AMMINISTRATORI INDIPENDENTI, "SISTEMA DEI CONTROLLI" E *CORPORATE GOVERNANCE*: QUALE FUTURO? (*)

SOMMARIO: 1. Premessa. — 2. L'esperienza nordamericana: fine di un mito? — 3. Amministratori indipendenti e diritto societario italiano. — 4. *Segue*. Sui poteri/doveri degli amministratori indipendenti in una s.p.a. quotata. — 5. Quale futuro?

1. È affermazione ricorrente che il sistema dei controlli nella società con azioni quotate presenti tratti di forte disorganicità ed inefficienza (1) e si mostri, sotto molti profili, inadeguato alla complessità della grande impresa moderna.

Più in generale, le crisi finanziarie (e non), che da oltre un decennio caratterizzano i Paesi industrialmente avanzati, da un lato non sono in grado di mettere in discussione il ruolo dei mercati borsistici (2), dall'altro sollecitano un complessivo ripensamento (dei problemi e) dell'attuale struttura di *corporate governance* (3).

In questo contesto, al centro della discussione nel dibattito internazionale, vi è anche l'effettivo ruolo degli amministratori indipendenti; più in particolare, partendo dalla constatazione che gli *independent directors*

(*) Lo scritto riproduce — con alcune integrazioni e l'aggiunta di note — gli interventi tenuti nel corso del Convegno Cesifin su "Corporate governance *e 'sistema dei controlli' nella s.p.a.*" (Firenze, 14 e 15 aprile 2011) e delle "Giornate di aggiornamento di diritto commerciale" (Università Commerciale Luigi Bocconi, 27 aprile 2012).

(1) In argomento è sufficiente rinviare ai contributi contenuti in BIANCHINI/DI NOIA (a cura di), *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Milano, 2010; v. anche MONTALENTI, Corporate Governance *e "sistema dei controlli"*, in corso di pubblicazione in TOMBARI (a cura di), Corporate Governance *e sistema dei controlli nella s.p.a.*, Torino, 2013; ID., *I controlli societari: recenti riforme, antichi problemi*, in MONTALENTI, *Società per azioni, Corporate Governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 159 ss.; ZOPPINI, *L'impresa come organizzazione e il sistema dei controlli*, in BRESCIA/TORCHIA/ZOPPINI (a cura di), *Metamorfosi del diritto delle società? Seminario per gli ottant'anni di Guido Rossi*, Napoli, 2012, 35 ss.

(2) V. le condivisibili considerazioni di RAJAN, *Fault lines (How hidden fractures still threaten the world economy)*, Princeton, 2010 (con postfazione del 2011), 156 ss.

(3) Per un tentativo BAINBRIDGE, *Corporate Governance after the Financial Crisis*, New York, 2012.

sono una realtà sempre più diffusa nelle società quotate, è opinione corrente che non abbiano (ancora) fornito contributi significativi ad un "buon governo societario" (4).

Al riguardo, può essere opportuno ricordare, ad esempio, che nel "*Report on the Future of EU Company Law*" presentato nel maggio 2011 (5): *i*) si afferma che, nonostante l'ampia diffusione degli amministratori indipendenti nelle società dell'Unione Europea, la funzione svolta da questa figura nella crisi non è stata soddisfacente, sia per mancanza di specifiche competenze da parte degli *independent directors*, sia per le invitabili asimmetrie informative con il *management*, *ii*) conseguentemente, si invita la Commissione Europea ad avviare una valutazione "*of the institution of the independent director and its functioning in practice*" (6).

Tanto premesso, obiettivo di questo lavoro è svolgere alcune riflessioni sul ruolo degli amministratori indipendenti nel sistema dei controlli e, più in generale, della *corporate governance* della s.p.a. quotata italiana a "sistema tradizionale".

Secondo dati recenti, « il numero di amministratori appartenenti alle varie classi (esecutivi, non esecutivi e indipendenti) è ormai stabile: il CdA-tipo è formato, in parti quasi uguali, da amministratori esecutivi (30%), non esecutivi "semplici" (34%) e *indipendenti (36%)*. La percentuale di indipendenti è però lievemente differenziata a seconda della dimensione (dal 34,4 % presso le Small cap al 38,3 % nelle Mid cap fino al 40,9 % presso le FTSE Mib) » (7). Sempre con riferimento agli indipendenti, è da rilevare poi che — in base all'art. 3.C.3 del nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate (dicembre 2011) (8) — "negli emittenti appartenenti all'indice FTSE-Mib almeno un terzo del consiglio di

(4) Cfr., ad esempio, Bainbridge (nt. 3), 77 ss.; Hopt, *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation*, in *The American Journal of Comparative Law*, 2011 (59), 35 ss.; per ulteriori riferimenti v. anche *infra*, parag. 2.

(5) Il documento è pubblicato, ad esempio, in *RDS*, 2011, 746 ss., con presentazione di Chiappetta/Tombari, *Il "Report on the Future of EU Company Law": una breve introduzione.*

(6) Report on the Future of EU Company Law (nt. 5), 792 ss. Può essere opportuno osservare, peraltro, che il c.d. *Green Paper* sulla *Corporate Governance* del 5 aprile 2011 (*Green Paper. The EU corporate governance framework.* COM, 2011, 164) non dedica alcuna specifica attenzione agli amministratori indipendenti.

(7) Assonime, *Note e studi 1/2012. La* Corporate Governance *in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate (Anno 2011)*, 40.

(8) Per un primo commento al nuovo Codice di autodisciplina (dicembre 2011) v. P. Marchetti, *Il nuovo codice di autodisciplina*, in *Riv. soc.*, 2012, 37 ss.; Di Noia/Pucci, *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate: motivazioni e principali novità*, in corso di

amministrazione è costituito da amministratori indipendenti. (..) In ogni caso gli amministratori indipendenti non sono meno di due".

Se dunque anche in Italia gli amministratori indipendenti rappresentano ormai una componente significativa all'interno dei consigli di amministrazione e sono destinati probabilmente a crescere ancora, si tratta di ritornare su una questione da lungo tempo dibattuta e alla quale non è facile trovare una risposta appagante, chiedendosi se, anche alla luce delle più recenti modifiche legislative, regolamentari (Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 in materia di operazioni con parti correlate) o autoregolamentari (cfr. nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate), gli amministratori indipendenti abbiano funzioni (poteri/doveri) specifiche e anche solo parzialmente diverse rispetto agli amministratori "non esecutivi" (9).

A ben vedere, peraltro, il problema deve essere ulteriormente scomposto; più in particolare, si deve comprendere: *i*) se e quali funzioni *possono essere attribuite* agli amministratori indipendenti in un sistema societario a "proprietà concentrata", come quello italiano (e non solo), dunque in un sistema sotto questo profilo molto diverso rispetto a quello anglosassone, ove gli *independent directors* sono stati concepiti; *ii*) quali poteri/doveri *sono effettivamente attribuiti* agli amministratori indipendenti allo stato dell'ordinamento e se queste funzioni sono concretamente

---

pubblicazione in Tombari (a cura di), Corporate Governance *e sistema dei controlli nella s.p.a.* (nt. 1) e in *RDS*, 2012, 114 ss..

(9) In un importante saggio dedicato alla figura degli amministratori indipendenti (Regoli, *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, 2, Torino, 2006, 385 ss.) si è sostenuto che — pur in assenza di una disciplina organica — è possibile « rinvenire molteplici riferimenti a questa categoria di amministratori, sia a livello di codici di autodisciplina che a livello normativo » e su questa base (tentare di) « ricostruire sistematicamente un unico statuto speciale, che fissi un insieme di principi e di regole di condotta applicabili a qualsiasi amministratore che si qualifichi come indipendente » (387 e 389); in questa prospettiva è stato poi sostenuto che lo *statuto speciale* degli amministratori indipendenti è da identificare, in primo luogo, nella sottoposizione di tale figura di amministratori a doveri "fiduciari" rafforzati rispetto a quelli che incombono sugli altri componenti del consiglio, ritenendosi che la qualifica di "indipendente" costituisca un fattore che innalza il livello di diligenza professionale richiesta e il dovere di lealtà di questi amministratori, « inteso quest'ultimo come dovere di presidiare l'interesse sociale, con particolare riferimento a quelle situazioni dove è forte il rischio di condizionamenti da parte degli amministratori esecutivi o del socio di controllo » (420). Per un tentativo di contribuire a questo dibattito sia consentito rinviare anche a Tombari, *Verso uno "statuto speciale" degli amministratori indipendenti (Prime considerazioni sul d.lgs. n. 303/2006 e sulle modifiche al Regolamento Consob in materia di emittenti)*, in *RDS*, 2007, 3, 51 ss. Per un quadro sulla ormai ampia letteratura italiana in materia di amministratori indipendenti cfr. Luciano, *Amministratori indipendenti e incarichi esecutivi*, in *RDS*, 2012, 354 ss..

idonee a migliorare il sistema dei controlli e comunque il governo societario di una s.p.a. quotata.

È dunque seguendo queste linee che nel prosieguo cercheremo di svolgere alcune sintetiche riflessioni.

2. Come ampiamente noto, gli *outside directors* (o *independent directors*) si affermano nelle *public corporations* in funzione di "controllo" degli amministratori esecutivi *agents*) nell'interesse degli azionisti (*principals*); in termini meglio concettualizzanti e adottando il paradigma conoscitivo degli *agency costs*, la figura dell'amministratore indipendente è stata pensata ed utilizzata per ridurre i "costi di agenzia" in un "*widely held shareholder" system* (10), ossia in un sistema — dominante negli U.s.a. (11) e nel Regno Unito (12) — caratterizzato da società ad azionariato diffuso senza un socio (o un gruppo) di controllo (13).

In particolare, negli Stati Uniti la percentuale di amministratori indipendenti nelle *public corporations* è passata nel periodo 1950/2005 dal 20% al 75% (14), raggiungendo l'82% nel 2008 (15). Molte le ragioni sottostanti allo sviluppo di questa particolare figura di amministratore: è stato rilevato, ad esempio, che la consapevolezza crescente (dal 1950 circa) che il valore di mercato delle azioni possa svolgere una fondamentale

(10) Sul punto è sufficiente rinviare a Gordon, *The Rise of Independent Directors in Italy: a Comparative Perspective*, in *La Società per azioni oggi. Atti del convegno internazionale di studi, Venezia 10-11 novembre 2006*, *, Milano, 2007, 161 ss.; Bainbridge, *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, New York, 2008, 190 ss.; Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, in *Harvard Law Review* 119/2006, 1642, 1650 e 1651; v. anche Gilson/Kraakman, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, in *Stanford Law Review*, 1991 (43), 863 ss.; nella nostra letteratura v., ad esempio, Regoli (nt. 9), 390.

(11) Ricorda, peraltro, come anche negli Stati Uniti molte società presentino un azionista (o un gruppo) di controllo Gilson (nt. 10), 1660.

(12) Cfr., ad esempio, Cheffins, *Corporate Ownership and Control*, Oxford, 2008, il quale, dopo aver ricordato che nel 2006 un giornalista finanziario britannico osservò che la piena separazione tra proprietà e controllo è una "*british obsession*", giunge a dimostrare le ragioni che storicamente hanno condotto nel Regno Unito alla separazione tra "proprietà" e "controllo", sottolineando, allo stesso tempo, che nessun particolare "sistema proprietario" offre decisivi vantaggi in termini di efficienza nella gestione sociale. Sulla figura degli amministratori indipendenti nel Regno Unito v. ad esempio Gower/Davies, *Principles of Modern Company Law*[8], London, 2008, 401 ss.

(13) Sulle caratteristiche di questo sistema in contrapposizione ai c.d. "*controlling shareholders" systems* (sistemi basati sulla presenza di soci di controllo) v., ad esempio, Gilson (nt.10), 1642 ss.; Gilson/Gordon, *"Controlling Controlling Shareholder"*, in U. PA. Law Review 152/2003, 785 ss.

(14) Gordon (nt. 10), 161 ss.

(15) Cfr. Bainbridge (nt. 3), 77.

funzione informativa sulla *performance* della società attenuò la debolezza degli indipendenti nel reperire informazioni, rafforzando invece il loro ruolo di monitoraggio sugli esecutivi attraverso la lettura delle informazioni provenienti dal mercato dei titoli (16).

A ben vedere, peraltro, il quadro che siamo venuti sinteticamente delineando e che accompagna ogni trattazione sugli amministratori indipendenti risulta molto più incerto e controverso di quanto possa apparire.

In primo luogo, è la stessa centralità, nel prossimo futuro, del modello della c.d. *public company* ad essere messa in discussione; in questo senso si è recentemente affermato che "*today, the public company is in trouble: the organisation that has been at the heart of capitalism for the past 150 years faces a loss of confidence in its Anglo-Saxon heartland and the rise of powerful challengers abroad. (..) America's animal spirits are increasingly migrating to private companies*" (17).

Passando ad una valutazione sul concreto funzionamento degli amministratori indipendenti nella realtà anglosassone, si deve prendere atto che non vi sono evidenze empiriche certe sulla correlazione tra indipendenti e miglioramento dei risultati della società (18).

Non può stupire allora se — anche e soprattutto in seguito alle crisi finanziarie che hanno attraversato la c.d. *Corporate America* nell'ultimo decennio — già da alcuni anni si discuta sul ruolo e sul futuro degli indipendenti nel sistema di *corporate governance* della grande impresa, molte essendo le critiche che sono state rivolte a questa figura.

Così, se per alcuni il problema dei fallimenti del sistema del governo societario (da Enron in poi) non è dipeso tanto dal funzionamento del *board* (che è invece migliorato nella sua composizione di indipendenti), quanto da un peggioramento della performance dei c.d. *gatekeepers* (*auditors*, *corporate attorneys*, analisti finanziari, agenzie di rating, ecc.) (19), nella letteratura nordamericana più recente è comunque dominante una valutazione decisamente critica degli *independent directors*, ritenuti "*the*

(16) Gordon (nt. 10), 170 ss., 185 ss. e 206 ss.

(17) The Economist, *The world in 2012*, 29 (edizione speciale dicembre 2011).

(18) Enriques/Hansmann/Kraakman, *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in Kraakman, Armour ed altri, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*[2], Oxford, 2009, 66; Bainbridge (nt. 10), 190 ss.; anche Gordon (nt. 10), 163, ammonisce che — sebbene la figura dell'amministratore indipendente negli Stati Uniti sia ormai vecchia una generazione — quanto questa sia utile è ancora discusso.

(19) Coffee, *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2006, 7 ss.

most prominent corporate governance device in the United States and perhaps the least effective" (20).

Limitandosi ad alcuni minimi riferimenti, nell'ormai classico saggio "*Pay without Performance*" Bebchuck e Fried affermano come sia molto difficile ridurre l'influenza degli amministratori esecutivi (ed in primo luogo del *CEO*) sugli amministratori indipendenti e quindi il grado di dipendenza "di fatto" dei secondi rispetto ai primi: e ciò per i troppi benefici che — direttamente o indirettamente — gli indipendenti possono ricevere dal *management* (21).

In un importante contributo dedicato alla *Corporate Governance* Jonathan Macey non esita a sostenere che il problema degli indipendenti è legato alla circostanza che non riescono al contempo a "svolgere funzioni gestionali" e "funzioni di controllo", ossia quella "funzione duale" che ogni componente del c.d.a. deve assolvere; il rischio è naturalmente che siano "catturati" dagli esecutivi, come è accaduto nel celebre caso Smith v. Van Gorkom del 1985, allorquando il consiglio di amministrazione della Transunion decise in poco tempo (due ore circa) su un'operazione complessa e dannosa per la società, solo perché fu "catturato" dal *CEO* interessato nell'operazione (van Gorkom, appunto) (22).

In tempi ancora più recenti una riflessione approfondita sul ruolo degli indipendenti si deve a Stephen Bainbridge (23), il quale si chiede addirittura se la crisi del 2007/2008 non sia parzialmente dovuta *anche* agli amministratori indipendenti (24). Partendo dall'esatta premessa che "*information is the coin of the realm in the world of corporate boards*" (nel senso che tanto maggiori sono le informazioni a disposizione del *board*

(20) Palmiter, *Dark Matter in US Corporations (Corporate Governance in the United States)*, in corso di pubblicazione in Tombari (a cura di), Corporate governance *e sistema dei controlli nella s.p.a.* (nt. 1), il quale si sofferma anche sulle ragioni di questo insuccesso; e v. già Palmiter, *Corporations*[5], New York, 2006, 196 ss., ove si osservava che « *the accounting and financial scandals that came to light in the early 2000s focused attention on the failures of outside directors to monitor and oversee corporate management. Paradoxically, the response has been to assign even greater importance to independent directors* ».

(21) Bebchuck/Fried, *Pay without Performance. The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, 2004, 202 ss.; secondo i due Autori la soluzione a questo problema potrebbe essere quella di rendere gli amministratori non esecutivi non solo meno dipendenti dagli esecutivi, ma soprattutto più dipendenti dai soci (207): solo così gli amministratori non esecutivi saranno effettivamente incentivati a controllare gli esecutivi e a perseguire gli interessi dei soci.

(22) Macey, *Corporate Governance. Promises Kept, Promises Broken*, Princeton, 2008, 51 ss. e 72 ss., ove un'ampia sintesi e commento del caso Smith v. Van Gorkom.

(23) Bainbridge (nt. 10), 176 ss.; Id. (nt. 3), 77 ss.

(24) Bainbridge (nt. 3), 103-104.

tanto meglio esso potrà esercitare le sue funzioni, anche di *monitoring*, sul *management*), il crescente impiego di amministratori indipendenti avrebbe, invece, come inevitabile conseguenza il dominio nei moderni consigli di amministrazione di *outsiders* (gli indipendenti, appunto) e quindi di soggetti privi di un adeguato set informativo (formale ed informale); aumenta dunque l'asimmetria informativa tra amministratori e *managers* e i primi sono sempre più dipendenti dai secondi per le informazioni "chiave" (25). Così, se la "*director independence is the corporate governance success story of the decade*", un esame più approfondito dimostra che la *director independence* non è la "panacea" per tutte le disfunzioni della *corporate governance* (26). Non solo: monitorare la gestione dei *managers* è un'attività complessa che richiede molto tempo e molte informazioni, mentre gli indipendenti hanno "altrove" il proprio centro di lavoro e di interessi e dipendono da altri per le informazioni (27).

Anche in una prospettiva più ampia di *comparative corporate governance* si è sottolineato come le alte aspettative legate alla figura dell'amministratore indipendente sono state solo parzialmente realizzate e gli *indipendent directors* non sono stati in grado di prevenire i grandi scandali societari. Un esempio per tutti è quello, come noto, di Enron, ove la (stragrande) maggioranza dei componenti del consiglio era indipendente, eppure venne a conoscenza del fenomeno delle *special purpose vehicles* (che aveva caratterizzato la società) solo dalla stampa (28). Volendo indicare i principali motivi di questo parziale fallimento si afferma, ancora una volta, che gli indipendenti lavorano solo in minima parte per la società (nel senso che hanno altrove le principali occupazioni e remunerazioni), non hanno le competenze necessarie per valutare la gestione sociale ed il suo andamento e soprattutto ricevono scarse informazioni dal *management*; oltre a ciò, essi hanno comunque pochi incentivi a monitorare gli esecutivi, in quanto non sono sufficientemente pagati per il ruolo che rivestono e sono generalmente privi di *stock options* (29).

In conclusione, nell'esperienza anglosassone non solo non abbiamo dati empirici decisivi per dimostrare una connessione certa tra presenza di indipendenti e miglioramento della *performance* societaria, ma soprat-

(25) Bainbridge (nt. 3), 63-64 e 87 ss.
(26) Bainbridge (nt. 3), 78.
(27) Bainbridge (nt. 3), 88.
(28) Hopt (nt. 4), 36-37; per un quadro generale cfr. anche Enriques/Hansmann/Kraakman (nt. 18), 64 ss.
(29) Per queste considerazioni cfr. Hopt (nt. 4), 35 ss.

tutto è in atto una revisione critica sulla effettiva funzione degli *independent directors.*

3. Molto è stato scritto su come la figura dell'amministratore indipendente sia stata trapiantata nell'esperienza giuridica italiana (30) e comunque sulle funzioni che essa è chiamata a svolgere nel nostro ordinamento (31).

Come già ricordato, l'interrogativo di fondo è se nelle società quotate, a struttura proprietaria fortemente concentrata, "esista una funzione specifica per gli indipendenti come quella svolta nelle società diffuse del mondo anglosassone, oppure nel nostro sistema si debba ritenere che essi non abbiano un ruolo autonomo rispetto agli altri amministratori non delegati" (32).

Ebbene, è ampiamente noto che in una realtà societaria a proprietà concentrata — e con un socio (o un gruppo) di controllo — i "problemi di agenzia" assumono connotati differenti, nel senso che i "conflitti di agenzia" si manifestano tra azionista di maggioranza e azionista di minoranza (33). Più in particolare, in questo diverso contesto, da un lato, gli amministratori esecutivi sono controllati direttamente dal socio di mag-

(30) Si chiede se si tratti di un "acritico trapianto" P. Ferro-Luzzi, *Per una razionalizzazione del concetto di controllo*, in Bianchini/Di Noia (a cura di) (nt. 1), 120; Id., *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, in Cariello (a cura di), *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2011, 6; sul punto v. anche le osservazioni di Gordon (nt. 10), 209 ss.

(31) P. Ferro-Luzzi, *Le operazioni* (nt. 30), 6, il quale non esita ad affermare che non riesce ancora a capire la specifica natura e funzione degli indipendenti; in generale, per ampi riferimenti bibliografici si rinvia ora a Luciano (nt. 9).

(32) In questi termini Bianchini/Di Noia, *Il reticolo dei controlli societari: lo stato dell'arte*, in Bianchini/Di Noia (a cura di) (nt. 1), 10; sul punto v. anche Ferrarini, *Funzione del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*, *ibidem*, 55 ss., il quale ritiene che in società a proprietà concentrata la funzione degli indipendenti sia rilevante soprattutto nel campo dei "controlli interni"; Belcredi, *La questione del ruolo "specifico" degli indipendenti nei sistemi di* governance, *ibidem*, 68 ss., secondo il quale non esiste un ruolo specifico ben definito per gli indipendenti (82).

(33) Per queste considerazioni, ormai diffuse nella nostra letteratura, cfr., ad esempio, Regoli (nt. 9), 390 e 397, ove la conclusione che nel sistema economico italiano l'attività di vigilanza demandata agli amministratori indipendenti « deve assumere connotati peculiari, in quanto va centrata non solo sull'operato degli amministratori esecutivi ma anche e soprattutto sulle interferenze dell'azionista di controllo, con l'obiettivo di impedire a quest'ultimo di sfruttare la propria posizione di forza estraendo i c.d. benefici privati del controllo a detrimento della società e degli altri azionisti »; nel senso che nel contesto italiano gli *agency problems* più rilevanti sono quelli tra minoranza e maggioranza Perrone, *Sistema dei controlli e mercato dei capitali*, in corso di pubblicazione in Tombari (a cura di), Corporate Governance *e sistema dei controlli nella s.p.a.* (nt. 1) e in *Riv. soc.*, 2011, 846. Per analoghe osservazioni nella letteratura tedesca v., ad esempio, Langenbucher, *Wettbewerbsverbote, Unabhängigkeit und die Stellung des Aufsichtsratsmitglieds*, in *ZGR* 2007, 571 e 591; Wirth,

gioranza, che provvede alla loro nomina (34), dall'altro (e conseguentemente), l'"indipendenza" dell'amministratore deve essere valutata in rapporto (non agli amministratori esecutivi, ma proprio) al socio (o gruppo) di controllo.

In sostanza, non vi è dubbio che — pur con le differenze appena delineate e del resto ben note — gli amministratori indipendenti sono uno strumento per ridurre i c.d. costi di agenzia in ogni sistema di diritto societario che li ha introdotti (35).

Resta da sottolineare che nella grande impresa azionaria le "minoranze" possono avere interessi diversi. E si pensi, ad esempio, a quella che potremmo definire la "*family public company*"; con questa locuzione si intende far riferimento ad un fenomeno diffuso anche nella nostra esperienza, quale quello di una società: *i*) caratterizzata dalla presenza di una famiglia (che complessivamente riveste il ruolo di azionista di maggioranza e/o ricopre alcune cariche nel consiglio); *ii*) con una quota detenuta da un socio di minoranza con funzioni di partner industriale e finanziario; *iii*) con una parte del flottante nella titolarità (anche) di fondi assai diversi per finalità e composizione. Come evidente, in questo contesto le "minoranze" possono avere connotati e aspettative molto eterogenee e differenziate.

Anforderungsprofil und Inkompatibilitäten für Aufsichtsratsmitglieder, in *ZGR* 2005, 327, 329-330.

(34) Cfr. Gilson (nt. 10), 1650 ss., secondo il quale in un "*controlling shareholder" system* l'azionista di controllo ha incentivi a controllare il *management* e per questa via viene recuperata una efficienza del sistema senza bisogno di ricorrere a figure quali, tra l'altro, gli amministratori indipendenti tipici di un sistema a proprietà diffusa. Se questo è vero, si pone tuttavia un problema di agenzia tra socio di controllo e socio di minoranza per l'estrazione dei benefici privati del controllo (e tanto minore sarà la partecipazione al capitale del socio di controllo, tanto maggiore sarà la tendenza ad estrarre "benefici privati"). Conseguentemente, per un socio di minoranza la presenza di un azionista di controllo è preferibile sino a quando i benefici derivanti dalla riduzione dei c.d "*managerial agency costs*" sono più grandi rispetto ai costi derivanti dai "benefici privati del controllo". In questo contesto, osserva esattamente Gilson che è compito anche del sistema giuridico limitare i benefici privati del controllo a livelli tali che, al netto di questi costi, mantenga gli azionisti di minoranza in una situazione migliore di quella in cui verrebbero a trovarsi dovendo "controllare" il socio di controllo (1674).

(35) Enriques/Hansmann/Kraakman (nt. 18), 64 ss. e v. anche Enriques/Hansmann/Kraakman, *The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies*, in Kraakman, Armour ed altri, (nt. 18), 89 ss., ove si osserva che il sistema di *corporate governance* può e deve occuparsi anche dei conflitti di agenzia che riguardano gli interessi dei soci di minoranza e dei c.d. *non-shareholder constituencies*. E qui sorge il problema, in quanto per risolvere il conflitto di agenzia soci/amministratori si deve aumentare il potere dei soci di maggioranza a scapito delle minoranze e degli *stakeholders* (es. lavoratori); se invece si vogliono affrontare i problemi di agenzia delle minoranze e degli *stakeholders* si devono ridurre i poteri della maggioranza (peggiorando il conflitto soci/amministratori).

Ricorrendo allora ad un linguaggio più sistematico, si può affermare che — a prescindere dai c.d. problemi di agenzia — gli amministratori indipendenti sono i "supremi garanti" della corretta valutazione e del rispetto dell'"interesse sociale" da parte del consiglio di amministrazione (36), anche quando la società è inserita in un gruppo (37). Ciò naturalmente sul presupposto — difficilmente contestabile — che l'obbligo di perseguire l'interesse sociale grava su tutti gli amministratori e non solo sugli indipendenti (38).

In conclusione, nell'ambito di un sistema societario a proprietà concentrata, gli amministratori indipendenti *possono* contribuire ad un miglioramento dei sistemi di controllo e ad una riduzione dei c.d. problemi di agenzia tra "maggioranza" e "minoranze"; ciò in quanto essi rappresentano (*rectius*, dovrebbero rappresentare) la massima garanzia del perseguimento dell'interesse sociale.

Una precisazione sembra a questo punto quanto mai opportuna. Aver chiarito *la possibile funzione* degli amministratori indipendenti nel contesto societario italiano (e in contesti analoghi), non significa in alcun modo che essi debbano essere necessariamente presenti in ogni realtà. Al riguardo, si consideri che nell'esperienza tedesca (caratterizzata, come noto, da una "struttura proprietaria" simile a quella italiana) non sono previsti/imposti componenti "indipendenti" nell'organo di gestione (*Vorstand*) (39). Tale soluzione normativa trova certamente una sua (parziale) spiegazione nel sistema di "cogestione" presente (sebbene non come

(36) Ritiene, in generale, che "funzione specifica dell'amministratore indipendente sia la tutela dell'interesse della società (..dell'impresa), senza i condizionamenti dei vari, molteplici interessi che l'esercizio di impresa coinvolge, anzi cercandone una mediazione" P. Ferro-Luzzi, *Indipendente...da chi; da cosa?*, in *Riv. soc.*, 2008, 208; sul punto v., ad esempio, anche Regoli (nt. 9), 387.

(37) Al riguardo, certamente interessante è, ad esempio, l'esperienza belga (in generale, per una sintesi della disciplina sugli amministratori indipendenti in Belgio cfr. De Cordt/Colard, *Group of companies governance in Belgium*, in *Festschrift für Hopt*, II, Berlin-New York, 2010, 3053 ss.) relativa al ruolo determinante degli amministratori indipendenti nella *governance* di una società di gruppo quotata in borsa: e v. De Cordt/Colard, (nt. 37), 3043 ss.

(38) V. in luogo di molti, Libonati, *Il governo del consiglio di amministrazione di società per azioni, in Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi. Omaggio a P. Marchetti*, Milano, 2010, 371-372 (sulla competenza funzionale degli amministratori, nel senso che una volta nominati devono perseguire l'interesse sociale e non l'interesse particolare di coloro che li hanno scelti e votati in assemblea).

(39) Del resto, in Germania la necessità di (almeno) un membro indipendente nel consiglio di sorveglianza (*Aufsichsrat*) delle *Kapitalmarktorientierte Kapitallgesellschaften* è stata prevista solo con il cd. *BilMoG* (*Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz*) del 26 marzo 2009 (cfr. § 100, *Abs.* 5, dell'*AktG*): sul punto è sufficiente rinviare a Spindler, *sub* § 100, in

regola assoluta) nel consiglio di sorveglianza della *Aktiengesellschaft*, ma si spiega anche in termini diversi. Più in particolare, sono considerate sufficienti a garantire il buon funzionamento del sistema di *corporate governance* la previsione dell'obbligo a carico dei membri del *Vorstand* di gestire la società "sotto la propria responsabilità" (*§* 76, I, *AktG*) (40), nonché l'imposizione, sempre a carico degli stessi, di specifici "doveri" e "responsabilità"; ciò senza alcun bisogno di introdurre un amministratore "indipendente" (e/o "di minoranza").

4. È opportuno verificare, a questo punto, quali poteri/doveri siano effettivamente attribuiti agli amministratori indipendenti allo stato dell'ordinamento e se queste funzioni siano concretamente idonee a migliorare il governo societario di una s.p.a. quotata. In questa prospettiva, occorre dunque concentrarsi sulla normativa di questa figura di amministratori (41).

Al riguardo, è da sottolineare che la disciplina degli amministratori indipendenti — a livello legislativo, regolamentare e autoregolamentare — è alquanto scarna e concentrata prevalentemente sulla composizione del consiglio di amministrazione (al fine di prevedere la necessaria presenza di "indipendenti") e sulla definizione dei requisiti di "indipendenza". E ciò si spiega, probabilmente, non tanto per la volontà del legislatore di appiattire "disciplina" e "funzione" degli amministratori indipendenti su quella dei "non esecutivi", quanto per la difficoltà di trovare un'adeguata soluzione ai molteplici e specifici problemi normativi che questa figura pone.

Limitandosi ad alcuni esempi, si può ricordare la problematica relativa alla tipologia di remunerazione degli indipendenti (42). Si pensi, inoltre, alla questione, sino ad ora poco indagata, del se — e allora in quali termini ed entro quali limiti — gli amministratori indipendenti possano assumere funzioni esecutive; al riguardo, se l'opinione attualmente dominante propende per una sostanziale inconciliabilità tra "indipendenza" e

---

SPINDLER/STILZ, *Kommentar zum Aktiengesetz*, *Band* 1, München, 2010, 1206 ss.; nella nostra letteratura per ulteriori considerazioni su questo punto v. ora LUCIANO (nt. 9), 362, nt. 33.

(40) Sul punto è sufficiente rinviare a FLEISCHER, *sub* § 76, in SPINDLER/STILZ (nt. 39), 820 ss., ove ampi riferimenti anche bibliografici.

(41) Per alcune considerazioni cfr., ad esempio, N. SALANITRO, *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Piras, Torino, 2010, 378 ss.; TOMBARI (nt. 9); per ulteriori riferimenti bibliografici v. LUCIANO (nt. 9), 362 ss.

(42) Cfr. RIMINI, *La remunerazione degli amministratori indipendenti. Prime osservazioni e qualche suggerimento operativo*, in *Studi in ricordo di P.G. Jaeger*, Milano, 2011, 497 ss.

"incarichi esecutivi" (43), il ruolo di "supremi garanti del perseguimento dell'interesse sociale" attribuito agli indipendenti non sembrerebbe porsi in un ordine di incompatibilità assoluta con la partecipazione a momenti esecutivi all'interno dell'impresa.

Più in generale, il problema resta evidentemente quello di stabilire se esistono doveri e poteri specifici e quindi uno statuto differenziato per gli amministratori indipendenti (44).

Volendo impostare una risposta al nostro interrogativo iniziale, un dato è preliminarmente da assumere come indiscusso: allo stato dell'ordinamento gli amministratori indipendenti sono deputati al controllo/monitoraggio, inteso non come verifica *ex post*, ma come controllo immediato sulla gestione che viene proposta (45).

Tanto considerato, si può sinteticamente osservare quanto segue:

a) nel T.u.f. e comunque nella legislazione attuale non sono espressamente riconosciute specifiche funzioni (poteri/doveri) agli amministratori indipendenti;

b) nel Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate (46) (e considerazioni sostanzialmente analoghe possono farsi anche in merito al ruolo degli indipendenti nelle operazioni con parti correlate delle banche: cfr. le *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le Banche. Titolo V, Capitolo 5. Attività di rischio e conflitti di interesse nei confronti di soggetti collegati*, come approvate da Banca d'Italia nel dicembre 2011): *i*) non è previsto alcun potere/dovere specifico attribuito *individualmente* all'amministratore indipendente, ma solo la partecipazione ai comitati pre-

(43) V. ad esempio, Bianchini/Di Noia (nt. 32), 29-30, ove l'amministratore indipendente viene visto come controllore con momenti anche propositivi, ma mai decisori; cfr., tuttavia, P. Marchetti, *Indipendenza e controllo: considerazioni introduttive*, in Bianchini/Di Noia (a cura di) (nt. 1), 38-39, il quale propende per l'ammissibilità/opportunità di un amministratore indipendente in comitato esecutivo; a questo tema è ora dedicato lo studio di Luciano (nt. 9), al quale si rinvia per ulteriori riferimenti.

(44) Ritiene, ad esempio, che la qualifica di amministratore indipendente non sia sufficiente a configurare obblighi diversi rispetto a quelli degli altri amministratori Ferrarini, *Funzione del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*, in Bianchini/Di Noia (a cura di) (nt. 1), 52.

(45) P. Marchetti (nt. 43), 39.

(46) Il Regolamento è stato adottato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010; per alcuni primi approfondimenti cfr. Montalenti, *Le operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 319 ss.; Cariello (a cura di), *Le operazioni con parti correlate* (nt. 30); Pomelli, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *NLCC*, 2010, 1333 ss.; Maugeri, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 887 ss. V. anche la Circolare Assonime n. 38 del 6 dicembre 2010 (*La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate*).

visti rispettivamente dagli artt. 4 (in merito all'adozione delle Procedure), 7 e 8 (per le operazioni di "minore" e "maggiore rilevanza"); *ii*) come partecipanti a questi comitati, gli amministratori indipendenti sono tenuti ad esprimere un parere (avente valore diverso a seconda che l'operazione sia di "minore" o di "maggiore" rilevanza) sull'"interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni"; *iii*) sempre in questa prospettiva, essi devono essere destinatari di flussi informativi completi e tempestivi [cfr. art. 7. 1, lettera *c*) e art. 8.1, lettera *b*)];

c) il Codice di autodisciplina: *i*) suggerisce un numero adeguato di indipendenti e alcuni criteri di valutazione dell'indipendenza stessa (art. 3); *ii*) raccomanda l'istituzione all'interno del consiglio di amministrazione di alcuni comitati (determinandone, altresì, le modalità di funzionamento), composti prevalentemente se non esclusivamente da indipendenti (artt. 4-7); *iii*) chiarisce che "nello svolgimento delle proprie funzioni, i comitati hanno la facoltà di accedere alle informazioni e alle funzioni aziendali necessarie per lo svolgimento dei loro compiti nonché di avvalersi di consulenti esterni, nei termini stabiliti dal consiglio di amministrazione" (4.C.1, lettera e); *iv*) precisa che, qualora istituito, il *lead independent director* "collabora con il presidente del consiglio di amministrazione al fine di garantire che gli amministratori siano destinatari di flussi informativi completi e tempestivi" (2.C.4, lettera *b*).

Sembra dunque potersi affermare che allo stato dell'ordinamento non sono espressamente previsti (a livello di normazione primaria o secondaria) poteri/doveri per gli amministratori indipendenti diversi o comunque ulteriori rispetto a quelli gravanti sui "non esecutivi"; ciò che emerge è esclusivamente l'attribuzione di specifici compiti di partecipazione ai comitati principali che la società dovrà o comunque riterrà opportuno istituire (47) e — per questa via — un incremento dei flussi informativi di cui gli indipendenti (come componenti dei comitati) sono destinatari. In questo senso, dunque, per gli "indipendenti" migliora certamente la capacità di partecipazione alla vita dell'impresa (48), con una sensibile riduzione del problema delle c.d. asimmetrie informative.

---

(47) Sui "comitati" in generale v. M. Stella Richter, *I comitati interni all'organo amministrativo*, in *Riv. soc.*, 2007, 260 ss.; Id., *Il controllo all'interno dell'organo amministrativo*, in corso di pubblicazione in Tombari (a cura di), Corporate Governance *e sistema dei controlli nella s.p.a.* (nt. 1).

(48) Per alcune riflessioni v. Chiappetta, *Gli amministratori indipendenti e gli amministratori di minoranza*, in *RDS*, 2009, 859 ss.; cfr. anche Regoli (nt. 9), 423-424: "qualora gli indipendenti siano membri di comitati interni, essi non dovranno limitarsi a fare affidamento sui flussi informativi spontanei o sollecitati derivanti dagli amministratori esecutivi ma

Tanto considerato, è opportuno rilevare, peraltro, che la necessaria opera di "concretizzazione" del dovere generale di gestire l'impresa con la diligenza richiesta dalla "natura dell'incarico" (art. 2392, comma 1°, c.c.) può certamente configurare, in relazione al singolo caso, (se non "doveri fiduciari rafforzati" (49), quantomeno) "doveri di comportamento specifici" a carico dell'amministratore indipendente, contribuendo così ad arricchire lo "statuto normativo" di questa figura; è da chiedersi, inoltre, se, in determinate ipotesi, non sorgano in capo agli indipendenti (anche) particolari doveri di "agire in modo informato" (art. 2381, comma 6°, c.c.).

5. Le considerazioni che siamo venuti svolgendo lasciano ancora parzialmente insoddisfatti in merito al ruolo e al contributo effettivo degli amministratori indipendenti nel governo di una s.p.a. quotata.

A questo proposito, non vi è dubbio che (nonostante la partecipazione ai c.d. comitati interni all'organo amministrativo) permane l'"asimmetria informativa" rispetto agli "esecutivi" e ai vertici della struttura interna che vivono l'impresa quotidianamente e hanno nell'impresa il proprio centro esclusivo di interesse professionale; anche scegliendo poi come "indipendenti" persone di "alto livello reputazionale" (50) non esiste alcuna garanzia che i loro comportamenti siano effettivamente conformi al canone della "indipendenza".

Certamente è possibile apportare alcuni miglioramenti sul piano delle forme organizzative dell'attività di questa figura di amministratori (51). A titolo meramente esemplificativo si potrebbe istituzionalizzare, nel Codice di autodisciplina, il *lead independent director*, consigliandone sempre la nomina (oltre le ipotesi in cui è attualmente raccomandato) e soprattutto rendendolo effettivamente la "cinghia di collegamento" tra la "struttura amministrativa della società" (e le informazioni da essa detenute) e gli altri amministratori indipendenti e comunque l'intero consiglio.

A ben vedere, tuttavia, la difficoltà di trovare un ruolo definitivo e

---

dovranno anche avvalersi della facoltà di accedere alle informazioni in possesso delle diverse funzioni aziendali (..)".

(49) Cfr. Regoli (nt. 9), 420 ss. e 433-434.

(50) Sottolinea giustamente l'importanza di questo elemento Chiappetta, *Diritto del governo societario*[2], Padova, 2010, 166.

(51) In generale sulle forme organizzative che possono essere adottate con riferimento all'attività degli indipendenti per garantire un efficiente esercizio delle loro funzioni cfr. Regoli (nt. 9), 426 ss.

soddisfacente agli amministratori indipendenti nella *governance* della società con azioni quotate risiede su un piano diverso e più alto.

La complessità e la profonda evoluzione normativa (e prima ancora socio-economica) della grande impresa azionaria richiede un generale ripensamento non solo e non tanto della disciplina, quanto degli istituti caratterizzanti e delle categorie giuridiche rappresentative (52).

Così, è da chiedersi quale sia il ruolo e la funzione del consiglio di amministrazione in questa realtà (53) e se la visione del consiglio come "*monitoring board*" (54) — senza dubbio ancora fondamentale — non debba essere parzialmente modificata o comunque integrata e meglio specificata alla luce dello scenario e delle complessità attuali (55).

Conviene poi ricercare ancora il significato e la natura dell'"interesse sociale" (56) — come parametro di condotta dell'organo gestorio (e non solo) — o è opportuno invece individuare regole procedurali e compor-

---

(52) Cfr., ad esempio, Rossi, *La metamorfosi della società per azioni*, in Brescia/Torchia/Zoppini (a cura di) (nt. 1), 13 ss. e 24: "la società per azioni, a larga diffusione di capitale e, in particolare, quella quotata, è l'istituto tipico del capitalismo. Con esso è nata e cresciuta, ma con esso si sta talmente trasformando fino a far dubitare che il diritto che la disciplina (..) ancora esista. Eguale discorso vale per i suoi istituti fondamentali — quali l'interesse sociale, la responsabilità limitata e il capitale sociale rappresentato da azioni trasferibili — con riferimento ai quali ci si può chiedere se siano ancora in vita" (il saggio è pubblicato anche in *Riv. soc.*, 2012, 1 ss.); sul punto sia consentito rinviare anche alle riflessioni che avevo avanzato in *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. soc.*, 2002, 1062 ss., e in *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 928 ss.

(53) Per alcune prime considerazioni cfr., ad esempio, Chiappetta (nt. 50), 128 ss.; Sfameni, *Vigilanza, informazione e affidamento nella disciplina della delega amministrativa*, in *Scritti giuridici per P. Marchetti.* Liber discipulorum, Milano, 2011, 581 ss.

(54) Come noto, è opinione dominante che il consiglio di amministrazione sia attualmente un "consiglio che controlla" (*monitoring board*) e non un "consiglio che gestisce" (*managing board*): lo ricorda, ad esempio, Ferrarini (nt. 44), 51, ricordando il contributo su questo punto di Eisenberg (*The structure of the Corporation* del 1976; sul ruolo fondamentale dell'opera di Eisenberg v. anche Bainbridge (nt. 10), 160).

(55) Per alcuni possibili spunti cfr. Bainbridge (nt. 3), 17 e 41 ss., il quale parla di tre funzioni (*management*, *oversight* e *service*).

(56) Per un quadro meditato ed aggiornato è sufficiente rinviare a Montalenti, *Interesse sociale e amministratori*, in Montalenti, *Società per azioni* (nt. 1), 89 ss.; Denozza, *Verso il tramonto dell'interesse sociale?*, in Paciello (a cura di), *La dialettica degli interessi nella disciplina delle società per azioni*, Napoli, 2011, 77 ss.; Id., *L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders. *In ricordo di P. G. Jaeger*, Milano, 2010, 9 ss.; Angelici, *La società per azioni e gli "altri"*, *ibidem*, 45 ss.; Sacchi, *L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, *ibidem*, 135 ss.; Costi, *L'interesse sociale nella riforma del diritto azionario*, in *Diritto, mercato ed etica* (nt. 38), 253 ss.; Chiappetta, *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2006, 668 ss.

tamentali (57), rispettando le quali possiamo dire che gli amministratori hanno agito coerentemente con la funzione e lo schema societario?

Più in generale, negli ultimi decenni i problemi di "governo societario" (*corporate governance*) sono stati quasi esclusivamente affrontati, nelle principali esperienze giuridiche, con i paradigmi metodologici dell'analisi economica del diritto e — per ciò che più rileva in questa sede — con quelli della c.d. *agency theory*.

È necessario tuttavia prendere crescente consapevolezza che la grande impresa azionaria è una "istituzione" non solo "economica", ma anche "politico/sociale" (caratterizzata da relazioni di potere e eterogeneità di interessi) e "giuridica" (retta da "regole" e rappresentata attraverso "forme e categorie giuridiche").

Senza alcuna pretesa di avviare in questa sede un percorso così impegnativo e complesso, tornano alla mente le parole di un Maestro del diritto commerciale italiano, il quale nel 1960, in un noto saggio su *Idee e problemi nell'evoluzione della* "Company" *inglese*, osservava che "il problema centrale della società per azioni è quello dell'attribuzione e della disciplina del potere, e quindi in definitiva della legittimità del potere stesso, nell'ambito della comunità sociale: problema comune non solo a tutte le comunioni contrattuali di interessi, ma anche alla massima delle collettività umane organizzate, allo Stato. È (..) costante nella dottrina delle società il ricorso alla teoria dello Stato, da cui per tanti versi la società deriva la sua fisionomia, il suo modo di procedere, il suo stesso destino" (58).

In tempi più recenti si sta diffondendo, del resto, nella nostra letteratura giuridica l'opinione che si debba superare "l'imperialismo culturale" dell'analisi economica del diritto. È stato così convincentemente affermato che, nella prospettiva di studiare la società e l'interesse sociale, si devono integrare le categorie "mercantili" (o della microeconomia) con le categorie della scienza politica, le quali meglio sono in grado di "inquadrare i temi del potere" (centrali nella società per azioni, ma assenti alle rappresentazioni mercantiliste e microeconomiche dell'impresa azionaria) (59).

---

(57) Alcune riflessioni in questo senso si ritrovano già in P. Ferro-Luzzi, *Le operazioni* (nt. 30), 7-8.

(58) Mignoli, *Idee e problemi nell'evoluzione della* "Company" *inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, 633 ss. (ora anche in Ascarelli-Mignoli, *Letture per un corso di diritto commerciale comparato*, Milano, 2007, 177 ss. e 189 ss.).

(59) Denozza, *L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders (nt. 56), 23 ss.; Id.,

In sostanza, la "*corporate governance*", intesa come il sistema del "governo" (amministrazione e controllo) dell'impresa, è sempre stata studiata e continuerà ad esserlo in futuro: ciò che occorre è cambiare — almeno in parte — gli strumenti di indagine che sono stati sino ad oggi impiegati sull'onda del dominio culturale nordamericano.

È tempo dunque di ripensare la grande società per azioni, affiancando agli strumenti della microeconomia altri paradigmi conoscitivi tratti dalle scienze politiche e sociali in genere (tra le quali anche le scienze giuridiche). Se poi servirà ancora riflettere sulla figura e sulla funzione degli amministratori indipendenti in questo nuovo contesto è questione alla quale non è ora possibile rispondere.

UMBERTO TOMBARI
Prof. ord. di Diritto commerciale
nella Facoltà di Giurisprudenza
dell'Università degli Studi di Firenze

Responsabilità dell'impresa e "contratto sociale". Una critica, in *Diritto, mercato ed etica* (nt. 38), 277; per considerazioni parzialmente analoghe cfr. anche ANGELICI, *La società per azioni e gli "altri"*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders (nt. 56), 62; P. MARCHETTI (nt. 43), 35.