

PARTE I

STORIA E PRINCIPI GENERALI
DEL DIRITTO COMMERCIALE

CAPITOLO I

IL DIRITTO COMMERCIALE DALLA SEPARAZIONE DEI CODICI ALLA GLOBALIZZAZIONE *

SOMMARIO

1. La contrapposizione dialettica tra diritto civile e commerciale. – 2. Unità e separatezza dei codici: un problema sovrastimato. – 3. Il problema reale: il rapporto dialettico tra aree regolatorie. – 4. I caratteri generali del diritto commerciale dall'Unità ad oggi: universalità, specialità, sovranazionalità. – 5. L'evoluzione del diritto societario, finanziario e dell'impresa sino alle soglie del Terzo Millennio: una sintesi. – 6. Il Terzo Millennio: globalizzazione, decadenza della sovranità nazionale e privatizzazione del diritto. – 7. Società quotate e mercati finanziari. Europa e Stati Uniti a confronto. – 8. Società quotate e mercati finanziari: il sistema italiano. – 9. Crisi finanziaria e tecniche di regolazione: un dibattito aperto. Verso uno *jus cosmopolitanum*? – 10. *Corporate governance*, etica, diritto.

1. *La contrapposizione dialettica tra diritto civile e commerciale.*

La rivisitazione del tema classico – negli studi sulla codificazione – del rapporto tra separatezza politica e unità del mercato e, per converso, tra unità politica e separatezza dei codici suggerisce una lettura dell'evoluzione del diritto commerciale alla luce di un peculiare angolo prospettico ovvero del contrappunto dialettico tra specialità del diritto commerciale e *vis* espansiva sul diritto civile, da un lato; separatezza regressiva, per così dire, del diritto civile rispetto al diritto commerciale di contro ad una, sempre riemergente, funzione riunificatrice, in chiave sistematica, del primo (il diritto civile) rispetto al secondo (il diritto commerciale).

Anticipando riflessioni qui di seguito più ampiamente sviluppate, possiamo ricordare come dagli albori del diritto commerciale ad oggi, dalle prime forme di responsabilità limitata alla società azionaria unipersonale, dalla prevalenza della proprietà alla prevalenza del contratto, dal primato del diritto successorio alle sistemazioni ereditarie attraverso schemi societari, e forme affini, dall'impero della ti-

* Questo capitolo consiste nella rielaborazione della relazione svolta al Convegno, *La conciliazione dei diritti dopo l'Unità d'Italia. Dalla separazione dei codici alle nuove fonti del diritto*, organizzato da ISDACI nell'ambito della celebrazione dei 150 anni dell'Unità d'Italia, tenutasi a Milano, il 28 novembre 2011, ed è stato pubblicato in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2012, p. 379 ss.

picità dei contratti al trionfo dei contratti atipici, l'intera storia del diritto commerciale è scandita dal suo affermarsi come diritto speciale rispetto al diritto comune e, poi, al diritto civile ed il suo normalizzarsi, poi, come diritto generale esteso a tutta la società civile¹.

Ma il diritto civile ritorna in funzione ordinatrice là dove l'eccessiva analiticità della disciplina rischia di produrre pericolose fratture o un diritto vivente smisuratamente orientato al singolo caso concreto.

Si pensi, ad esempio, alla disciplina della documentazione contrattuale in materia finanziaria: il punto di equilibrio tra tutela formale e tutela sostanziale – del contraente c.d. debole, ma anche dell'intermediario finanziario, è ritrovato dalla giurisprudenza attraverso il richiamo alle clausole generali di correttezza e buona fede.

Il *diritto societario* è retto, come è noto da principi del tutto peculiari rispetto al diritto civile: si pensi alla nullità del contratto di società, alla nullità e annullabilità delle deliberazioni, al concetto di diligenza (degli amministratori), all'opponibilità dei limiti ai poteri di rappresentanza, alla prescrizione, e l'elenco potrebbe continuare.

Ma il diritto privato ha visto riconosciuta una sua funzione disciplinare e ordinatrice in una importante, direi epocale, decisione della Suprema Corte² che ha riconosciuto l'applicabilità del principio di *correttezza* all'esecuzione del contratto di società, consentendo così di adottare un correttivo sostanziale più flessibile e plasmabile in relazione al caso concreto di quanto non permettessero i più ardui percorsi dell'abuso del diritto.

2. Unità e separatezza dei codici: un problema sovrastimato.

Devo sin da subito precisare che tra unità e separazione sia dei codici sia dei diritti (commerciale e civile) e unità e separazione politica non v'è, a mio parere, una correlazione "in senso forte". Non vi è dubbio che la promulgazione di codici nazionali, che sostituirono i codici preunitari, assolve ad una funzione di omogeneizzazione del tessuto della società civile che, a ben vedere, e la realtà di oggi ne è quotidiana testimonianza, è per molti versi più ardua e complessa dell'unificazione politica³. La mediazione della rappresentanza politica, anche nella forma debole della monarchia costituzionale, ebbe una forza unificatrice maggiore di quanto l'istituto della proprietà privata, nella sua funzione antifeudale derivata dal *Code*

¹ Per questa impostazione si veda, in particolare, F. GALGANO, *Storia del diritto commerciale*, Il Mulino, Bologna, 1976, *passim*.

² Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giur. it.*, 1996, I, 1, c. 574 che ha statuito l'annullabilità di una delibera di scioglimento anticipato adottata con l'unico scopo di estromettere un socio, per violazione, appunto, del principio di correttezza.

³ In argomento vedi ora G. CAZZETTA, *Codice civile e identità giuridica nazionale*, Giappichelli, Torino, 2011.

Napoléon, possa avere avuto sul consolidato potere della proprietà agraria latifondista.

Non deve quindi assegnarsi un eccesso di significato al dato – *per se*, in effetti, contraddittorio – per cui i più importanti codici preunitari, come ci ha recentemente ricordato Paolo Spada⁴ – il Codice di Parma, Piacenza e Guastalla del 1820, quello degli Stati Estensi del 1851 e la parte quinta del Codice per il Regno delle Due Sicilie, del 1819 – sono codici civili unificati *ante litteram* mentre con l'unificazione, di poco ad essi successiva, l'opzione del legislatore fu nel senso della separazione del Codice civile del 1865 dal coevo Codice di Commercio, poi rapidamente sostituito con il più moderno Codice di Commercio del 1882.

Così come ben si può ricordare la drammatica contrapposizione tra l'unificazione dei codici del 1942 e la separazione politica dell'Italia di poco successiva, superata nel 1945 dalla vittoria delle forze della Liberazione sul nazifascismo.

Senza voler qui ripercorrere il serrato dibattito che impegnò la dottrina per oltre un ventennio, e in particolare dal progetto Vivante alla promulgazione del codice unificato⁵, mi limito ad osservare che se al tema della unità “formale” dei codici non deve essere assegnata soverchia importanza, rilievo sostanziale assume invece il problema del rapporto tra aree regolatorie, aree di diritto vivente, aree teorico-dottrinali che tradizionalmente definiamo con i sintagmi “diritto civile” e “diritto commerciale”.

È vero infatti che l'unificazione dei codici del 1942 risolse nel senso di una efficiente razionalizzazione alcuni problemi di ampio respiro sistematico – quale la duplicità della gerarchia delle fonti, la separatezza dei principi generali delle obbligazioni e la duplicazione dei contratti omonimi (vendita civile e commerciale, ecc.) – ma è vero anche che il rapporto qualificante consiste nella relazione tra aree disciplinari.

«Nel momento in cui fu attuata, – ha scritto Giorgio Oppo⁶ – l'unificazione non ha certo sacrificato il diritto commerciale...

I principi generali delle obbligazioni commerciali (in tema di conclusione ed esecuzione dei contratti, di determinazione del loro oggetto, di solidarietà passiva tra coobbligati, di esclusione di termini giudiziari di grazia, di produttività di diritto degli interessi, di cessione dei crediti, ecc.) sono divenuti principi generali del diritto delle obbligazioni; sono state introdotte clausole generali (come quella di correttezza) di particolare rilievo nell'esercizio di attività economiche; disposizioni dettate per singoli contratti commerciali sono divenute norme del tipo contrattuale *tout court* o addirittura norme generali ai contratti (così soprattutto talune disposi-

⁴ P. SPADA, *Codice civile e diritto commerciale*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 331 ss.

⁵ Si veda, in particolare, G. COTTINO, *Introduzione al Trattato. Il diritto commerciale tra antichità, medioevo e tempo presente: una riflessione critica*, in G. COTTINO-G. BONFANTE, *L'imprenditore*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. I, Cedam, Padova, 2001.

⁶ G. OPPO, *Codice civile e diritto commerciale*, in *Scintillae Juris*, Studi in memoria di Gino Gorla, Giuffrè, Milano, 1994, II, p. 1279 ss. e in *Riv. dir. civ.*, 1993, I, p. 221 ss.

zioni già dettate per la vendita e per il mandato commerciali); i contratti disciplinati nel codice di commercio e molte fattispecie negoziali, già create dalla pratica e ignote alla legge, sono state tipizzate (contratti bancari, forme di vendita mobiliare, somministrazione, contratto estimatorio, contratti di agenzia); alcune materie, come quella dei titoli di credito, hanno trovato spazio e sistemazione generale; l'espansione dell'area dell'impresa ha aperto un ambito di applicazione corrispondente a regole di nuova introduzione riguardanti la formazione (art. 1330) e l'interpretazione (art. 1368 ma anche 1370) dei contratti, la tutela dell'azienda e gli atti di disposizione su di essa (artt. 2555 ss., 2598 ss.)».

3. Il problema reale: il rapporto dialettico tra aree regolatorie.

Può dunque dirsi assunto condiviso che l'apparente assorbimento, (e quindi *deminutio*), del diritto commerciale nel diritto civile abbia in realtà rappresentato, sotto diversi profili, un'espansione delle regole commercialistiche in sostituzione delle analoghe regole civilistiche. Si pensi, in materia di *società*, oltre a quanto poco sopra ricordato, alla scomparsa della società civile, assorbita nella categoria della società semplice, ma deprivata dell'elemento civilistico del godimento.

Si pensi, ancora, alla centralità dell'*impresa* come attività che segna l'assunzione della categoria quale pilastro dell'economia di produzione e di scambio rispetto all'atto di commercio che conservava alla proprietà ruolo prioritario e, per contro, carattere di specialità al segmento individualizzato di produzione giuridica, cioè all'atto di commercio.

Per queste ragioni Paul Ripert ebbe a interpretare, acutamente, ed esattamente, l'assorbimento del codice di commercio come *commercialisation du droit privé*.

Prova ne sia che Stati caratterizzati da una storia antica di unità nazionale, come Francia e Germania, hanno mantenuto, ancor oggi, codici separati.

Prova ne sia altresì la circostanza che unità e separatezza dei codici non necessariamente coincidono con *unità e separatezza della giurisdizione*.

In Italia, pur permanendo i codici separati per più di mezzo secolo, l'unificazione della giurisdizione fu realizzata nel 1888.

In Francia i *Tribunaux de Commerce* sono separati dai Tribunali civili, ma la concentrazione in pochissime "corti" ne fa quasi una giurisdizione specializzata, più che una giurisdizione separata.

In Germania, a fronte di un sistema di codificazione duplice, il BGB e l'HGB, la giurisdizione è, tuttavia, unica.

4. I caratteri generali del diritto commerciale dall'Unità ad oggi: universalità, specialità, sovranazionalità.

Il diritto commerciale nell'evoluzione dall'Unità ad oggi conferma, da un lato, caratteri distintivi tipici ad esso sin dagli albori delle origini e presenta, dall'altro lato, tratti di novità che ne segnano la modernità.

Impossibile tracciarne un quadro esaustivo nei limiti ristretti di queste brevi note. Mi limiterò ad alcuni cenni per dedicare poi qualche più approfondita considerazione all'evoluzione del *diritto societario* e agli sviluppi recenti in materia di *diritto dell'impresa*, entrambi caratterizzati da un fenomeno di recezione del diritto speciale nel diritto comune.

L'universalità del diritto commerciale – intesa come insensibilità della regolazione ai confini politici nazionali è indicata da Goldschmidt⁷, (e poi da Vivante e Ascarelli), come tratto costante delle leggi mercantili: cambiale, commenda, compagnia si sviluppano come istituti transazionali, fulcro della *lex mercatoria*.

Segue così alle consolidazioni e alle codificazioni, che trasformano il diritto privato speciale in diritto statutale comune, (confermando il tratto caratterizzante della specialità), la rinascita, nel secolo scorso, di prassi commerciali transazionali, in particolare in materia contrattuale: si pensi alla contrattualistica di origine anglo-americana – in relazione alla quale si è ipotizzata la riemersione di una vera e propria nuova *lex mercatoria*.

Il carattere *speciale* del diritto commerciale, nella sua dialettica espansione nei confronti del diritto civile permane come tratto costante della evoluzione normativa dal codice di commercio in poi: la *responsabilità limitata* si emancipa progressivamente dal carattere di eccezionalità, sino a consolidarsi – ma soltanto nel 1993 per la s.r.l. e nel 2003, con la riforma del diritto societario, per la s.p.a. – nella società di capitali unipersonale; le regole di tutela dei *consumatori* assurgono a codice; le disposizioni in materia di *contratti di settore* – si pensi all'intermediazione finanziaria e al contratto di assicurazione – colorano di tratti innovativi le clausole generali di buona fede, correttezza, diligenza, fornendo “materia” per una più moderna sistemazione teorica dei concetti classici del diritto privato.

Il tratto nuovo a mio parere più significativo deve però ravvisarsi nell'emersione possente della regolazione pubblica sovranazionale, effetto, non unico, ma fondamentale (quale elemento tipizzante del diritto commerciale oggi) della globalizzazione.

Ma prima di analizzare l'oggi è opportuno premettere una rapida sintesi della evoluzione del diritto societario e finanziario dall'Unità ai giorni nostri.

⁷ Cfr. L. GOLDSCHMIDT, *Storia universale del diritto commerciale*, Utet, Torino, 1913. Ma vedi anche F. GALGANO, *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Il Mulino, Bologna, 2005 e G. COTTINO, *Introduzione al Trattato. Il diritto commerciale tra antichità, medioevo e tempo presente: una riflessione critica*, in G. COTTINO-G. BONFANTE, *L'imprenditore*, in *Trattato di diritto commerciale*, cit., p. 3 ss.

5. L'evoluzione del diritto societario, finanziario e dell'impresa sino alle soglie del Terzo Millennio: una sintesi.

Tracciare l'evoluzione del diritto societario, finanziario e dell'impresa dall'Unità ad oggi impone – nell'ambito di una succinta riflessione – una forte sintesi, rinviando ad opere sistematiche, non di rado eccellenti⁸.

5.1. Per quanto riguarda il *diritto societario* si può osservare che il Codice di commercio del 1865, di regola negletto, perché rapidamente sostituito dal Codice del 1882, oltre ad aver suscitato un ampio dibattito, non si è limitato ad una mera rivisitazione formale del codice piemontese, ma ha introdotto, nel diritto societario, istituti nuovi quale il conflitto di interessi del socio amministratore (art. 148), la responsabilità degli amministratori, equiparata alla responsabilità del mandataro, la disciplina rafforzata del capitale sociale e dei conferimenti.

Il codice del 1882 recepisce istanze liberiste, su molteplici profili regolamentari.

L'autorizzazione governativa, non viene affidata – come pure proposto – al notaio (ciò avverrà oltre un secolo dopo, nel 2000), ma viene circoscritta al controllo di legalità, escludendo il controllo di merito, tipico invece dell'*octroi* e del *charter* delle altre codificazioni ottocentesche.

Prendono forma istituti ancor oggi vigenti nel diritto societario odierno quali i *sindaci* (ancorché, già allora, con qualche voce contraria per scetticismo sulla effettività dell'indipendenza); una disciplina, prima inesistente, del *bilancio*; l'obbligo di sottoscrizione integrale del *capitale sociale* e il versamento dei tre decimi; il limite del capitale sociale per l'emissione di *obbligazioni*; la denuncia al Tribunale per *gravi irregolarità*; il *conflitto di interessi*.

A seguito di diversi progetti – il progetto Vivante del 1922, D'Amelio del 1925, Asquini del 1942 – si giunge alla promulgazione del Codice Civile, comprensivo, come si è detto, del Codice di Commercio.

Un codice “conservatore” – in materia di società per azioni – perché silente sui sindacati di voto, tenue sulla protezione delle minoranze, non innovativo in materia di collegio sindacale, poco incisivo in tema di gruppi.

Ma un codice altresì coerente con una forte prevalenza del modello della società chiusa e uno scarso sviluppo del mercato finanziario a fronte di una netta propensione del risparmio per il reddito fisso anziché per l'investimento azionario. Un codice, inoltre poco sensibile alle pressioni corporative fasciste, di là da alcune norme “ideologiche” inserite nella disciplina dell'impresa.

Nel dopoguerra l'attività progettuale è stata intensa ma ha trovato sbocco soltan-

⁸ Mi riferisco qui in particolare al prezioso saggio di P. MARCHETTI, *La regolamentazione delle società quotate*, in CONSOB, *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, 2011, in www.consob.it.

Sul Codice di Commercio non può non citarsi l'ottimo Convegno di Taormina del 4-6 novembre 1982 i cui atti sono pubblicati in AA.VV., *1882-1982 Cento Anni dal Codice di Commercio*, in *Quaderni di Giur. Comm.*, n. 54, Giuffrè, Milano, 1984.

to nel 1974 con la legge n. 216/1974, la c.d. miniriforma della società per azioni.

Tra i diversi progetti (Ascarelli del 1956, Santoro Passarelli del 1959, De Gregorio del 1965) piace qui ricordare il progetto elaborato da Tullio Ascarelli che con straordinaria modernità di visione ha anticipato di mezzo secolo gli istituti poi introdotti dal testo unico della finanza (nel 1998).

Abolizione delle partecipazioni reciproche, rafforzamento dei controlli, aumento degli spazi di autotutela, introduzione dell'azione di responsabilità esercitata dai soci, elezione per liste del collegio sindacale, incentivazione delle forme associative tra azionisti: non è chi non veda come si tratti di tutti gli istituti che nel 1998 la legge Draghi introdusse nella disciplina delle società quotate⁹.

La riforma del 1974, esordita in sordina come provvedimento fiscale, definita come miniriforma segna in realtà una svolta epocale. Mezzo secolo dopo l'istituzione della Sec (1933) si dà vita alla Consob – anche se effettivamente operativa dopo la riforma del 1985 – si separa il controllo contabile, affidato alle società di revisione, dal controllo di legalità dei sindaci, si definiscono meglio il controllo e le partecipazioni reciproche, si disciplinano in modo severo le deleghe, si introducono le azioni di risparmio, strumento paradigmatico di una scelta legislativa orientata a razionalizzare, monetizzandola, l'estraneità dei innovatori della vita sociale favorendo l'eterotutela.

Segnalo le leggi di attuazione delle direttive comunitarie in materia di conferimenti, azioni proprie, acconti dividendi (d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30); di fusioni e scissioni (d.lgs. 16 gennaio 1991, n. 22), di conti annuali (d.lgs. 9 aprile 1991, n. 127). Attraverso interventi legislativi fondamentali in materia bancaria e finanziaria – di cui si dirà poco oltre – si giunge nel 1998 al Testo unico della finanza, che, sul terreno del diritto societario, costituisce il primo vero statuto organico della società quotata.

Il d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 disciplina infatti i patti di sindacato, gli obblighi “modernizzati” del collegio sindacale, e, in particolare, i diritti delle minoranze: sollecitazione delle deleghe, convocazione degli organi sociali, denuncia al collegio sindacale e al Tribunale, azione di responsabilità e, ancora, l'istituto della minoranza di blocco nelle assemblee straordinarie.

E il cammino prosegue con la riforma del diritto societario attuata con il d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5 e i decreti correttivi d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37 e 28 dicembre 2004, n. 310.

Una riforma epocale diretta alla semplificazione, all'introduzione di un sistema di modelli più flessibili rispetto ai tipi e a valorizzare l'autonomia statutaria¹⁰.

⁹ E vedi, per uno spunto “tipologico”, T. ASCARELLI, *Tipologia delle società per azioni e disciplina giuridica*, in *Problemi Giuridici*, t. II, Giuffrè, Milano 1959, p. 1001 ss.

¹⁰ Mi permetto di rinviare sul punto al mio *La riforma del diritto societario: profili generali*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, p. 57 ss. e vedi, *ex multis*, senza pretese di completezza, C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Cedam, Padova, 2003; F. CORSI, *Le nuove società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2003; M. NOTARI, *Studi sulla riforma del diritto societario. Studi e*

La *società per azioni*, d'ora in avanti anche unipersonale, potrà dotarsi di strumenti finanziari compositi e diversificati; vede restringersi, con la compressione delle nullità, i rimedi radicali in materia di invalidità, registrando un significativo spostamento della tutela dei soci dal piano reale al piano obbligatorio, in termini di obbligazioni risarcitorie; muta la propria fisionomia organica, attraverso l'affievolirsi delle competenze assembleari e l'ampliarsi dei poteri degli amministratori e attraverso l'introduzione, affidata all'opzione statutaria, di possibili sistemi alternativi di gestione e controllo (il modello dualistico, alla tedesca; il modello monistico, di ispirazione anglosassone). La disciplina innovativa del recesso, dei patrimoni destinati ad uno specifico affare, del *leveraged buyout*, dei gruppi, completa un quadro di interventi sicuramente non di mera chirurgia estetica.

La *società a responsabilità limitata* subisce, se possibile, una trasformazione ancora più radicale. Volendo ricorrere ad una formula sintetica, possiamo dire che la s.r.l. si iscrive ora in un paradigma "a geometria variabile" dalla piccola società per azioni ad un modello qualificabile come società di persone a responsabilità limitata.

L'ampia libertà in materia di conferimenti, l'estensione del diritto di recesso, la facoltà di introdurre in statuto ipotesi di esclusione, la derogabilità del metodo collegiale, sia per le decisioni dei soci, sia per l'amministrazione della società, avvicinano in misura consistente la s.r.l. al sistema delle società personali. La possibilità di emettere titoli di debito, sia pure riservati alla sottoscrizione di investitori qualificati, e l'espressa previsione dell'aumento di capitale con l'esclusione del diritto di opzione, fanno cadere barriere che tradizionalmente limitavano l'accesso della s.r.l. al sistema finanziario.

È ragionevole prevedere che la s.r.l. si avvii a diventare il modello-base dell'impresa collettiva di piccole e medie dimensioni.

La grande flessibilità da un lato, la minor distanza, quanto alle tecniche di finanziamento, dalla società per azioni, dall'altro lato, fanno sì che la s.r.l. possa "richiamare" a sé un'area significativa sia di piccole società per azioni sia di società personali¹¹.

5.2. Passando ora alla disciplina *dei mercati finanziari* la semplice elencazione degli interventi legislativi che si sono susseguiti dal 1974 alle soglie del terzo millennio testimonia, al contempo, del vuoto legislativo precedente e della progressiva costruzione di una regolamentazione organica, omogenea al contesto internazionale.

materiali, Giuffrè, Milano, 2004, N. ABRIANI (a cura di), *La riforma delle società di capitali. Aziendalisti e giuristi a confronto*, Giuffrè, Milano, 2004; M. RESCIGNO-A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Milano, 2004. Sulla società a responsabilità limitata si vedano, per tutti, O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. V., 1, Cedam, Padova, 2007; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger e diretto da Busnelli, Giuffrè, Milano, 2010; A.A. DOLMETTA-G. PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, Giuffrè, Milano, 2011.

¹¹ Per una storia della s.r.l. vedi ora M. STELLA RICHTER, *Antecedenti e vicende della società a responsabilità limitata*, in A.A. DOLMETTA-G. PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario*, cit., p. 1 ss.

Dalla legge sul mercato ristretto (legge 23 febbraio 1977, n. 49) alla legge sui fondi di investimento (legge 23 marzo 1983, n. 77); dalla riforma della Consob (legge 5 giugno 1985, n. 281) alla legge sulle SIM del 1991; dalle SICAV (d.lgs. 25 gennaio 1992, n. 84) ai fondi pensione (d.lgs. 21 aprile 1993, n. 124); dai fondi comuni di investimento mobiliare chiusi (legge 14 agosto 1993, n. 334) ai fondi comuni di investimento immobiliare (legge 25 gennaio 1994, n. 86), il mosaico normativo viene via via completandosi. Per comporsi poi in maniera forte con la disciplina dell'*insider trading* (legge 17 maggio 1991, n. 157), dell'OPA (legge 18 febbraio 1992, n. 149, poi trasfusa e modificata nel t.u.f.), dell'ordinamento bancario, con il testo unico (d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385); delle privatizzazioni (legge 30 luglio 1994, n. 332 sino alla disciplina del mercato mobiliare del già ricordato testo unico della finanza (d.lgs. n. 58/1998).

5.3. Per quanto riguarda il *diritto dell'impresa* il tema meriterebbe una profonda rimeditazione.

Nel codice del 1942 l'impresa assume una centralità fondante perché, di là dalla apparente configurazione soggettivistica, come ha sottolineato Spada, pone al vertice del sistema l'attività nella sua obiettiva, strutturata e organizzata realtà produttiva.

Di là dalle formule declamatorie – «l'imprenditore è il capo dell'impresa e da lui dipendono gerarchicamente i suoi collaboratori» scarsa o nulla è la disciplina *interna* all'impresa. Sarà, oltre mezzo secolo più tardi, il legislatore "societario" ad incidere sulla disciplina dell'impresa con le norme – che si pongono come vere e proprie clausole generali del sistema – degli *assetti organizzativi adeguati* (art. 2381), della *corretta gestione* (non solo societaria ma anche) *imprenditoriale* (art. 2497), dei *sistemi di controllo interno* (art. 2403). Si avverano le preziose intuizioni di Paolo Ferro-Luzzi¹² sul contratto di società come strumento di organizzazione dell'impresa, formulate con quasi mezzo secolo di anticipo e, per il vero, non del tutto comprese dalla dottrina nella loro rilevanza sistematica.

Il codice del 1942 vorrebbe un ordinato rapporto tra statuto dell'impresa (in generale) e statuti, speciali, delle singole categorie.

Ma il sistema si sfilaccia progressivamente. L'impresa a partecipazione statale, con la legge del 1956, introduce, di là dalle formule declamatorie sull'economicità, una categoria a sé stante¹³, quanto meno sino alle privatizzazioni.

Lo statuto autonomo del professionista intellettuale (art. 2229 ss.) scolorisce progressivamente sino all'equiparazione, nel diritto comunitario, all'impresa.

La distinzione tra lavoro autonomo e piccolo imprenditore è vieppiù evanescente.

¹² P. FERRO LUZZI, *I contratti associativi*, Giuffrè, Milano, 1971.

¹³ Se ne veda la storia in G. COTTINO (a cura di), *Ricerca sulle partecipazioni statali*, Giulio Einaudi Editore, Torino, 1978.

Lo stesso scopo di lucro, già confinato dalla dottrina maggioritaria nei più ristretti limiti della economicità, evapora a favore della mera obiettiva destinazione dell'attività alla produzione di beni e servizi con l'affermarsi, nel sistema, del settore *no profit* (si veda la disciplina dell'impresa sociale: legge 24 marzo 2006, n. 155).

Lo statuto della cooperativa si sdoppia con l'introduzione, opportuna a causa dell'appiattirsi progressivo della cooperativa tradizionale sull'impresa capitalistica, della cooperativa a mutualità prevalente.

Rifiutata in Italia la prospettiva della cogestione¹⁴, la disciplina dei rapporti di partecipazione, in chiave di informazione, dei lavoratori alla gestione dell'impresa è appannaggio del diritto del lavoro.

Solo indirettamente il tema ritorna nell'ambito dell'impresa, attraverso il medio logico-giuridico del diritto societario, con le tematiche recenti della *Corporate Social Responsibility* e della tutela degli interessi degli *Stakeholders*¹⁵.

Rimaneva il "baluardo" (del rilievo della fattispecie ai fini della disciplina) delle *procedure concorsuali*.

Ma anche qui, con la riforma del diritto fallimentare, se da un lato viene conservato – antistoricamente – il privilegio dell'imprenditore agricolo, scompare, sostanzialmente, dall'altro lato, la categoria del piccolo imprenditore dell'art. 2083 del codice civile, con l'introduzione delle soglie economiche di fallibilità (art. 5, comma 2, legge fall.), che, per di più, incidono anche sulla nozione di imprenditore commerciale perché, all'interno di questa («... gli imprenditori di cui al primo comma ...» art. 1, comma 2, legge fall.) si enuclea la subfattispecie dell'impresa commerciale non fallibile.

E, con il c.d. recentissimo "Statuto dell'impresa" (legge 11 novembre 2011, n. 180), termine magniloquente con cui sono state denominate alcune regole di semplificazione, l'impresa assurge a soggetto.

Se pensiamo, infine, alle categorie, ulteriormente differenziate, del diritto tributario non possiamo che concludere che la sistematica dell'impresa deve essere riscritta¹⁶.

¹⁴ Cfr. P. MONTALENTI, *Democrazia industriale e diritto dell'Impresa*, Giuffrè, Milano, 1981 e M.J. BONELL, *Partecipazione operaia e diritto dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1979.

¹⁵ Si veda in argomento AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders – In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Giuffrè, Milano, 2010.

¹⁶ Per un primo spunto mi permetto di rinviare al mio *Dall'impresa all'attività economica. Nuove figure e nuovi statuti*, in AA.VV., *Le diverse forme giuridiche dei soggetti economici in Italia dopo la crisi: i risultati di una ricerca*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2012, p. 53 ss.

6. Il Terzo Millennio: globalizzazione, decadenza della sovranità nazionale e privatizzazione del diritto.

La globalizzazione non è fenomeno ignoto allo studioso del diritto commerciale: la nascita dello *jus mercatorum* nell'anno mille è segnata dal primato degli scambi e delle regole private transnazionali sul diritto comune e sugli angusti confini nazionali.

Ma numerosi tratti della globalizzazione di oggi sono del tutto inediti: l'accelerazione esponenziale degli indicatori economici, l'interdipendenza delle scelte nell'uso delle risorse, la contestualizzazione dei fenomeni causata dallo sviluppo delle telecomunicazioni, la delocalizzazione dei rapporti prodotta dal sistema Internet, la finanziarizzazione dell'economia, sono elementi nuovi che mettono in crisi le categorie tradizionali di analisi.

L'affievolirsi della sovranità nazionale ha poi incrinato il monopolio statale della regolamentazione giuridica e messo in crisi le teorie normativiste del diritto¹⁷.

La "privatizzazione" del diritto è un portato della globalizzazione; l'ampiezza del fenomeno notevolissima.

Si pensi anzitutto alla *delocalizzazione dei rapporti economici*, attraverso contratti *self-regulating*, svincolati dai diritti nazionali e sottoposti al giudizio "privato" di arbitri internazionali.

Si pensi alla ricerca di *tecniche di normazione privata* extrastatale, come è avvenuto con i *Principi Unidroit* in materia di contratti, ai Principi della Commissione Lando, al *Code Européen des Contrats* redatto dall'Accademia dei Giusprivatisti Europei.

Si pensi – in materia societaria e finanziaria – ai *Codici di Autodisciplina* in materia di *Corporate Governance*, alle regole di comportamento nella gestione dell'informazione finanziaria introdotte dai gestori privati dei mercati.

Ancora, in vari campi, registriamo il passaggio di *competenze regolatorie dal pubblico al privato*: si pensi al *listing* affidato a Borsa Italiana s.p.a. o alla prerogativa attribuita ai gestori di siti di farsi "legislatori privati" subordinando l'accesso degli utenti all'accettazione di condizioni contrattuali unilateralmente imposte.

Si pensi, ancora, alle regole contabili – i principi IAS – imposti, transnazionalmente, da un organismo privato: norme private di rango sovracostituzionale (perché richiamate da una norma comunitaria).

Si tratta dunque di un fenomeno poderoso di *destatualizzazione, privatizzazione e deterritorializzazione del diritto*, in cui il diritto commerciale nazionale italiano si colloca in particolare a partire dagli anni Novanta.

¹⁷ Come ha detto Paolo Grossi, in una splendida conferenza all'Accademia dei Lincei «se il diritto moderno può considerarsi un diritto interamente pubblicizzato, dal momento che lo Stato si preoccupava perfino della disciplina dei rapporti privati nella vita quotidiana dei privati (l'esempio clamoroso è il codice civile), con il diritto della globalizzazione si ha nuovamente (come si aveva nell'antico regime prerivoluzionario) un diritto privato prodotto da privati».

7. Società quotate e mercati finanziari. Europa e Stati Uniti a confronto.

Alle soglie del Terzo Millennio tra gli ordinamenti industriali avanzati si è verificata una significativa prevalenza di *convergence* rispetto alla *path dependence*, ancorché piuttosto nella disciplina delle società quotate che nella regolazione dei mercati finanziari, sul piano sia delle tecniche di regolazione sia del contenuto delle regole.

Il *diritto societario italiano* è stato oggetto di un processo intenso e profondo di *armonizzazione comunitaria*: dalla II direttiva CE sul capitale sociale (ora modificata) alla IV e VII direttiva sul bilancio e sul bilancio consolidato, dalla III e VI direttiva in materia di fusioni e scissioni alla VIII direttiva sul controllo dei conti, i diritti societari nazionali hanno raggiunto un grado apprezzabile di uniformazione.

Il diritto societario europeo e quindi, di riflesso, il diritto italiano si iscrive cioè nel quadro di un diritto, potremmo dire, “a tendenza federale” nella direttrice segnata dall’art. 100 (ora art. 94) del Trattato.

E una tendenza all’omogeneizzazione del diritto societario si riscontra anche nella *propensione dei legislatori nazionali ad aperture comparatistiche*. Significativo, ad esempio, l’intervento del legislatore italiano che, con la riforma del diritto societario, ha introdotto, accanto al modello tradizionale di *governance*, i due sistemi alternativi, il sistema dualistico e il sistema monistico, di derivazione, rispettivamente, tedesca e anglosassone.

In conclusione il diritto societario nei diversi ordinamenti europei ha raggiunto un grado apprezzabile di uniformità per cui può, a buon diritto, ritenersi che il sintagma *diritto societario europeo*¹⁸ sia una formula espressiva di contenuti normativi e effettivi e non una mera aspirazione programmatica.

Il *diritto societario europeo*, nel cui contesto va collocato, come si è detto, il diritto societario italiano, è dunque un diritto “a tendenza federale”, realizzato attraverso lo strumento di uniformazione delle direttive.

Ma, a partire dal caso *Centros*¹⁹, uno spazio per la *regulatory competition* è stato aperto e le differenze tra il sistema nordamericano e il sistema europeo si sono attenuate.

Il riconoscimento della legittimità di costituire una società in uno stato europeo, indipendentemente dallo stato in cui si esercita l’impresa, il superamento, sia pure relativo, in ragione della finalità riconosciuta agli stati di introdurre misure antielusive, della *real seat doctrine*, ha aperto lo spazio ad un possibile processo di *concorrenza tra ordinamenti*.

¹⁸ E vedi, significativamente, ora la monumentale opera di S. GRUNDMANN, *European Company Law*, Intersentia, Cambridge, Antwerp, Portland, 2012.

¹⁹ Corte giust. CE 9 marzo 1999, C-212/97, in *Giur. it.*, 2000, I, p. 767, a cui hanno fatto seguito il caso *Überseering* (Corte giust. CE 5 novembre 2002, C-208/00, in *Giur. it.*, 2003, p. 703), *Inspire Art* (Corte giust. CE 30 settembre 2003, C-167/01, in *Giur. it.*, 2004, p. 325) e, in materia fiscale, *Schweppes* (Corte giust. CE 12 settembre 2006, C-196/04).

Un processo che non è rimasto confinato negli auspici dell'accademia, ma che ha condotto, ad esempio, alla costituzione nel Regno Unito di oltre 40.000 *GmbH* – in forma di *private companies* – esercenti in Germania l'attività d'impresa²⁰.

E gli spazi per una *regulatory competition*²¹ potrebbero ampliarsi: si pensi, ad esempio, alla possibilità offerta dal *Companies Act* di costituire società azionarie con *unrestricted object*²². È una forte cesura con il passato e un avvicinamento significativo al modello americano.

Per converso il *diritto societario statunitense*, tradizionalmente affidato alla competenza statale e ai meccanismi della *regulatory competition* è stato oggetto, con il *Sarbanes-Oxley Act*, di una significativa armonizzazione “federale”, con interventi che hanno inciso sulla struttura interna delle *corporation* quotate.

Il *diritto dei mercati finanziari* ha invece stentato maggiormente ad imboccare la strada dell'armonizzazione. È vero che negli ultimi anni (dopo le direttive *Eurosim* che hanno introdotto definitivamente il modello anglosassone che vede il mercato mobiliare come scelta imprenditoriale e non come prodotto dell'atto di autorità) con la direttiva sull'*insider trading* (direttiva 28 gennaio 2003, n. 2003/6), la direttiva sul prospetto (direttiva 4 novembre 2003, n. 2003/71), la direttiva *MiFID* (*Markets in Financial Instruments Directive*), la direttiva *Transparency* (direttiva 15 dicembre 2004, n. 2004/109) ed infine la direttiva *Opa* (direttiva 21 aprile 2004, n. 2004/25), un considerevole cammino è stato fatto.

È anche vero però che il processo di armonizzazione è complesso e ancora parziale: si pensi alla XIII direttiva sull'*Opa* e al compromesso in tema di reciprocità operante anche in ambito europeo e non soltanto nei confronti di altri ordinamenti come l'ordinamento nordamericano dove, in effetti, lo spazio per le tecniche difensive attuate non già dall'assemblea bensì dal *board*, è amplissimo.

E la crisi finanziaria ha messo in luce quanto lontano sia l'obiettivo di una maggiore uniformazione in particolare sul piano di una regolazione sovranazionale dei mercati: anche il traguardo di un'*Autorità Europea di Vigilanza sui Mercati finanziari* pare ancora remoto.

Sul versante dei *mercati finanziari* al modello federale statunitense si sta, in verità lentamente, avvicinando il sistema europeo, armonizzato con le ultime direttive in attesa – ma il traguardo, come si è segnalato, pare lontano – di giungere all'*Autorità di Vigilanza Europea*.

In conclusione, il modello europeo e il modello nord-americano registrano oggi un apprezzabile processo di convergenza.

²⁰ J. ARMOUR, *Who Should Make Corporate Law? EC Legislation versus Regulatory Competition*, ECGI – Law Working Paper No. 54/2005, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=860444>.

²¹ Sul punto vedi, in ampia prospettiva, F. MUCCIARELLI, *Società di capitali, trasferimento all'estero della sede sociale e arbitraggi normativi*, Giuffrè, Milano, 2010.

²² Cfr. P. MONTALENTI, *Oggetto sociale e giurisprudenza comunitaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, p. 299 ss.

8. Società quotate e mercati finanziari: il sistema italiano.

Venendo ora agli ultimi sviluppi nell'ordinamento italiano si deve osservare che, in materia societaria e finanziaria²³, si è spesso lamentata "l'alluvione normativa" che si è abbattuta sul nostro sistema.

In effetti molte norme sono state introdotte senza la dovuta ponderazione, altre – si pensi alla legge sul risparmio (legge n. 262/2005) – ispirate all'emozione degli scandali più che ad una coerente logica sistematica, altre ancora – si pensi al d.lgs. 8 giugno 2001, n. 231 – non coordinate con altri settori disciplinari (nella specie con il diritto societario, tra l'altro successivamente riformato). Si pensi, infine, alla riforma fallimentare, monca della parte penalistica, quanto meno sino all'introduzione, nel 2010, dell'art. 217-*bis*, l. fall., e alla disciplina penale dell'impresa riformata prima della disciplina sostanziale.

Non si deve tuttavia dimenticare che nell'ultimo trentennio la disciplina delle società e dei mercati ha subito un'evoluzione poderosa: dalla riforma del 1974 alla riforma del 2003, dalla legge sui fondi d'investimento al testo unico della finanza, dall'*insider trading* al *market abuse*, dal testo unico bancario alla attuazione della direttiva MiFID, dalle raccomandazioni Consob al Codice di Autodisciplina, il sistema si è, con tutti i limiti, i ritardi, le carenze, allineato agli *standard* internazionali: in fondo non si deve dimenticare che trent'anni or sono erano sostanzialmente sconosciuti al mondo delle imprese italiane non solo il sistema dei controlli, la *corporate governance*, la disciplina dell'informazione di mercato ma anche una moderna disciplina del bilancio.

Quanto alle tecniche regolatorie si può notare che la disciplina "speciale", della società quotata, ha ispirato la riforma del diritto comune; che istituti, regole, paradigmi, prima di esclusivo appannaggio della società quotata, sono stati estesi al diritto azionario generale.

In altri termini la società quotata non si pone più come vertice separato del sistema, bensì come modello che anticipa il diritto comune e che lo irradia dei propri elementi.

Così è in materia di amministrazione, di controllo interno, di revisione contabile, di strumenti finanziari, di struttura finanziaria dell'impresa: le norme speciali (del t.u.f.), sia pure con adattamenti, sono diventate (con la riforma del diritto societario) norme di diritto comune.

Processo confermato dall'intervento legislativo operato con il decreto di modifica e di coordinamento del 6 febbraio 2004, n. 37, dal d.lgs. 28 dicembre 2004, n. 310, dalla legge sul risparmio (legge 28 dicembre 2005, n. 262): si pensi all'assemblea straordinaria, alla convocazione dell'assemblea da parte della minoranza, all'organizzazione di categorie di azioni, alle regole in tema di amministrazione, all'azione di responsabilità della minoranza, di controlli interni ed esterni.

²³ Per una trattazione più ampia dei temi qui accennati sia consentito il rinvio a P. MONTALENTI, *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2011.

Nuovamente, sia pure all'interno di un sottosettore – la società azionaria – il diritto “speciale” prevale sul diritto comune.

Si tratta, in ogni caso, di una “prevalenza” relativa.

La disciplina della società quotata mantiene infatti, un suo grado di specialità, in materia, ad esempio, di partecipazioni rilevanti, patti parasociali, azioni e strumenti finanziari, obbligazioni, modalità di acquisto di azioni proprie, aumento di capitale, deleghe di voto, impugnativa delle deliberazioni assembleari, recesso dalla società, nonché di sistemi di *governance*, di revisione contabile e di *disclosure* sotto il profilo sia dei destinatari sia dell'intensità dei flussi e della analiticità delle informazioni.

L'autonomia privata può esercitarsi in funzione integrativa o migliorativa delle regole di *corporate governance* stabilite dal legislatore.

In questo quadro s'innesta l'iniziativa di Borsa Italiana s.p.a. che ha condotto alla redazione di un *Codice di Autodisciplina* per le società quotate, dedicato, al Consiglio di Amministrazione.

Il Codice di Autodisciplina contiene regole accurate e puntuali periodicamente aggiornate²⁴, che, a mio avviso, non sono meramente esplicative di principi già esistenti nell'ordinamento, ma sono invece un prezioso stimolo per rivitalizzare il ruolo dei consigli di amministrazione e per pervenire ad un assetto più preciso dei poteri e delle responsabilità unitamente all'adozione – già avvenuta in tutte le principali società quotate – di un codice etico²⁵.

I codici di autodisciplina hanno, in primo luogo, il pregio (di tentare) di indurre comportamenti virtuosi attraverso l'adozione spontanea di regole, anziché mediante la rigidità dell'imposizione normativa.

Ciò può consentire un adeguamento progressivo, condiviso, non subito e perciò, sul medio periodo, probabilmente effettivo. La *moral suasion* di un ente privato (Borsa Italiana) può rafforzarne l'efficacia.

L'anticipazione privata può del resto precludere alla consacrazione normativa, come è avvenuto, ad esempio, in tema di operazioni con parti correlate²⁶.

Una combinazione dunque tra autonomia ed eteronomia che pare doversi accogliere con favore, anche per le potenzialità di sviluppo in essa racchiuse.

²⁴ Come è noto il Codice di Autodisciplina, emanato nel 1999, è stato modificato nel 2002, nel 2006 e nel 2011; l'ultima versione è stata approvata nel luglio 2015. Per un puntuale commento si veda P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. società*, 2012, p. 37 ss. In tema di autoregolamentazione si veda da ultimo G. BOSI, *Autoregolazione societaria*, Giuffrè, Milano, 2009.

²⁵ Sul tema, quanto mai complesso, del rapporto tra etica e affari, si veda A. SEN, *Etica ed economia*, Laterza, Bari, 2001. Sui codici etici si veda S. ROSSI, *Luci e ombre dei codici etici d'impresa*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, p. 23 ss.

²⁶ Sia consentito il rinvio al mio *Le operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, I, 2011, p. 319 ss.

9. Crisi finanziaria e tecniche di regolazione: un dibattito aperto. Verso uno jus cosmopolitanicum?

La crisi finanziaria ha messo in dubbio molti postulati che, da tempo parevano consolidati: la sussidiarietà dell'intervento pubblico, la legittimità delle regole di protezione della libera concorrenza e l'illegittimità degli interventi distorsivi, la limitazione dei poteri dell'Autorità di vigilanza alle regole di trasparenza e l'esclusione di interventi sul contenuto dei prodotti finanziari, la fiducia, insomma, nella funzione disciplinare e autoequilibrante del mercato.

Nell'impossibilità di analizzare il problema in tutta la sua complessità, mi limito alla trattazione di un tema, oggi sicuramente paradigmatico: il problema del "controllo" delle emissioni dei *prodotti finanziari*.

Uno dei più autorevoli studiosi di *Securities Law* (Loss) sosteneva che «chiunque può vendere uova marce ad un milione di dollari l'una, purché il compratore sia informato che le uova sono marce, che il prezzo è esagerato e che in fondo non si tratta di un buon affare»²⁷.

Questo postulato deve essere messo in discussione.

La crisi dei *subprime* ha messo drammaticamente in luce l'incapacità del mercato di valutare la rischiosità sia del "sistema" sia dei singoli strumenti finanziari a causa della *progressiva, totale astrazione* tra prodotto finanziario e rapporto sottostante²⁸, con la triplice conseguenza che (i) l'investimento assume non più il carattere della speculazione aleatoria, ma in qualche misura ancorata all'economia reale, bensì i caratteri della speculazione pura disancorata da elementi riconoscibili; che (ii) il sistema non è più in grado di valutare il rischio immesso nel mercato e la sua dimensione; che (iii) la traslazione permanente del rischio – dall'emittente al collocatore, all'investitore istituzionale, all'emittente di secondo grado, all'intermediario finanziario, all'eventuale fondo di fondi, all'assicuratore, al risparmiatore – impedisce di individuare un sistema equilibrato e riconoscibile di responsabilità.

I prodotti finanziari – parafrasando Oscar Wilde²⁹ – hanno ormai soltanto un prezzo ma non è più dato sapere se hanno anche un valore, perché hanno ormai perduto ogni identità: l'uso sempre più intenso dell'effetto leva distacca totalmente il titolo dal rapporto incorporato.

Credo che sul punto una riflessione critica, ancora silente o timida, debba invece essere affrontata a pieno titolo³⁰.

²⁷ L. LOSS-J. SELIGMAN, *Securities regulation*, III ed., Wolters Kluwer, Boston, 1989-2006.

²⁸ Vedi ora nello stesso senso P. SPADA-M. COSSU, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente – divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, p. 401 ss.

²⁹ O. WILDE, *Il ritratto di Dorian Gray*, Roma, 1993, 76: «oggi giorno la gente conosce il prezzo di tutte le cose e non conosce il valore di nessuna».

³⁰ Accennavo a questi temi in *Corporate governance e mercati finanziari: un rapporto controverso*, in *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Atti del Convegno Courmayeur 26-27 settembre 2008, Giuffrè, Milano, 2009, p. 55 ss.

I collassi finanziari oltre a porre più inquietanti interrogativi sul rapporto tra finanza ed economia reale – si vedano le acute riflessioni di Stiglitz³¹ – suscitano dunque il dubbio cruciale se il legislatore possa proseguire nell'agnosticismo contenutistico oppure se *il legislatore societario da un lato e il legislatore del mercato dall'altro lato non debbano, sia pure con equilibrio e moderazione, iniziare ad introdurre limiti e divieti di emissione o di negoziazione al pubblico.*

Uno spunto è già nel sistema.

L'art. 95, comma 4, t.u.f. prevede che «la Consob determina quali strumenti o prodotti finanziari... devono avere un contenuto tipico determinato»: l'ordinamento finanziario già contiene la base per un intervento.

Ma la questione si pone sul terreno più generale delle tecniche di regolazione.

Un illustre autore ha affrontato il tema sia della crisi dell'economia di mercato sia delle regole per superarla³², proponendo di perseguire l'obiettivo della «creazione di un'autorità politica mondiale» che riprende «il vecchio laico sogno Kantiano (1795) di uno *jus cosmopolitanum*» e che trova qualche assonanza nelle parole affidate da Benedetto XVI all'ultima enciclica – *Caritas in Veritate* – là dove afferma che «urge la presenza di una vera *Autorità politica mondiale* ... regolata dal diritto ... in modo coerente ai principi di sussidiarietà e solidarietà».

La tesi è sicuramente affascinante, difficilmente contestabile sotto il profilo dell'astratta razionalità, utile come progetto di tendenza, ma, come il «vecchio sogno kantiano» fortemente utopistica. I tavoli aperti dopo la crisi – dall'ONU all'IMF, dall'OCSE all'U.E., al 420 e al 48³³ – non hanno sortito grandi risultati, dal momento che ogni stato è fortemente restio a rinunciare, anche parzialmente, alla propria sovranità.

Sul piano del metodo, il cuore del dilemma è: quali tecniche di regolazione delle società e dei mercati?

In uno scritto recente Piergaetano Marchetti³⁴, ha messo in luce come «una buona *corporate governance* non genera, ma attenua gli effetti di una crisi sistemica, le cui cause vanno ben al di là della *governance* e chiamano, semmai, in causa i regolatori», sottolineando altresì come sia populistico «chiedere più leggi in tema di *governance* quando l'esperienza del *Sarbanes-Oxley Act* statunitense sta a dimostrare la sua totale impotenza a prevenire la disfatta di tanti illustri nomi della finanza statunitense».

Il rischio, nel nostro sistema, in particolare nell'ordinamento finanziario, è che si realizzi una sorta di *inversione dell'ordine delle fonti*, con una produzione di norme primarie sempre più generali, e generiche, ed una disciplina regolatoria affidata, in realtà alla normativa secondaria dell'Autorità di vigilanza: si pensi, per

³¹ J. STIGLITZ, *Making Globalization Work*, W.W. Norton & Company, New York-London, 2007.

³² Si tratta di G. ROSSI, *Crisi del capitalismo e nuove regole*, in *Riv. società*, 2009, p. 932 ss.

³³ Come del resto sottolinea anche G. ROSSI, *op. cit.*, p. 935.

³⁴ P. MARCHETTI, *Il King Report III sudafricano*, in *Il Sole-24 Ore*, 30 ottobre 2009.

limitarci ad alcuni esempi, alla disciplina della prestazione *dei servizi di investimento* (artt. 21 ss. t.u.f.), alle *operazioni con parti correlate* (art. 2391-bis), *agli abusi di mercato* (artt. 114 ss. t.u.f.) e alla relativa normativa secondaria.

10. Corporate governance, etica, diritto.

Ad ogni scandalo finanziario, e ancor più in occasione di crisi sistemiche, si dubita che il problema di un corretto funzionamento del diritto dei mercati e delle società azionarie possa trovare soluzione sul terreno delle regole giuridiche; che, in particolare, *corporate governance* e sistemi di controllo interno siano irrimediabilmente falliti³⁵; che soltanto l'etica possa costituire una speranza.

Ciò è avvenuto nel 2000, con gli scandali Enron, Worldcom, Vivendi; si è ripetuto altresì nel 2004, in Italia, con i *crack* Parmalat e Cirio³⁶; si è verificato, nuovamente, dopo la crisi finanziaria del 2008: il presunto fallimento del diritto e il richiamo all'*etica* sono affermazioni ricorrenti³⁷.

Il tema meriterebbe – ovviamente – ben più approfondite riflessioni.

Ma sia consentito uno spunto.

Altamente incerta, in particolare in un momento di condiviso superamento di modelli economici collettivistici ma altresì di consistenti fallimenti del mercato, è, a mio parere, la risposta all'interrogativo su *come* l'etica debba orientare l'agire economico. Il criterio dello *shareholder value* deve essere abbandonato *in toto*? *Bonus* e *stock options* sono da abolire, da limitare, o da affidare all'*integrity* dei *managers*? Si deve sceverare tra prodotti finanziari o confidare nella mitigazione degli effetti speculativi? E l'elenco potrebbe continuare.

Considerata l'obiettivo complessità dei mercati e della grande impresa azionaria credo che immaginare regole etiche condivise sia un traguardo lontano. Più proficuo, a mio avviso, quanto meno nel medio termine, riflettere, in relazione al profilo interno della *corporate governance*, sulle *regole giuridiche* in materia di paradigmi di condotta degli amministratori e di principi e tecniche di controllo, al fine di perseguire l'idea di un sistema efficace e, al contempo, equilibrato.

³⁵ Per una visione "apocalittica" sulla morte della società per azioni e sulla necessità di una, per il vero, misteriosa araba fenice che dovrebbe risorgere dalle sue ceneri si veda G. ROSSI, *La metamorfosi della società per azioni*, in *Riv. società*, 2012, p. 1 ss.

³⁶ Sottolineavo questa tendenza in *La responsabilità degli amministratori nell'impresa globalizzata*, in AA.VV., *Mercati finanziari e sistema dei controlli*, Atti Convegno CNPDS – Fondazione Courmayeur, 1-2 ottobre 2004, Giuffrè, Milano, 2005, 112, pubblicato anche in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 435 ss.

³⁷ Si veda ora, *ex multis*, H. KÜNG, *Onestà*, Milano, 2010; ma il tema è caro, in Italia, a G. ROSSI, di cui si veda, in particolare, *Il conflitto epidemico*, Adelphi, Milano, 2003 e, nella letteratura americana, si legga W.H. ERHARD, M.C. JENSEN, S. ZAFFRON, *Integrity: a positive model that incorporates the normative phenomena of morality, ethics and legality*, 2005 e 2009, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=920625>.