'Italia annotato*, I, Torino, 1868
- BUNZ, *Der Schutz unternehmerischer Entscheidungen durch das Geschäftsleiterermessen: ein Beitrag zu mehr Rechtssicherheit im Umgang mit der Business Judgment Rule*, Colonia, 2011, 49 e ss.
- CABRAS, *La responsabilità per l'amministrazione delle società di capitali*, Torino, 2002
- CAHN - DONALD, *Comparative company law*, New York: Cambridge University press, 2010
- CALABRESI, *The costs of Accidents*, New Haven e Londra, 1970, trad. it. con presentazione di Rodotà, Milano, 1975
- CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985
- CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, Torino, 2015
- CARIELLO, *Sensibilità comuni, uso della comparazione e convergenze interpretative: per una Methodenlehre unitaria nella riflessione europea sul diritto dei gruppi di società*, in RDS, 2002, p. 264, nota 35
- CASSANI, *Responsabilità degli amministratori ex art. 2392 c.c. e onere della prova*, in *Società*, 2012, p. 496
- CESIANO, *L'applicazione della "Business Judgment Rule" nella giurisprudenza italiana*, in *Responsabilità degli amministratori di società e ruolo del giudice* (a cura di Amatucci), Milano, 2014, p. 103 ess.
- CESIANO, *L'applicazione della "Business Judgment Rule" nella giurisprudenza italiana*, in *Giur. comm.*, 2013, II, 960
- CETRA, *La persona giuridica amministratore*, Torino, 2013, p. 55
- CHIASSONI, *Analisi economica del diritto e teorie economiche: un inventario di strumenti*, in *Analisi economica del diritto privato* (a cura di Alpa, Chiassoni, Pericu, Pulitini, Rodotà, Romani), Milano, 1998, p. 511
- COASE, *The Nature of the Firm*, *Economica*, 1937
- COFFEE, *Shareholders Versus Managers: The Strain in the Corporate Web*, 85 *Mich. L. Rev.* 1, 26 (1986)
- COFFEE - SCHWARTZ, *The Survival of the Derivative Suit: An Evaluation and a Proposal/or Legislative Reform*, 81 *Colum. L. Rev.* 261 (1981)
- CONFORTI, *La responsabilità civile degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2012, p. 54

- COOTER, MATTEI, MONATERI, PARDOLESI, ULEN, *Il mercato delle regole – Analisi economica del diritto civile*, Bologna, 1999, p. 209
- COPPER-ROYER, *Traité des sociétés, I: Historique de la notion de société*, Parigi, 1938
- COSTI, *Tutela degli interessi e mercato finanziario*, in *Riv. Trim dir proc civ*, 1999
- COTTINO, *Diritto commerciale – Le società e le altre associazioni economiche*, Vol. I, Tomo II, terza ed., Padova, 1994
- DACCO', *Il sindacato del giudice nei confronti degli atti gestori degli amministratori*, in *A.G.E.*, 2003, p. 188
- DAVIES – WORTHINGTON, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, Londra, 2012
- D'ALESSANDRO, *Il diritto delle società da i battelli del Reno alle navi vichinghe*, in *Foro it.*, 1988, parte V, p. 48 e ss.
- DE ANGELIS, Sub 149, in AA.Vv. (a cura di Fratini, Gasparri), *Il Testo Unico della Finanza*, II, Torino, 2012
- DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, nel *Codice di commercio commentato* (a cura di Bolaffio, Rocco e Vivante), Torino, 1938, p. 210
- DE NICOLA, sub art. 2392, in F. GHEZZI (a cura di), *Amministratori*, MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI e NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, 545
- DENOZZA, *Analisi economica e diritto delle società per azioni*, in *Analisi economica del diritto privato* (a cura di Alpa, Chiassoni, Pericu, Pulitini, Rodotà, Romani), Milano, 1998, p. 318
- DENT, *The Power of Directors to Terminate Shareholder Litigation: The Death of the Derivative Suit* 75 Nw. U. L. REv. 96 (1980)
- DESARIO, *La responsabilità degli amministratori di banche: esecutivi e non esecutivi*, in *Banca-ria*, 2016, p. 56 e ss.
- DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano, 2005
- DONGIACOMO, *Insindacabilità delle scelte di gestione, adeguatezza degli assetti ed onere della prova*, in AMATUCCI (a cura di), *Responsabilità degli amministratori di società e ruolo del giudice un'analisi comparatistica della Business Judgment Rule*, Milano, 2014, 32
- DOOLEY – VEASEY, *The Role of the Board in Derivative Litigation: Delaware Law and the Current ALI Proposal Compared*, 44 *Business Law* 503, 1989
- EASTERBROOK – FISCHER, *L'economia delle società per azioni*, Milano, 1996, pp. 5-50
- EISENBERG, *The Divergence of Standards of Conduct and Standards of review in Corporate Law*, *Fortham L. rev.*, 1993, 62 (3), 437-468
- EISENBERG – COX, *Corporations and Others Business Organizations – Cases and Materials*, 10th Edition, New York, 2011 (ed. in lingua italiana)

- EISENBERG, *Obblighi e responsabilità degli amministratori e dei funzionari nel diritto americano*, in *Giur. Comm.*, 1992, p. 617
- ENGERT – GOLDLUKE, *Why Agents Need Discretion: The Business Judgment Rule as Optimal Standard of Care*, mimeo, University of Mannheim, 2014
- FABIANI, *L'azione di responsabilità dei creditori sociali e le altre azioni sostitutive*, Milano, 2015, p. 9 e ss.; AA.VV., *La responsabilità degli amministratori nelle società di capitali*, Padova, 2013
- FARENAGA, *La riforma delle società: la responsabilità degli amministratori*, in *Giur. Merito*, 2004, 1, p. 155
- FERRARINI, *Origins of Limited Liability Companies and Company Law Modernisation in Italy: a Historical Outline*, in Gepken-Jager, van Solinge, Timmerman (Eds.), *VOC 1602 – 2002. 400 Years of Company Law*, in *Law of Business and Finance*, vol. 6, Deventer, The Netherlands, 2005, p. 189
- FERRI, *Ordine pubblico – diritto privato* (voce), in *Enc. Dir.*, Milano, 1980, vol. XXX, p. 1056
- FISCHEL, *The Business Judgment Rule and the Trans Union Case*, 40 *Bus. Law* 1437, 1441 (1985)
- FLEISCHER, *Spindler & Stilz, Kommentar zum Aktiengesetz: AktG* (Commentario all'AktG), § 93, 60, seconda ed., 2010
- FRANCHI, *La responsabilità degli amministratori di s.p.a. e gli strumenti di esonero da responsabilità*, Milano, 2014
- FRANZONI, *Gli amministratori e i sindaci*, in *Le Società*, Trattato Diretto da F. Galgano, Torino, 2002, p. 265 e ss.
- FRANZONI, *sub art. 2392*, in *Società per azioni, III dell'amministrazione e del controllo 1. Disposizioni generali Degli amministratori*, in GALGANO (a cura di), *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2008, 470
- FRANZONI, *sub art. 2380-bis*, in *Società per azioni, III dell'amministrazione e del controllo 1. Disposizioni generali Degli amministratori*, in GALGANO (a cura di), *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2008, 7
- FRE', *L'organo amministrativo nelle società anonime*, Roma, 1938
- GALGANO, *Storia del diritto commerciale*, Bologna, 1976
- GALGANO, *La società per azioni. Principi generali*, in *Il codice civile – Commentario* (diretto da Schlesinger), Milano, 1996
- GALGANO – GENGHINI, *Il nuovo diritto societario, I, La nuove società di capitali e cooperative*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2006
- GAMBARO, *L'analisi economica del diritto nel contesto della tradizione giuridica occidentale*, in *Analisi economica del diritto privato*, (a cura di Alpa, Chiassoni, Pericu, Pulitini, Rodotà, Romani), Milano, 1998, p. 456

- GAMBINO – SANTOSUOSSO, *Società di capitali*, IV Ed., Torino, 2014
- GERNER-BEUERLE, PAECH, SCHUSTER, *Study on Directors' Duties and Liability*, Londra, aprile 2013
- GUTIERREZ, *An Economic Analysis of Corporate Directors' Fiduciary Duties*", *Rand Journal of Economics*, 2003
- GASPARRI, *I controlli interni nelle società quotate*, Quaderno giuridico Consob n. 4, 2013
- GATTI, *La responsabilità nel sistema francese*, sez. III dei *Sistemi giuridici a confronto: responsabilità degli amministratori all'estero*, in *La responsabilità degli amministratori nelle società di capitali*, Padova, 2013, p. 681
- GERNER BEUERLE – PAECH – SCHUSTER (Department of Law, London School of Economics), *Study on Directors' Duties and Liability*, Studio per la Commissione Europea, Londra (LSE enterprise), aprile 2013
- GOLDSCHMIDT, *Storia universale del diritto commerciale*, trad. it., Torino, 1913
- GRAZIANI, MINERVINI, BELVSIO e SANTORO, *Manuale di diritto commerciale*, Padova, 2013
- GRIGOLEIT – TOMASIC, *Commentario all'AktG* (a cura di Grigoleit), 2013, § 93 ¶ 17
- GUATRI – BINI, *L'impairment test nell'attuale crisi finanziaria e dei mercati reali*, Milano, 2009
- GUTIERREZ, *An Economic Analysis of Corporate Directors' Fiduciary Duties*", *Rand Journal of Economics*, 2003
- HABERSACK, *Managerhaftung* (Responsabilità degli amministratori), in *Karlsruher Forum 2009: Managerhaftung* (Responsabilità degli amministratori e dirigenti) 29, 2010, p. 29
- HANSMANN – KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, in *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach* (a cura di KRaakman, Davies, Hansmann, Hertig, Hopt, Kanda, Rock) Oxford University Press, pp. 21-31
- HANSMANN, KRAAKMAN, *Che cos'è il diritto societario*, in *Krakmann, Davies, Hansmann, Hertig, Kopt, Kanda, Rock, Diritto societario comparato*, a cura di Enriques, Bologna, 2007, 20
- HARRIS – RAVIV, *Optimal Incentive Contracts with Imperfect Information*, *Journal of Economic Theory*, 1979
- HOLMSTROM, *Moral Hazard and Observability*, *The Bell Journal of Economics*, 1979
- HOPT, *Aktienrecht unter amerikanischem Einfluss*, in *Festschrift für C.-W. Canaris zum 70. Geburtstag*, Bd. I, Monaco, 2007, 105
- HOPT, *Directors' Duties and Shareholders' Rights in the European Union: Mandatory and/or Default Rules?*, in *Riv. Soc.*, 2016, p. 16
- HOPT – ROTH, *Grosskommentar zum Aktiengesetz* (Commentario all'AktG) § 93(1) cl. 2, 7, 9, quarta ed. 2008
- HORSON, *Questions sur le code de commerce*, I, *Introduction*, Parigi, 1830, p. XVII

- IUDICA, *Sulla responsabilità di amministratori di s.p.a. per transazioni concluse con debitori sociali*, in *Giust. civ.*, 1983, I, 608
- JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964
- JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. Comm.*, 2000, I, p. 795 e ss.
- JAEGER, *La responsabilità degli amministratori e dei sindaci nelle procedure concorsuali: una valutazione critica*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 548
- JENSEN – MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, 1976, pp. 305-360
- JOHNSON, *The Modest Business Judgement Rule*, *Business L. Rev.*, 2000, p. 625
- JORDAN, *The business judgement rule today: an american perspective*, in *Responsabilità degli amministratori di società e ruolo del giudice* (a cura di C. Amatucci), Milano, 2014, p. 71
- KLAPPSTEIN, *Directors' Duties and Liability in Germany*, in *Annex to Study on Directors' Duties and Liability* (curato da Carsten Gerner-Beuerle), Londra, 2013, p. 323, disponibile all'indirizzo web: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/board/2013-study-reports_en.pdf
- KRAAKMAN – DAVIES – HANSMANN – HERTIG – HOPT – KANDA – BOCK, *Diritto societario comparato* (a cura di Enriques), Bologna, 2006
- LAMBERT, *Executive Effort and Selection of Risky Projects*, *Rand Journal of Economics*, 1986
- LEGGIERI, *Commento all'art. 40*, in *Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini – G. Gasparri, Torino, 2012, p. 602 e ss.
- LIBONATI, *Creditori sociali e responsabilità degli amministratori delle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società*, *Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadesse e Portale, Torino, 2006, p. 628
- LOOSE – GRIFFITHS – IMPEY, *The Company Director, Powers, Duties and Liabilities*, Bristol, 2008
- LUPI, *Commento all'art. 34*, in *Testo Unico della Finanza* (a cura di M. Fratini – G. Gasparri), Torino, 2012, pp. 544 ss.
- MADISSON, *Duties and liabilities of company directors under German and Estonian law: a comparative analysis*, RGSL Research paper n. 7, 2012
- MAGNANI, sub art. 149, in AA.VV. (a cura di P. Marchetti, L.A. Bianchi), *La disciplina delle società quotate nel Tuf*. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Milano, 1999, p. 1683
- MAIORCA, *Responsabilità (teoria generale)*, in *Enc.Dir.*, vol. XXXIX, Milano, 1988, p. 1004
- MANNING, *The Business Judgement Rule and Director's Duty of Attention: Time for Reality*, in *39 Bus. Law.*, 1984, 1477
- MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 33

- MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa (non bancaria)*, in *Orizz. Dir. Comm.*, 2014
- MAZZONI, *L'impresa tra diritto ed economia*, in *Riv.soc.*, 2008, p. 649
- MAZZONI, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, in *Liber Amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, p. 813
- MCMILLAN, *Honest Services Update: Directors' Liability Concerns After Skilling and Black*, in 18 *Tex. Wesleyan L. rev.*, 180, 2011
- MCMILLAN, *The Business Judgment Rule as an immunity Doctrine*, in *William Mary Business L. Rev.*, vol. 4, 521, 2015
- McMURRAY, *An Historical Perspective on the Duty of Care, the Duty of Loyalty and the Business Judgement Rule*, *Vand. L. Rev.*, 1987, 40, 605; ARSHT, *The Business Judgement Rule Revisited*, *Hofstra L. Rev.*, NY, 1979-1980, 8, 93; RADIN, *The Business Judgement Rule – Fiduciary Duties of Corporate Directors*, VI ed., United States, 2009
- MERTENS, in *Kölner Kommentar*, terza ed., Cologne, 2010, § 93, parr. 6 e 7
- MESTRE, *Have french judges the power to scrutinize and criticize company directors' decisions?*, in *Responsabilità degli amministratori di società e ruolo del giudice* (a cura di C. Amattucci), Milano, 2014, p. 79
- MICHIELI, *La gestione del conflitto di interessi nelle operazioni con parti correlate*, Milano, 2016
- MIGNOLI, *Società e giurisprudenza*, in *Riv. Soc.*, 1964, p. 513
- MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *Riv.soc.*, 1958, p. 725
- MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956
- MONTALENTI, *L'amministrazione sociale dal testo unico alla riforma del diritto societario*, in *Giur. Comm.*, 2003, p. 423
- MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. Soc.*, 2013, p. 42 e ss.
- MORTIORE, *Company Directors. Duties. Liabilities and Remedies*, Oxford, 2009
- MOSCO, *sub art. 2382-2383*, in NICCOLINI e STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali Commentario*, artt. 2380-2448, Napoli, 2004, 606
- MUCCIARELLI, *L'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori di società quotate*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 61
- NAVARRINI, *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Commentario al Codice di commercio*, Milano, 1924
- NAVARRINI, *Trattato teorico-pratico di diritto commerciale*, Milano-Torino-Roma, 1919, vol. IV, p. 370

- NECKER, *De l'administration des finances de France*, Lione-Losanna, 1784
- NIGRO, "Principio" di ragionevolezza e regime degli obblighi e della responsabilità degli amministratori, in *Giur. comm.*, 2013, I, 462
- PADOA SCHIOPPA, *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano, 1992
- PERRONE, *Informazione al mercato e tutela dell'investimento*, Milano, 2003
- PIONTA – CATANA, *The Business Judgement Rule and Its Reception in European Countries*, in *The MacrotHEME Review* 4(7), 2015, p. 125
 PISCITELLO, *La responsabilità degli amministratori di società di capitali tra discrezionalità del giudice e business judgment rule*, in *Riv. soc.*, 2012, 1171
- PLATEROTI, *Commento sub. artt. da 60-ter a 65*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza* a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, p. 806
- PLESSIS – GROSSFELD – LUTTERMANN – SAENGER – SANDROCK – CASPER, *German Corporate Governance in International and European Context*, II Ed., Berlin - Heidelberg, 2012
- POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *NLCC*, 2010, 6, pp. 1333 – 1409
- PORTALE, «Armonizzazione» e «concorrenza» tra ordinamenti nel diritto societario europeo, in *La concorrenza tra gli ordinamenti giuridici* (a cura di Zoppini), Roma-Bari, 2004, p. 104
- POSNER, *A Theory of Negligence*, in 1 *J. Leg. Studies*, 1972, p. 30
- PRATT – ZECKHAUSEN, *Principal and Agents. The Structure of Business*, ed. da, Boston, 1985;
 HANSMANN – KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, in AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford New York, 2004, p. 21 e ss.
- PRATT – ZECKHAUSEN, *Principal and Agents. The Structure of Business*, Harvard Business School Press, 1991
- PROVIDENTI, *Il controllo giudiziario ed i controlli esterni*, in *La governance nelle società di capitali*, (diretto da M. Vietti), Milano, 2013, p. 619 e ss.
- PRUNTY, *The Shareholders' Derivative Suit: Notes on its Derivation*, 32 *N.Y.U. L. Rev.* 980 (1957)
- QUATRARO – PICONE, *La responsabilità di amministratori, sindaci, direttori generali e liquidatori di società*, Tomo I, Milano, 1998, p. 233
- RADIN, *The Business Judgement Rule – Fiduciary Duties of Corporate Directors*, VI ed., United States, 2009, p. 1 e ss.
- REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 2, Torino, 2006, 385 ss.
- RIOLFO, *Gran Bretagna e Stati Uniti: il sistema di amministrazione e controllo delle companies e delle corporations*, in *Percorsi di diritto societario europeo* (a cura di E. Pederzini), Torino, 2016, p. 315
- RONDINELLI, *Il sistema di amministrazione e controllo nella società per azioni tedesca*, in *Percorsi di diritto societario europeo* (a cura di E. Pederzini), Torino, 2016, p. 283

- RORDORF, *La responsabilità civile degli amministratori di s.p.a. sotto la lente della giurisprudenza*, in *Società*, 2008, p. 1195
- RORDORF, *Azione di responsabilità, concordato preventivo e amministrazione controllata*, in *Società*, 1995, 751
- ROSSI, *La responsabilità degli amministratori verso la società per azioni*, in *La responsabilità di amministratori, sindaci e revisori contabili*, a cura di Ambrosini, Milano, 2007, p. 1 e ss.
- ROSSI, *Controllo pubblicistico sulle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1958, p. 521
- ROTH, *Outside Director Liability: German Stock Corporations Law in Transatlantic Perspective*, in *Journal of Corporate Law Studies*, n. 8, 2008, p. 349
- SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003
- SARATH, *Uncertain Litigation and Liability Insurance*, *Rand Journal of Economics*, 1991
- SCHIESSEL, *Deutsche Corporate Governance post Enron*, in *AktG*, 2002, p. 595
- SOPRANO, *Della responsabilità civile e penale degli amministratori di società per azioni*, Torino, 1910
- SPADA – SCIUTO, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* (a cura di Colombo e Portale), 2004, Vol. I, p. 60
- SPALAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, *Riv. Soc.*, 2015, p. 1138
- SPINDLER, *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz* (Commentario Munich sull'AktG], § 76, 29, terza ed. 2008
- SPIOTTA, *Note in tema di responsabilità degli amministratori*, in *Giur. It.*, 2010, p. 6
- STIRPE, *Rassegna di giurisprudenza sulla diligenza come criterio di responsabilità dell'amministratore*, in AFFERNI e VISINTINI, *Principi civilistici nella riforma del diritto societario*, Milano, 2005, 49
- STELLA RICHTER, *Appunti sulla evoluzione della disciplina dell'amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, in *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* (a cura di G. Mollo), *Quaderno Giuridico Consob n. 9*, ottobre 2015, p. 69
- STELLA RICHTER, *Gli amministratori non esecutivi nell'esperienza italiana*, in *Banca, impresa società*, 2005, 163.
- STELLA RICHTER, *La governance delle società di gestione del risparmio*, Assogestioni, http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,140,4921/assog_quad_0109.pdf
- TAROLA, *Commento sub. art. 73*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza* a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, p. 886
- THOLE, *Managerhaftung für Gesetzesverstöße* (La responsabilità degli amministratori e dirigenti per la violazione della legge), 173 *ZHR* (*Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaft srecht*), *J. Entire Com. & Bus. L.*, 2009, 505, 521

- TINA, *Insindacabilità nel merito delle scelte gestionali degli amministratori e rinuncia all'azione sociale di responsabilità (art. 2393, ultimo comma, c.c.)*, in *Giur. comm.*, 2001, II, 343-344
- TINA, *L'esonero da responsabilità degli amministratori di S.p.a.*, Milano, 2008, p. 382
- TOMBARI, *Amministratori indipendenti, sistema dei controlli e corporate governance: quale futuro?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, 506 ss.
- TRIMARCHI, *Rischio e responsabilità oggettiva*, Milano, 1961
- TROPLONG, *Du contrat de société*, Bruxelles, 1843
- UNGARI, *Profilo storico del diritto delle anonime in Italia*, Roma, 1974
- VASSALLI, *sub art. 2392*, in NICCOLINI e STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali Commentario*, Napoli, 2004, 676
- VASSALLI, *L'art. 2392 novellato e la valutazione della diligenza degli amministratori*, in SCOGNAMIGLIO, *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, Milano, 2003, p. 26 e nt. 1.
- VELLA – BOSI, *Diritto ed economia delle società*, Bologna, 2015, p. 11
- VENTORUZZO, *Responsabilità degli amministratori di società per azioni nei confronti della società: le principali novità della riforma*, in *Riv. Dott. Comm.*, 2004, p. 363
- VENTORUZZO, *Richiamo e difesa delle radici istituzionali dell'impresa nel codice civile*, in *Gli imprenditori* (a cura di Paolazzi, Sylos Labini e Traù), Venezia, 2016, p. 88
- VICARI, *I doveri degli organi sociali e revisori in situazioni di crisi dell'impresa*, in *Giur. Comm.*, 2013, I, p. 133
- VIETTI, *Nuove società per un nuovo mercato – La riforma delle società commerciali*, Roma, 2003
- VIGHI, *Notizie storiche sugli amministratori ed i sindaci delle società per azioni anteriori al codice di commercio francese (contributo alla storia delle società per azioni)*, 1898 ripubblicato in *Riv. soc.*, 1960, p. 663 ss.
- VIVANTE, *Trattato teorico pratico di diritto commerciale*, Torino, 1893
- VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale. Le società commerciali*, Milano, 1929, vol. II
- WAGNER, *Officers' and Directors' Liability Under German Law – A Potemkin Village*, *Theoretical Inquires in Law*, 2014, 15, p. 69 e ss.
- WEBER, *La Compagnie française des Indes (1604-1875)*, Parigi, 1904, p. 189
- WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974
- WILLIAMSON, *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Englewood Cliffs, New Jersey, 1964
- ZOPPINI, *La concorrenza tra gli ordinamenti giuridici*, in *La concorrenza tra gli ordinamenti giuridici* (a cura di Zoppini), Roma-Bari, 2004, p. 17 e ss.

Recenti pubblicazioni

- 11** – novembre 2016
Quaderni giuridici *Business judgement rule e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori*
S. Alvaro, E. Cappariello, V. Gentile, E.R. Iannaccone, G. Mollo, S. Nocella, M. Ventoruzzo; con prefazione a cura di P. Marchetti
- 6** – agosto 2016
Position papers *L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi.*
Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa
CONSOB – CNDCEC
- 10** – luglio 2016
Quaderni giuridici *Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria.*
Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime
S. Alvaro, G. Siciliano; con prefazione a cura di C. Angelici
- 6** – aprile 2016
Discussion papers *La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob. Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'equity crowdfunding*
S. Carbone, F. Fiamma, T. Marcelli, V. Mirra, D. Zaottini
- 83** – marzo 2016
Quaderni di finanza *Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence.*
Evidence from the Italian market
M. Gentile, N. Linciano, P. Soccorso
- 9** – ottobre 2015
Quaderni giuridici *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*
a cura di G. Mollo
- 8** – giugno 2015
Quaderni giuridici *Il controllo societario nel Testo unico della finanza.*
Problemi e prospettive di riforma
G. Mollo, D. Montesanto
- 82** – maggio 2015
Quaderni di finanza *Financial disclosure, risk perception and investment choices.*
Evidence from a consumer testing exercise
M. Gentile, N. Linciano, C. Lucarelli, P. Soccorso
- 7** – maggio 2015
Quaderni giuridici *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate.*
Aspetti comparatistici e linee evolutive
S. Alvaro, D. D'Eramo, G. Gasparri

- 81** – aprile 2015
Quaderni di finanza Proxy advisors and shareholder engagement.
 Evidence from Italian say-on-pay
M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre
- 80** – marzo 2015
Quaderni di finanza The impact of high-frequency trading on volatility.
 Evidence from the Italian market
V. Caivano
- 79** – dicembre 2014
Quaderni di finanza The liquidity of dual-listed corporate bonds.
 Empirical evidence from Italian markets
N. Linciano, F. Fancello, M. Gentile, M. Modena
- 78** – luglio 2014
Quaderni di finanza Financial architecture and the source of growth.
 International evidence on technological change
L. Giordano, C. Guagliano
- 6** – luglio 2014
Quaderni giuridici La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico italiano
S. Alvaro
- 77** – giugno 2014
Quaderni di finanza Real-time evaluation of GDP in some Eurozone countries
C. Guagliano, C. Mantovani
- 5** – giugno 2014
Position papers Mappatura delle infrastrutture di negoziazione in Italia.
DIVISIONE MERCATI
Ufficio Vigilanza Infrastrutture di Mercato
- 76** – febbraio 2014
Quaderni di finanza Say-on-pay in a context of concentrated ownership.
 Evidence from Italy
M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre
- 75** – gennaio 2014
Quaderni di finanza Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy.
 An empirical analysis
M. Bianchi, A. Ciavarella, L. Enriques, V. Novembre, R. Signoretti
- 5** – gennaio 2014
Quaderni giuridici La deviazione dal principio "un'azione – un voto"
 e le azioni a voto multiplo
S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano
- 4** – settembre 2013
Quaderni giuridici I controlli interni nelle società quotate.
 Gli assetti della disciplina italiana e i problemi aperti
G. Gasparri