



RIFLESSIONI SU CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE E *BOARD OF DIRECTORS* NELLA GESTIONE DEI PROBLEMI DI AGENZIA

ANTONIO DI GASPARÈ

SOMMARIO: 1. Ambito di insorgenza dei problemi di agenzia – 2. L'apparente diversa rilevanza dei problemi di agenzia tra Stati Uniti e Italia – 3. Le tipologie di “*principal-agent problem*” tra *directors* e *shareholders* – 3.1. Operazioni con la società – 3.2. Uso di beni sociali, opportunità o informazioni – 3.3. Competizione contro la società – 4. Conclusioni

1. L'articolo affronta, sotto la lente comparatistica, le tre principali fattispecie di “*principal-agent problem*” tra amministratori e soci nelle società aperte statunitensi e in quelle italiane, soffermandosi, in particolar modo, sui rimedi elaborati nei due ordinamenti per farvi fronte.

Le diverse strategie adottate di natura “risarcitoria” negli Stati Uniti, secondo la tradizione del *common law*, ovvero di tipo “preventivo-organizzativo” in Italia, secondo la consueta impostazione formalistica cara al nostro legislatore, solo apparentemente appaiono, però, giustificate dalla differente struttura proprietaria delle società che si riscontra nei due ordinamenti.

Le ragioni di scelte opposte per i due sistemi nell'adozione delle misure per contrastare i problemi di agenzia sembrano legate al fatto che il consiglio di amministrazione conserva, nel suo complesso, competenze eterogenee di gestione (esclusiva) e di controllo (concorrente con il collegio sindacale) e al fatto che gli amministratori sono, di regola, espressione dei soci di comando da cui vengono nominati; viceversa negli Stati Uniti, in seguito alla trasformazione da *managing (advisory) board* a *monitoring board*, si registra una più corretta e trasparente divisione nell'attribuzione delle funzioni di amministrazione e di controllo assegnate ai componenti del *board of directors*, la cui maggioranza deve essere composta da *independent directors*¹.

¹ V. *Self-Regulatory Organizations*, 68 Fed. Reg. 64,154 (Nov. 12, 2003). Secondo queste regole la maggioranza dei *directors* delle società quotate deve essere indipendente. Gli indipendenti si devono incontrare regolarmente senza la presenza degli *executive directors*. È definito *independent director* dal *board* il *director* che non ha una “*material relationship*” con la corporation. Come il NYSE anche il NASDAQ ha adottato delle nuove regole che richiedono la partecipazione nel *board* di una maggioranza di *directors* indipendenti affermando che il *board* deve determinare l'indipendenza sulla circostanza che il *director* non abbia una relazione che possa “*interfere with the exercise of independent judgment*”.



Per quanto concerne i problemi di agenzia si osserva, in termini descrittivi del fenomeno, come essi traggono notoriamente origine dal fatto che nelle società ad azionariato diffuso si possono verificare delle divergenze, a causa della dissociazione tra proprietà e controllo, tra gli obiettivi del proprietario (i.e. soci) e quelli del fiduciario (i.e. amministratori) assunto per la soddisfazione dell'interesse del primo.

Questo fenomeno economico che prende il nome di “*principal-agent problem*”, pur rinvenendosi in una moltitudine di rapporti negoziali che vanno ben aldilà del contesto societario, proprio in tale ambito attira maggiormente l'attenzione sia per la rilevanza degli interessi economici in gioco che per la complessità della vicenda.

Tale tipologia di società ha, infatti, come tratto distintivo un azionariato pulviscolare e viepiù disorganizzato, in quanto gli azionisti/investitori sono unicamente interessati alla valorizzazione e alla remunerazione del capitale investito, avvicinandosi tale tipo di azionista, quanto al disinteresse per la gestione sociale, alla categoria dei sottoscrittori dei c.d. corporate *bond*².

D'altra parte, la riforma del 2003 ha reso palese anche in Italia il paradigma della società per azioni come modello di finanziamento per l'esercizio entificato dell'attività di impresa, rendendo possibile l'emissione di strumenti finanziari partecipativi (2346, sesto comma e 2349 secondo comma), azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di determinate condizioni non meramente potestative (art. 2351 c.c.)³.

I soci (i.e. *principal*) sono, inoltre, privi di effettivi poteri di controllo a causa dell'asimmetria informativa che non consente loro di disporre di informazioni sulle azioni o sulle intenzioni degli amministratori (i.e. *agent*). Questi ultimi possono essere, perciò, incentivati ad agire scorrettamente, se i loro interessi non sono allineati con quelli della società⁴.

² In merito all'interesse sociale, anche per la sensibilità verso il diritto societario statunitense, cfr. A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società, le offerte pubbliche in Italia e negli Stati Uniti*, Milano, 2007, 117 ss.

³ In tal senso si veda: C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Cedam, Padova, 2003, 21 ss; G. FERRI jr, *Fattispecie societaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 806; B. LIBONATI, *L'impresa e le società. La società per azioni*, Milano, 2004, 104; U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1096 ss.

⁴ Tale controllo, inoltre, sarebbe anche ove possibile, nella più parte dei casi, costoso rispetto ai benefici che ne possono derivare e di intralcio alla corretta gestione sociale. A fronte dei problemi di agenzia tra amministratori e soci, il codice civile appresta principalmente strategie di natura fiduciaria come il diritto di nomina e revoca degli amministratori ovvero rimedi risarcitori come l'azione di responsabilità nei loro confronti. Al fine di porre rimedio ai comportamenti opportunistici dei *corporate directors* e degli *officers* possono essere adottate *regulatory strategies* e *governance strategies* cercando, quando possibile, di allineare gli interessi dell'agente con quelli del *principal*. Tra queste strategie si ricordano principalmente: la partecipazione agli utili, la misurazione delle performance dell'agente, la creazione di un legame o la paura della sua rottura. Per una disamina del tema degli “*agency costs*” nelle società per azioni ad azionariato diffuso dei maggiori paesi capitalistici si veda R. KRAAKMAN, J. ARMOUR, P.



Detta asimmetria informativa può alimentare, poi, “forme di conflitto di interessi” ovvero di “*moral hazard*” in grado di cagionare danni alla società: nell’unico caso per l’eventualità che l’amministratore – cioè colui che è il titolare del potere di compiere atti giuridici nell’interesse della società – utilizzi il potere attribuitogli per appropriarsi di utilità indebite, approfittando della posizione apicale che occupa; nell’altro per il fatto che l’amministratore assuma, dato che la società è l’unico centro di imputazione degli effetti dell’attività di impresa, più rischi di quelli che prenderebbe nel caso in cui fosse direttamente responsabile.

2. Nell’ambito degli “*agency costs*” negli Stati Uniti l’attenzione è focalizzata sui conflitti tra azionisti e *corporate directors/management*⁵ nelle cui mani è concentrato il potere decisionale, in virtù dell’affermazione del modello della *publicly traded company*.

In Italia, l’attenzione è, invece, incentrata sui conflitti tra soci di controllo e azionisti di minoranza, in quanto i primi sono in grado di orientare la gestione sociale, data la struttura proprietaria delle società caratterizzata dalla presenza di gruppi, società controllate e collegate, intrecci azionari, imprese familiari, patti parasociali, nonché dallo scarso attivismo degli investitori istituzionali nell’esercizio dei poteri proprietari⁶.

DAVIES, L. ENRIQUES, H. HANSMANN, G. HERTIG, K. HOPT, H. KANDA, E. ROCK, *Diritto societario comparato. Un approccio funzionale*, a cura di L. ENRIQUES, Bologna, 2006.

⁵ In particolare, i problemi di agenzia riguardano solitamente i soci e l’amministratore delegato (*chief executive officer* ovvero il comitato esecutivo), in quanto sono gli amministratori con delega ovvero “esecutivi” a gestire la società, mentre gli altri amministratori svolgono di fatto un ruolo di controllo della legalità, correttezza e adeguatezza dell’assetto organizzativo dell’attività amministrativa generale.

Più di recente, tale conflitto ha coinvolto anche il *management* che ha acquistato sempre più potere e margini di azione, dal momento che i *corporate directors* non possono sempre seguire personalmente tutto ciò che concerne la vita della società e devono, perciò, necessariamente fare affidamento sull’attività dei *senior executive officers* e dagli altri *corporate agents*. La crescente rilevanza dei *corporate officers* sembra confermata anche dal *Revised Model Business Corporation Act*, che consente ai *corporate director* di fare affidamento sulle informazioni fornite dai dirigenti RMBCA § 8.30 (b), salvo che l’affidamento su determinati fatti non sia giustificato RMBCA § 8.30(c) onde evitare che i *directors* si limitino a recepire passivamente le informazioni, astenendosi dal sottoporle a vaglio critico il contenuto. Sul punto si vedano le utili considerazioni di S. M. BAINBRIDGE, *A Critique of the NYSE’s Director Independence Listing Standards*, 30 SEC. REG. J. 370 (2002).

⁶ Si veda per l’approccio comparatistico dato al tema dei problemi di agenzia K. J. HOPT, *Company law modernization: transatlantic perspectives*, in *Riv. soc.*, 2006, 5-6, 906 ss., ove si legge, in linea di principio, che “*For company law modernization, one of the most striking differences between the New and the Old World is the prevalence of two different kinds of agency problems: While in the U.S. the focus is on the conflict between shareholders and managers, in continental Europe the protection of minorities against the majority and the parent has been the major concern of legislators. This, of course, is due to a different shareholder structure and the prevalence of public companies without a major shareholder in the U.S. and of blockholders and family companies in continental Europe...*”.

Vedi anche A. PERRONE, *Sistema dei controlli e mercato dei capitali*, in *Riv. soc.*, 2011, 05, 841.



A tal proposito, mette conto osservare che anche in Italia l'attenzione dovrebbe essere, però, focalizzata sui conflitti tra azionisti e amministratori, sebbene sotto un angolo visuale diverso, come avremo modo di chiarire appresso. Ed in effetti, i soci di controllo hanno la possibilità di condizionare indirettamente la gestione grazie all'influenza che esercitano sugli amministratori nominati grazie alla formazione di liste di maggioranza, patti di sindacato ovvero forme di controllo piramidale che sono invece vietate negli Stati Uniti se inerenti a società quotate⁷.

I soci di maggioranza, allo scopo di estrarre benefici privati dal controllo⁸, devono, infatti, necessariamente avvalersi della cooperazione degli amministratori, dando così vita a una forma di eterogestione societaria che si pone di fatto in contrasto con quanto disposto dall'art. 2380-*bis* c.c., in base al quale la gestione corrente (*day to day management*) come l'alta direzione spetta all'esclusiva competenza degli amministratori, al fine di assicurare, sottraendolo ad influenze privatistiche, il perseguimento dell'interesse sociale.

Le operazioni effettuate dagli amministratori in conflitto con la società, come sembra palesare il dato letterale dell'art. 2391 c.c., sono essenzialmente compiute, allora, non tanto a vantaggio degli stessi amministratori quanto per conto dei soci di controllo. Si potrebbe dire con il "concorso morale" di questi ultimi (110 c.p.).

Conseguentemente, i conflitti di interesse tra amministratori e soci in Italia possono essere anche il risultato dell'indebita interferenza che esercitano i soci di controllo nella gestione della società.

Logica imporrebbe di sottoporre, quindi, la gestione sociale a un controllo quanto più possibile ravvicinato demandando a quegli amministratori, cui non spetta la conduzione operativa della società, il compito di monitorare i processi decisionali al fine di verificare che le decisioni degli amministratori esecutivi non siano influenzate da interessi riconducibili a singoli soci in contrasto con l'interesse della società.

Il legislatore italiano non sembra, però, aver prestato particolare attenzione né all'influenza esercitata dai soci di controllo nei confronti degli amministratori né al

⁷ I soci di controllo, inoltre, in Italia siedono spesso nei consigli di amministrazione, nel modello tradizionale, ovvero nei consigli di sorveglianza, in quello dualistico e, al tempo stesso, nominano quegli amministratori di cui si fidano e il cui rinnovo è talvolta legato, più che ai risultati raggiunti dall'impresa, alla capacità di mantenere intatta la fiducia (i.e. il gradimento) di cui godono presso gli stessi soci di controllo. Si veda, poi, in merito al rapporto tra soci e amministratori R. LENER - A. TUCCI, *Società per azioni. L'assemblea*, in *Trattato Dir. Comm.*, diretto da R. COSTI, Torino, 2012, sez. IV – tomo 4. E sotto una luce comparatistica cfr. A. TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale e "supervisione" degli azionisti, L'esperienza italiana a confronto con la disciplina delle public companies nordamericane*, Milano, 2003, 55.

⁸ Per uno approfondimento del fenomeno si veda A. DYCK, L. ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, J. Fin. 571 ss. (2004). Sulla nozione di "benefici privati del controllo di carattere dissipativo" cfr. L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2002, 16, nt. 12; E. PERAKIS, (ed.), *Rights of Minority Shareholders*, Brussels, 2004; e anche R. GILSON, *Controlling Shareholder and Corporate Governance: Complicating the Taxonomy, Working Paper*, disponibile sul sito www.law.cam.ac.uk, 2004.



disinteresse dei soci/investitori per la gestione, essendosi piuttosto mosso nella direzione di rafforzare i diritti della minoranza, seguendo in questo due direttrici. Per un verso, ha cercato di rivitalizzare l'assemblea sociale con l'introduzione della disciplina della sollecitazione e raccolta di deleghe di voto (art. 135-*quinquies* e artt. 136 ss. t.u.f.), generalizzando, peraltro, l'azione di responsabilità promossa dalle minoranze (2393-*bis*)⁹; per un altro, ha previsto l'effettiva partecipazione nel consiglio di amministratori indipendenti, ma anche l'elezione di un amministratore espressione della lista di minoranza (art. 147-*ter*, comma 3)¹⁰, come la presenza negli organi di controllo di membri eletti dalla minoranza (art. 148, commi 2, 2-*bis*, 4-*bis* e 4-*ter*, d.lgs. n. 58 del 1998)¹¹.

Tali interventi, nonostante mirino a rafforzare la vigilanza sugli amministratori esecutivi, finiscono, però, con l'accrescere, all'interno di un quadro normativo disarmonico, le incertezze applicative come la sovrapposizione di ruoli, nonché la commistione di funzioni tra i vari organi e all'interno degli stessi¹².

⁹ Cfr. in argomento R. LENER - A. TUCCI, *Società per azioni. L'assemblea*, cit., 7 ss.

¹⁰ V. art. 147-*ter*, 4° co.; art. 147-*quater*. In arg. cfr. R. Lener, *Comitati interni e consiglieri "non sorveglianti"*, in *AGE*, 2/2007, 369 ss.; G. OLIVIERI, *Amministratori "indipendenti" e di "minoranza" nella nuova legge sul risparmio*, in *AGE*, 2006, 23 ss.; e anche M. PERASSI, *Consiglieri indipendenti e di minoranza*, in *AGE*, 2/2007, 343 ss.

¹¹ L'art. 148, commi 2-*bis*, e 4-*ter*, stabilisce che il presidente del collegio sindacale ovvero del comitato per il controllo sulla gestione è nominato dall'assemblea tra i sindaci eletti dalla minoranza. Sul punto, va detto come tali soluzioni sembrano avvalorare la tesi jaegeriana della pluralità di interessi esistenti nelle società per azioni.

¹² Quanto detto *supra* si evince *ictu oculi* solo che si considerino le disposizioni normative relative ai doveri dei due organi: quelle dell'art. 149, d.lgs. n. 58 del 1998 e dell'art. 2403 c.c. per il collegio sindacale con quelle dell'art. 2381 c.c. per il consiglio di amministrazione. A quest'ultimo spetta, infatti, il compito di valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società, sulla base delle informazioni ricevute dagli organi delegati, nonché quello di valutare il generale andamento della gestione, sulla base delle relazioni predisposte dagli organi delegati nell'ambito di un generale rafforzamento del sistema di circolazione delle informazioni in seno allo stesso. Al consiglio di amministrazione delle società che aderiscono al Codice di autodisciplina è richiesto, poi, con l'assistenza del comitato per il controllo interno di valutare, con cadenza almeno annuale, l'adeguatezza, l'efficacia e l'effettivo funzionamento del sistema del controllo interno, che si estende, inoltre, anche alle società controllate aventi rilevanza strategica. Analogamente, il collegio sindacale, ai sensi dell'art. 2403 c.c., "*.. vigila sull'osservanza della legge e dello statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione ed in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo concreto funzionamento ..*". Tale opinione è avvalorata dalla Cass. n. 2624 del 2000, che rileva come gli amministratori sono tenuti, al pari dei sindaci, ad un generale dovere di vigilanza sul complessivo andamento della gestione. Questa parziale sovrapposizione, oltre che sul piano delle competenze assegnate *ex lege* ai suddetti organi, emerge anche sul versante della responsabilità. In effetti, tenuto conto che l'art. 2392 c.c., comma 2, dispone che "gli amministratori ... sono solidalmente responsabili se, essendo a conoscenza di fatti pregiudizievoli, non hanno fatto quanto potevano per impedirne il compimento o eliminarne o attenuarne le conseguenze dannose", l'art. 2407 c.c., prevedendo che i sindaci sono responsabili solidalmente con gli amministratori per i fatti o le omissioni di questi, quando il danno non si sarebbe prodotto se essi avessero vigilato in conformità degli obblighi della loro carica,



Ciò comporta, in ultima analisi, una perdita di efficienza delle funzioni di amministrazione e di controllo con ulteriori costi di transazione per le società, costrette a “barcamenarsi” in un tale coacervo di regole.

Né in tali disposizioni si possono rinvenire segnali di trasformazione del consiglio di amministrazione in *monitoring board*, sulla falsariga di quanto avvenuto negli Stati Uniti, ove si è deciso di attribuire la funzione di controllo agli amministratori non esecutivi (i.e. *independent directors* ovvero *outside directors* non esecutivi) che vigilano, sulla gestione operativa, sull'andamento generale dell'attività come anche sul raggiungimento degli obiettivi¹³.

La categoria di amministratori indipendenti è stata, infatti, trapiantata in Italia in modo non del tutto riconducibile a quella degli *independent directors*, in ragione del fatto che lì essi costituiscono la maggioranza se non la totalità del *board* e non prendono parte, neanche indirettamente, alla gestione sociale¹⁴.

delinea un sistema nel quale questi ultimi sono sussidiariamente responsabili per l'attività degli amministratori in modo simile agli amministratori non esecutivi. Ancora, si guardi all'obbligo imposto ai componenti del collegio sindacale, ai sensi dell'art. 2405 c.c., di “assistere alle adunanze del consiglio di amministrazione, alle assemblee e alle riunioni del comitato esecutivo”, che sembra conferire ai sindaci un potere di interlocuzione con il consiglio di amministrazione, potendo far mettere a verbale anche le loro osservazioni, nonché all'art. 2403-bis, in base al quale il collegio sindacale può chiedere agli amministratori notizie, anche con riferimento a società controllate, sull'andamento delle operazioni sociali o su determinati affari che pare riecheggiano l'ult. comma dell'art. 2381, alla stregua del quale “... ciascun amministratore può chiedere agli organi delegati che in consiglio siano fornite informazioni relative alla gestione della società”.

¹³ Una buona *corporate governance* dipende anche dalla attiva partecipazione di amministratori indipendenti che agiscono in modo informato nel migliore interesse della società come dimostrato da numerosi recenti casi di fallimento di società v. J. SELIGMAN, *No Man Can Serve Two Masters: Corporate and Securities Law After Enron*, 80 WASH. U. L.Q. 449 (2002). Il Presidente della SEC William H. Donaldson (*speech* disponibile sul sito <http://www.sec.gov/news/speech/spcb032403nhd.htm>) osserva al riguardo come: “*Over the past decade or more, at too many companies, the chief executive position has steadily increased in power and influence. In some cases, the CEO had become more of a monarch than a manager. Many boards have become gradually more deferential to the opinions, judgments and decisions of the CEO and senior management team. This deference has been an obstacle to directors' ability to satisfy the responsibility that the owners - the shareholders - have delegated and entrusted to them...*”.

¹⁴ Vede segnali più incoraggianti M. REBOA, *Il monitoring board e gli amministratori indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2010, 04, 657. La creazione di un comitato per il controllo interno per le società che aderiscono al Codice di autodisciplina sembra poter essere comunque salutata favorevolmente. Gli amministratori indipendenti stanno rivestendo, infatti, un ruolo sempre maggiore all'interno delle società quotate, in quanto vanno a comporre i vari comitati, da quello incaricato di monitorare il sistema di controllo interno, a quello sui “compensi”, incaricato di esprimere valutazioni sulle remunerazioni degli amministratori esecutivi ovvero ancora al “comitato” incaricato di esprimere pareri per le operazioni con parti correlate, che presentano un potenziale conflitto di interessi. In arg. si vedano R. LENER, *Gli amministratori indipendenti*, in AA.VV. *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di G. Scognamiglio, Milano, 2003, 116 ss. e, in particolare, 125 ss. anche per i riferimenti agli *independent directors* statunitensi; A. PISANI MASSAMORMILE, *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti: il pendolo del diritto americano e le prospettive*



Svolte queste considerazioni di ordine generale ed esaminata la categoria degli amministratori indipendenti, ci soffermeremo, come anticipato sulla analisi delle fattispecie di “agency costs” tra amministratori e soci, mettendo in luce come il diverso sistema di tutela seguito nei due ordinamenti nell’affrontare tali problematiche dipenda, in buona sostanza, dalle antitetiche competenze attribuite *ex lege* al consiglio di amministrazione.

3. Anche in Italia occorre, dunque, prestare attenzione ai problemi di agenzia tra amministratori e soci – diretti o indiretti che siano – come si evince, peraltro, dalla tipizzazione delle tre tradizionali fattispecie di “agency costs” che si andranno ad esaminare brevemente di seguito.

Gli amministratori, in virtù del principio del *common law of agency* secondo cui le società possono agire solo attraverso i *corporate directors* nominati dai soci¹⁵, soggiacciono al dovere di lealtà, venendosi a creare nei confronti della società e degli azionisti una “*fiduciary relationship*” assimilabile in astratto a quella del *trustee* nei confronti del beneficiario del *trust* oppure di un avvocato nei confronti del cliente.

Tuttavia, nel contesto societario, la realizzazione dell’interesse sociale impone doveri fiduciari stringenti che non possono esaurirsi nel solo dovere di lealtà¹⁶. Per questa ragione dall’ufficio di amministratore scaturiscono, oltre al dovere di lealtà (*loyalty*)¹⁷, anche specifici doveri di diligenza (*cure*)¹⁸, buona fede (*good faith*)¹⁹ e

del diritto italiano, a cura di C. AMATUCCI - V. BUONOCORE, Milano, 2007, 121 ss.; R. RORDORE, *Gli amministratori indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 151 ss.; D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso* diretto da P. ABBADESSA e G.B. PORTALE, vol. II, Torino, 2006, 383 ss.

¹⁵ I soci sono, infatti, considerati i c.d. “*ultimate holders of power under Delaware law*”. Cfr. *Unisuper Ltd. v. News Corporation*, No. 1699-N, 2005 WL 3529317, at *6 (Del. Ch. Dec. 20, 2005). Il diritto di nomina degli amministratori in Italia subisce, come noto, una eccezione nel caso in cui la società adotti il c.d. modello dualistico, in quanto la nomina degli amministratori spetta al consiglio di sorveglianza venendosi così a creare un “diaframma” tra “proprietari” (i.e. soci) e “fiduciari” (i.e. amministratori).

¹⁶ Così A. LUMINOSO, *Il mandato*, Torino, 2000, 23 ss., a proposito della distinzione del mandato dai negozi fiduciari. In arg. si veda anche N. LIPARI, *Il negozio fiduciario*, Milano, 1964, 157 ss.

¹⁷ Il dovere di lealtà è espresso nella formula della “*an undivided and unselfish loyalty of the board of directors to the corporation ... and demands that there shall be no conflict between duty and self-interest*”). Queste formule sono state coniate dalla celebre decisione *Guth v. Loft*, 5 A.2d 503, 510 (1939). La violazione del *duty of loyalty* si verifica, infatti, come vedremo anche in parte più avanti, in uno o più dei seguenti casi di responsabilità dei directors: 1) *Competing with the corporation*; 2) *usurping a corporate opportunity*; 3) *having an interest that conflict with the interest of the corporation*; 4) *using information that is not available to the public to make a profit trading securities*; 5) *authorizing a corporate transaction that is detrimental to minority shareholders*; e infine 6) *selling control over the corporation*.

¹⁸ Il dovere di cura richiede ai *directors*, quando assumono decisioni, di agire con diligenza in modo informato e di essere convinti che tutte le decisioni prese siano nel migliore interesse della società attraverso i) l’adozione di tutte le misure ragionevoli per monitorare il management; ii) il dovere di essere sempre informati sull’attività sociale. I *directors* secondo *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.*, 41



trasparenza (*candor*)²⁰. Questi principi, elaborati inizialmente dalle Corti statunitensi, trovano collocazione nel *Revised Model Business Corporation Act* del 1984 (*RMBCA*), nonché nei *Principles of Corporate Governance* a cura del *American Law Institute*²¹.

Detti obblighi fiduciari²² grazie anche all'apporto creativo delle Corti, soprattutto di quelle del *Delaware* che ne hanno specificato caso per caso il contenuto, costituiscono regole di comportamento specialmente laddove si “annidano” notoriamente i problemi di agenzia tra amministratori e soci: i) operazioni con la società; ii) uso di beni sociali, opportunità, o informazioni; iii) competizione contro la società.

Viceversa, nel nostro ordinamento, il legislatore, tenuto anche conto presumibilmente dell'assenza di un processo di affinamento giurisprudenziale dei doveri fiduciari analogo all'esperienza statunitense, impone agli amministratori, nel caso in cui sia coinvolto un interesse estraneo alla società, di fornire specifiche informazioni, astenersi dal compiere operazioni dannose, deliberare e motivare adeguatamente l'operazione ovvero richiedere, ai fini della deroga al divieto di concorrenza, l'autorizzazione dell'assemblea.

3.1 Si può affermare in termini generali che, se un amministratore ha un interesse, per conto proprio o di terzi, in una data operazione sociale la società corre il rischio che la decisione ad essa relativa possa essere negativamente influenzata.

Tali situazioni di conflitto possono nascere da una varietà di “*business transactions*” e, in particolare, da quei rapporti conclusi, direttamente (*self-dealing*) o indirettamente, dall'amministratore con la società, come contratti, finanziamenti

Del. Ch. 78, 188 A2d 125, 130 (1963) devono agire “*with the amount of care which ordinary careful and prudent man would use in similar circumstances .. and consider all material information reasonably available in making business decision.*”.

¹⁹ Al riguardo, il *Revised Model Business Corporation Act* (*RMBCA*) dispone che § 8.30: (a) “*each member of the board of directors, when discharging the duties of a director, shall act (1) in good faith, and (2) in a manner the director reasonably believes to be in the best interest of the corporation.*”.

²⁰ Cfr. *Malone v. Brincat*, 722 A. 2d 5, (Del. 2008).

²¹ La legislazione statunitense di diritto societario è statale e il *RMBCA* è un testo legislativo preso ad esempio dalla maggior parte delle legislazioni statali, stilato dall'*American Bar Association* e revisionato nel 1994, mentre gli *ALI Principles* sono una raccolta di principi giurisprudenziali in materia di diritto societario curata dall'*American Law Institute* e pubblicata nel 1994. Si veda in arg. F. GHEZZI, *I “doveri fiduciari” degli amministratori nei “Principles of corporate governance”*, in *Riv. soc.*, 1996, 466.

²² Si veda in proposito per indicare gli *standard* di comportamento richiesti ai *corporate directors*: D. J. BLOCK, N. E. BARTON, S. RADIN, *The business judgment rule, Fiduciary Duties of Corporate Directors*, NY, *Aspen Law & Business*, 1998, 107 ss. L'influenza in Italia dei doveri fiduciari e, in particolare, del c.d. *duty of care* è stata autorevolmente colta da C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, 122 e 126.



ovvero altri rapporti di natura finanziaria, tra le quali si possono far rientrare anche le decisioni relative al compenso dei *directors*²³.

Secondo il diritto statunitense è, però, richiesto, affinché si configuri il conflitto, che il *director* sia in grado di agire ovvero di influenzare a proprio favore la decisione del *board*.

Non basta, poi, che il conflitto tra l'interesse dell'amministratore e l'interesse sociale sussista effettivamente, ma si richiede anche che questo sia rilevante ("material")²⁴.

Al riguardo, il *Revised Model Business Corporation Act* dispone che un *director* ha "un *conflicting interest*" laddove si pone come controparte della società oppure "has a *beneficial financial interest in ... the transaction... of such financial significance to the director...that the interest would reasonably be expected to exert an influence on the director's judgment if...called upon to vote on the transaction...*"²⁵.

La giurisprudenza statunitense se solitamente considera "interested" quel *director* che abbia un interesse c.d. "impermissibile" nell'operazione ovvero sia controllato ovvero influenzato da un soggetto in misura tale da perdere la propria indipendenza di giudizio ha, poi, ritenuto recentemente interessati alcuni *directors* sulla base di relazioni di natura sociale ovvero altri legami di natura finanziaria in grado di comprometterne comunque l'indipendenza²⁶.

Il *Revised Model Business Corporation Act* stabilisce che il *director* interessato ha l'onere di informare il *board* in ordine ai "facts known to him respecting the subject matter of the transaction that an ordinarily prudent person would reasonably believe to be material to a judgment about whether or not to proceed with the transaction."²⁷ Solamente dopo questa disclosure i *directors* c.d. "qualified" (i.e. non-interested) possono autorizzare "a director's conflicting interest transaction."

Per essere considerato "qualified" il *director* non può avere alcun interesse nella specifica operazione né alcuna relazione di parentela o di altro tipo con il *director* che ha un "conflicting interest"²⁸.

Per l'autorizzazione a compiere l'operazione è richiesto il voto della maggioranza dei "qualified" *directors*, la quale, dunque, non può essere composta da

²³ Al riguardo, vale la pena sottolineare come il *Sarbanes-Oxley Act* del 2002, *Section 402 (a)*, enacting *Section 13(k) of the Exchange Act*, 15 U.S.C. §78m(k) abbia posto un divieto di prestiti personali per i *directors and executive officers of public corporation*, indipendentemente dal fatto che l'operazione sia conclusa alle normali condizioni di mercato.

²⁴ *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 364-365 (Del. 1993). Per curiosità vale la pena notare che il legislatore italiano agli artt. 2622 e 2623 c.c. ha tradotto erroneamente la nozione di "material fact" contenuto nel *Securities Act* del 1933 con "fatti materiali", invece che con "fatto rilevante".

²⁵ V. *RMBCA* § 8.60(1)(i)

²⁶ Cfr. *Rales v. Blasband*, 634 A.2d 927, 936 (Del. 1993); si veda anche *Biondi v. Scrusby*, 820 A.2d 1148, 1165 (Del. Ch 1993).

²⁷ Cfr. *RMBCA* § 8.62(a); *RMBCA* § 8.60(4)(ii).

²⁸ Cfr. *RMBCA* § 8.62(a).



meno di due membri²⁹. Se solo un *director* è “*qualified*” il *board* non può legittimamente autorizzare l’operazione³⁰. Tuttavia alcuni Stati (tra i quali il *Delaware*), permettono che la maggioranza possa essere composta anche da un solo *director* disinteressato³¹.

Nel caso in cui il *director* interessato non abbia informato il *board*, la decisione rimane comunque efficace se egli è in grado di dimostrare che l’operazione era “*fair to the corporation*”. Di conseguenza, il *director*, laddove sia convenuto in giudizio avrà l’onere, in virtù del principio di prevalenza della “*substantive fairness*” (leggasi sostanza) dell’operazione sulla forma, di provare di aver agito correttamente nei confronti della società. Le Corti non applicano, quindi, la *business judgment rule*, in base alla quale si presume che “*the board’s decision was presumed to be made on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interest of the company, as long as the board’s decision was made for any rational reason*”, ma il c.d. “*total fairness standard*”³².

La disciplina del conflitto di interessi è contenuta in Italia nell’art. 2391, 1°co., c.c. che, in virtù di un processo di circolazione di modelli economico-giuridici di derivazione statunitense, vuole assicurare la trasparenza del processo di formazione della volontà sociale, per un verso, obbligando l’amministratore “interessato” a comunicare l’interesse alla società³³; per un altro, richiedendo al consiglio di

²⁹ Cfr. RMBCA § 8.62(d).

³⁰ V. RMBCA § 8.62(a).

³¹ Secondo il *Revised Model Business Corporation Act*, le operazioni in conflitto di interessi devono essere, quindi, approvate dalla maggioranza dei *disinterested directors* ovvero da un comitato *ad hoc* composto esclusivamente da *independent directors*, oppure ancora, quando le prime due soluzioni non sono percorribili, devono essere approvate dalla maggioranza dei soci “disinteressati”. Secondo il *Delaware Code Ann. Tit. 8, § 144 (a)* *No contract or transaction between a corporation and 1 or more of its directors or officers, or between a corporation and any other corporation, partnership, association, or other organization in which 1 or more of its directors or officers, are directors or officers, or have a financial interest, shall be void or voidable solely for this reason, or solely because the director or officer is present at or participates in the meeting of the board or committee which authorizes the contract or transaction, or solely because any such director’s or officer’s votes are counted for such purpose, if: (1) The material facts as to the director’s or officer’s relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the board of directors or the committee, and the board or committee in good faith authorizes the contract or transaction by the affirmative votes of a majority of the disinterested directors, even though the disinterested directors be less than a quorum; or (2) The material facts as to the director’s or officer’s relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the stockholders entitled to vote thereon, and the contract or transaction is specifically approved in good faith by vote of the stockholders; or (3) The contract or transaction is fair as to the corporation as of the time it is authorized, approved or ratified, by the board of directors, a committee or the stockholders. (b) Common or interested directors may be counted in determining the presence of a quorum at a meeting of the board of directors or of a committee which authorizes the contract or transaction.*

³² *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984).

³³ Sull’esame della disciplina relativa al conflitto di interessi degli amministratori si veda P. FERRO-LUZZI, *Dal conflitto di interessi agli interessi degli amministratori*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, p. 661 ss.; D. MAFFEIS, *Il nuovo conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni e a responsabilità limitata, (alcune prime osservazioni)*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 537; C. MARCHETTI, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni: i modelli di definizione di un problema in un’analisi economica comparativa*, in *Giur. comm.*, 2004,



amministrazione di deliberare, se del caso, l'operazione motivandone adeguatamente le ragioni e la convenienza per la società³⁴.

Tale disposizione, in un'ottica preventiva, sembrerebbe applicarsi, a differenza di quella statunitense, in modo generale, cioè ogni qualvolta vi sia un interesse di un amministratore coinvolto in una operazione della società, anche a prescindere dalla circostanza che l'interesse sia convergente con quello della società (i.e. amministratore cointeressato) ovvero neutrale, salvo presumibilmente il caso che si tratti di interesse del tutto irrilevante. Ciò perché si vuole, così almeno a me sembra, sottrarre all'amministratore interessato la possibilità di autovalutare la rilevanza di un suo eventuale conflitto con la società³⁵.

L'art. 2391, 2° co., c.c. dispone, inoltre, un divieto speciale di compiere operazioni in capo all'amministratore delegato interessato (*self-dealing*) in parte analogo a quello contenuto all'art. 1471, 1° co., n. 4), c.c. per i mandatari, "rispetto ai beni che sono stati incaricati di vendere". Il legislatore, infatti, a differenza di quanto accade in altre situazioni di conflitto come nella prestazione dei servizi di investimento tra

1229; A. BLANDINI, *Conflitto di interessi ed interessi degli amministratori di società per azioni: prime riflessioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, I, p. 405 ss.; M. DE POLI, «Interessi» e «conflitto di interessi» degli amministratori nella società per azioni, relazione tenuta al Convegno di Treviso su «Regole e responsabilità nel governo delle società», disponibile sul sito internet: <http://www.dirittobancario.it/>; G. MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 150; P.G. JAEGER, F. DENOZZA, A. TOFFOLETTO, *Appunti di diritto commerciale, Impresa e società*, Milano, 2010, 363 ss. L'omessa comunicazione è sanzionata a livello penale dall'art. 2629-bis c.c., rubricato "Omessa comunicazione del conflitto di interessi". Nell'ambito del rispetto del principio di *extrema ratio* della sanzione penale, si tratta di un reato punito oggi a titolo di dolo specifico e il conflitto di interessi deve sussistere in concreto. Nel vigore della precedente normativa F. STELLA, *Profili penalistici del conflitto di interessi degli amministratori di società commerciali*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1960, 939 ss. .

³⁴ L'art. 2391, 1° co., dispone che "[1] L'amministratore deve dare notizia agli altri amministratori e al collegio sindacale di ogni interesse che, per conto proprio o di terzi, abbia in una determinata operazione della società, precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata; se si tratta di amministratore delegato, deve altresì astenersi dal compiere l'operazione, investendo della stessa l'organo collegiale, se si tratta di amministratore unico, deve darne notizia anche alla prima assemblea utile. [2] Nei casi previsti dal precedente comma la deliberazione del consiglio di amministrazione deve adeguatamente motivare le ragioni e la convenienza per la società dell'operazione. [3] Nei casi di inosservanza a quanto disposto nei due precedenti commi del presente articolo ovvero nel caso di deliberazioni del consiglio o del comitato esecutivo adottate con il voto determinante dell'amministratore interessato, le deliberazioni medesime, qualora possano recare danno alla società possono essere impugnate dagli amministratori e dal collegio sindacale entro novanta giorni dalla loro data; l'impugnazione non può essere proposta da chi ha consentito con il proprio voto alla deliberazione se sono stati adempiuti gli obblighi di informazione previsti dal primo comma. In ogni caso sono salvi i diritti acquistati in buona fede dai terzi in base ad atti compiuti in esecuzione della deliberazione. [4] L'amministratore risponde dei danni derivati alla società dalla sua azione od omissione. [5] L'amministratore risponde altresì dei danni che siano derivati alla società dalla utilizzazione a vantaggio proprio o di terzi di dati, notizie o opportunità di affari appresi nell'esercizio del suo incarico." V. anche art. 150, d.lgs. n. 58 del 1998.

³⁵ In senso decisamente contrario, L. ENRIQUES - A. POMELLI, *Comm. all'art. 2391 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, Padova, 2005, 759-760.



banche/intermediari e clienti³⁶, sembra presumere in modo assoluto che l'operazione, mancando un obbligo analogo a quello della *best execution*, venga conclusa a condizioni meno vantaggiose di quelle che si realizzerebbero in assenza dell'interesse dell'amministratore³⁷.

La citata disposizione previene, inoltre, il rischio che l'amministratore delegato all'atto di concludere l'operazione, per ripensamenti dell'ultima ora (*melius re perpensa*), pattuisca condizioni diverse e verosimilmente peggiorative per la società rispetto a quelle preventivamente deliberate dal consiglio di amministrazione.

A questo punto va detto che il formalismo della disciplina testé delineata sembrerebbe attenuato, in base al principio di carattere processuale di cui all'art. 100 c.p.c. (interesse ad agire), considerato che le deliberazioni del consiglio o del comitato esecutivo adottate con il voto determinante dell'amministratore interessato possono essere impugnate solamente se possono recare un danno alla società (art. 2391, 3°co., c.c.), in modo, peraltro, da contenere così il rischio che vengano promosse azioni pretestuose fondate su mere irregolarità procedurali.

L'ultimo periodo dell'art. 2391, 3°co., c.c. stabilisce, poi, che “*In ogni caso sono salvi i diritti acquistati in buona fede dai terzi in base ad atti compiuti in esecuzione della deliberazione*”. Rispetto, quindi, all'ipotesi di diritto comune contenuta all'art. 1394 c.c., secondo cui, ai fini dell'annullamento del contratto, è sufficiente che “*il conflitto era conosciuto o riconoscibile dal terzo*”, è qui, invece, richiesto che sussista, almeno potenzialmente, un danno per la società.

La citata previsione di cui all'art. 2391, 3°co., c.c., a mio avviso, si pone, altresì, in rapporto di specialità con l'art. 2384 c.c., perché ritiene sufficiente, ai fini dell'annullamento del contratto concluso in esecuzione della delibera viziata, la malafede del terzo, mentre l'art. 2384 c.c. stabilisce che eventuali limitazioni al potere generale di rappresentanza degli amministratori “*non sono opponibili ai terzi, anche se pubblicate, salvo che si provi che questi abbiano intenzionalmente agito a danno della società.*” (c.d. dolo intenzionale)³⁸.

Sulla base delle considerazioni svolte, le disposizioni contenute all'art. 2391 c.c., riequilibrando sul piano processuale il formalismo della disciplina, paiono rivolte a

³⁶ Si osservi in proposito R. LENER, *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, in *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e di rappresentanza*, a cura di C. GRANELLI e G. STELLA, Milano, 2007, 132 ss.; S. SCOTTI CAMUZZI, *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva MiFID*, in *Banca borsa*, 2007, I, 128 e 131 ss.; D. MAFFEIS, *Sostanza e rigore nella disciplina MiFID del conflitto di interessi*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2008, 593 ss.; A. ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in *Banca borsa*, 2009, I, 9 ss.

³⁷ Per una disamina della c.d. *best execution rule* sia consentito il rinvio A. Di Gaspare “*La best execution*”, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, II edizione, UTET, Torino, 2011, 1341-1358.

³⁸ Propendono per una diversa ricostruzione L. ENRIQUES - A. POMELLI, *Comm. all'art. 2391 c.c.*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, 778.



contemperare l'interesse al corretto svolgimento delle procedure organizzative con la tutela della attività d'impresa, senza peraltro trascurare la certezza dei rapporti giuridici che da questa scaturiscono.

Al consiglio di amministrazione spetta, infine, emanare, ai sensi dell'art. 2391-*bis*, le regole relative alle operazioni con parti correlate, secondo i principi generali indicati dal regolamento Consob del 12 marzo 2010³⁹, regole alle quali gli stessi amministratori sono soggetti, in quanto considerati legati all'emittente da un rapporto di correlazione⁴⁰.

3.2. La c.d. “*corporate opportunities doctrine*” vieta ai *directors* come agli *officers* di appropriarsi di un bene materiale o immateriale ovvero di una opportunità di affari “*that rightfully belong to the corporation*”, se questa informata dell'intenzione predatoria non vi abbia previamente rinunciato.

Al riguardo, la Corte Suprema del *Delaware* nel caso *Broz v. Cellular information Systems* ha enucleato le condizioni ricorrendo le quali “*corporate officer or director may not take a business opportunity for his own: (1) if the corporation is financially able to exploit the opportunity; (2) the opportunity is within the corporation's line of business; (3) the corporation has*

³⁹ L'art. 12 del d.lgs. 28 dicembre 2004, n. 310 ha inserito nel codice civile l'art. 2391-*bis*. La citata disposizione attribuisce agli amministratori delle società che fanno ricorso al capitale di rischio il compito di emanare, secondo i principi generali indicati dal regolamento Consob, regole che “assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate”. Secondo M. VENTORUZZO, *Comm. art. 2391-bis*, in *Commentario alla riforma del diritto societario* a cura di P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI, Milano, 2005, 523, la competenza ad adottare le regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate non può essere delegata, ma spetta al consiglio di amministrazione nel suo complesso. Si veda in arg. P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2011, 03, 319 ss. . Il regolamento del 12 marzo 2010 relativo alle operazioni con parti correlate è stato poi modificato il 23 giugno 2010 e integrato con le “Indicazioni e orientamenti per l'applicazione” il 24 settembre 2010. Per quanto maggiormente rileva in relazione al *modus procedendi* seguito, le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza — cioè che superino la soglia del 5% di almeno tre parametri (capitalizzazione di borsa o patrimonio netto, attivo totale, passività totali) — devono essere deliberate con il parere favorevole di un comitato di amministratori indipendenti oppure, in difetto, l'operazione può essere sottoposta all'assemblea che delibera, oltre che con le maggioranze ordinarie, anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci non correlati, mentre per le operazioni di minore rilevanza basta il parere non vincolante degli indipendenti. È prevista, inoltre, anche un'articolata disciplina di comunicazioni al mercato sia in appositi documenti informativi in occasione delle operazioni sia nelle relazioni finanziarie periodiche.

⁴⁰ La disciplina di cui all'art. 2391-*bis* c.c., presenta aspetti di possibile sovrapposizione con quella contenuta nell'art. 2391 c.c., essendo ispirate entrambe da comprensibili istanze di trasparenza del governo societario. Occorre, dunque, applicare in modo coordinato le due discipline nel caso in cui un amministratore concluda una operazione con la società, in quanto le norme sono dirette ad assicurare la protezione di interessi diversi: l'una impedire che l'interesse particolare di un amministratore incida su una decisione sociale; l'altra che il consiglio di amministrazione favorisca una “parte correlata” a danno della società. Per questa ricostruzione si veda M. VENTORUZZO, *Comm. art. 2391-bis*, cit., 541.



*an interest or expectancy in the opportunity; and (4) by taking the opportunity for his own, the corporate fiduciary will thereby be placed in a position inimical to his duties to the corporation*⁴¹.

Nella stessa decisione la Corte Suprema ha, poi, considerato come la legge del Delaware non richieda, tuttavia, una formale presentazione dell'opportunità al *board* nel caso in cui il *director* avendo esaminato l'opportunità ritenga, però, che questa non appartenga alla società.

Ad ogni modo, vale la pena evidenziare come il *director* presentando l'opportunità alla società si precostituisca un “*safe harbor which removes the specter of a post hoc judicial determination that the director .. has improperly usurped a corporate opportunity*”⁴². Viceversa, il *director*, che fa sua l'opportunità senza informare preventivamente la società assume su di sé il rischio di dover dimostrare, in un eventuale giudizio, che l'opportunità non apparteneva alla società. Così facendo si incentiva il *director*, attraverso l'inversione dell'onere della prova, a sottoporre lo specifico potenziale affare alla valutazione del *board* prima di appropriarsene⁴³. Anche perché sul versante delle conseguenze il *director*, laddove non riesca a provare che l'opportunità non apparteneva alla società, corre il rischio di essere condannato per “*disgorgement of profits*”, cioè al versamento a favore della società di tutti i vantaggi personali derivati dall'operazione, insieme al risarcimento dei danni da quest'ultima subiti (anche di quelli punitivi/sanzionatori). Per tale via si vuole, quindi, stimolare il *corporate director* a rivelare alla società le sue intenzioni appropriative.

Nella disciplina nazionale, l'art. 2391 c.c., ultimo comma, stabilisce che l'amministratore è responsabile “dei danni che siano derivati alla società dalla utilizzazione a vantaggio proprio o di terzi di dati, notizie o opportunità di affari appresi nell'esercizio del suo incarico”⁴⁴. Ci troviamo, quindi, davanti a una

⁴¹ 673 A.2d 148, 155 (Del. 1998).

⁴² 673 A.2d 148, 157 (Del. 1998).

⁴³ Il *Delaware Code*, Section § 122 (17) consente comunque alle società di “*Renounce, in its certificate of incorporation or by action of its board of directors, any interest or expectancy of the corporation in, or in being offered an opportunity to participate in, specified business opportunities or specified classes or categories of business opportunities that are presented to the corporation or 1 or more of its officers, directors or stockholders*”.

⁴⁴ In arg. cfr. V. F. BARACHINI, *L'appropriazione delle corporate opportunities*, in ABBADESSA - PORTALE (a cura di), *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006, 608 ss.; M. C. CORRADI, *Le opportunità di affari all'ultimo comma dell'art. 2391 c.c.: profili interpretativi tra “società” ed “impresa”*, in *Giur. comm.*, 2011, 04, 597. Vedi, inoltre, l'art. 2634 c.c., rubricato “*Infedeltà patrimoniale*” che punisce “Gli amministratori, i direttori generali e i liquidatori, che, avendo un interesse in conflitto con quello della società, al fine di procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto o altro vantaggio, compiono o concorrono a deliberare atti di disposizione dei beni sociali, cagionando intenzionalmente alla società un danno patrimoniale, sono puniti con la reclusione da sei mesi a tre anni. La stessa pena si applica se il fatto è commesso in relazione a beni posseduti o amministrati dalla società per conto di terzi, cagionando a questi ultimi un danno patrimoniale. In ogni caso non è ingiusto il profitto della società collegata o del gruppo, se compensato da vantaggi, conseguiti o fondatamente prevedibili, derivanti dal collegamento o dall'appartenenza al gruppo. Per i delitti previsti dal primo e secondo comma si procede a querela della persona offesa.”.



disposizione speciale rispetto all'art. 2392 c.c.⁴⁵ che agevola l'individuazione del contenuto tipico della condotta e, al contempo, assicura una maggiore effettività ed efficacia deterrente al divieto, trattandosi di una forma di responsabilità oggettiva in base al principio romanistico del “*versari in re illicita*”⁴⁶.

Mette conto osservare al riguardo come l'uso di beni sociali, opportunità, o informazioni da parte dell'amministratore non sembrerebbe, però vietato *tout court*, andando piuttosto ricondotto nel perimetro di applicazione dell'art. 2391 c.c. . In questo senso, l'amministratore che voglia utilizzare, a vantaggio proprio o di terzi, dati, notizie ovvero opportunità di affari deve comunicare tale interesse al consiglio di amministrazione che può autorizzare l'appropriazione, questa volta, in base all'assenza di motivi ovvero di ragioni ostative per la società.

Sembrirebbe deporre in questo senso sia la collocazione sistematica della disposizione citata in chiusura all'art. 2391 c.c. sia il fatto che l'ipotesi di comportamento predatorio, implicando una grave violazione del dovere di fedeltà non dissimile da quella in cui l'amministratore concluda un'operazione in conflitto di interessi con la società, non sembra giustificare una disciplina più severa di quella prevista in tali ultime ipotesi⁴⁷.

Tale soluzione appare, inoltre, ragionevole solo se si consideri come la disposizione citata intenda punire il risarcimento dei danni (tanto del danno emergente quanto del lucro cessante) che siano derivati alla società dall'appropriazione, senza, però, con questo, a mio avviso, né sottrarre le “*business opportunities*” alla disciplina dell'art. 2391 c.c., né vietare, in via assoluta, l'appropriazione di “*corporate opportunities*”. Nel caso, invece, che l'appropriazione stessa sia configurabile come atto di concorrenza nei confronti della società si dovrebbe, invece, applicare, per un principio di specialità, l'art. 2390 c.c., che richiede una autorizzazione da parte dell'assemblea⁴⁸.

⁴⁵ Cfr. M. VENTORUZZO, *Comm. art. 2391*, cit., 466 ss.

⁴⁶ Secondo buona parte della dottrina tale divieto era desumibile in virtù di una interpretazione estensiva dell'art. 2390 c.c.; così F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Tratt. soc. az.*, diretto da G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, vol. 4, Torino, 1991, p., 382; L. ENRIQUES - A. POMELLI, *Comm. all'art. 2391 c.c.*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, cit., 778.

⁴⁷ Che tali comportamenti costituiscano una violazione del dovere di fedeltà appare già dal *Restatement (Second) of Agency Duties of Loyalty* § 395 (1958) “*Using or Disclosing Confidential Information Unless otherwise agreed, an agent is subject to a duty to the principal not to use or to communicate information confidentially given him by the principal ...*”

⁴⁸ *Contra* F. BARACHINI, *L'appropriazione delle corporate opportunities*, cit., 623, secondo cui lo storno di opportunità potrebbe essere scriminato dall'esistenza di una autorizzazione assembleare che deroghi al divieto in capo all'amministratore di non concorrenza con la società.



3.3. *Directors* ed *executive officers* possono, in linea di principio, concorrere con la società sia attraverso un investimento effettuato in una società concorrente ovvero di altro rapporto concluso con un'impresa rivale, sia che gli stessi assumano la carica di *director* o *executive officer* in una impresa rivale⁴⁹.

Secondo la giurisprudenza statunitense, i *corporate directors* e gli *officers* non hanno, inoltre, l'obbligo di informare la società sulle loro intenzioni concorrenziali, a meno che tale attività possa danneggiare la società⁵⁰. Ad ogni modo, tale comunicazione non esonera il *director* dall'incorrere in responsabilità se, poi, agisce in modo sleale cagionando un pregiudizio alla società⁵¹.

In particolare, le Corti hanno affermato la responsabilità dei *directors* nel caso di distrazione di risorse, utilizzo di beni materiali o immateriali appartenenti alla società a favore dell'impresa concorrente; sfruttamento della posizione di vertice per scoraggiare la concorrenza con il *competitor*⁵²; appropriazione di segreti commerciali ovvero utilizzo indebito di informazioni riservate a favore dell'impresa concorrente⁵³; e storno di clientela⁵⁴.

Sul piano dei rimedi esperibili, il *director*, che compie atti di concorrenza sleale a danno della società in violazione dei doveri fiduciari, si espone a una azione di risarcimento dei danni⁵⁵ ovvero a un provvedimento inibitorio (*injunctive relief*) nel caso in cui abbia rivelato segreti commerciali ovvero altre informazioni riservate ad un'impresa concorrente⁵⁶.

Tuttavia, società e *directors* possono mettersi d'accordo, così da limitare il rischio di controversie future, prevedendo la costituzione di un *trust* di cui la società è beneficiaria su una parte dei profitti realizzati dal *director* ovvero dalla stessa impresa concorrente⁵⁷.

Per quanto riguarda le società c.d. chiuse, cioè il caso di una *member-managed LLC* (l'equivalente della nostra s.r.l.), i soci-amministratori, solo in presenza di un'autorizzazione della società contenuta nel *operating agreement*, possono fare concorrenza con la LLC stessa⁵⁸. Secondo l'*Uniform Limited Liability Company Act*

⁴⁹ Si veda *Tovrea Land & Cattle Co. v. Linsenmeyer*, 412 P.2d 47, 57 (Ariz. 1966).

⁵⁰ Così *Bancroft-Whitney Co. v. Glen*, 411 P.2d 921, 936 (Cal. 1965).

⁵¹ La giurisprudenza sembra ravvisare in realtà, in tali, casi una violazione del *duty to act in good faith* piuttosto che del *duty of loyalty*. Cfr. *Science Accessories Corp. v. Summagraphics Corp.* 425 A.2d 957, 965 (Del. 1980).

⁵² V. *Parsons Mobile Prods. V. Remmert*, 531 P.2d 428, 432 (Kan 1975).

⁵³ V. *Lincoln Stores, Inc. v. Grant*, 34 N.E.2d. 704, 707 (Mass. 1941).

⁵⁴ Cfr. *Rado TV Reports, Inc. v. Ingersoll* 742 F. Supp. 19, 23 (D.D.C 1990).

⁵⁵ Cfr. *Parson Mobile Prods. v. Remmert*, 531 P.2d 428 (Kan 1975).

⁵⁶ Così *Sofate of Am. v. Brown*, 318 S.E.2d 771, 776 (Ga. Ct. App. 1984).

⁵⁷ Cfr. ancora *Parson Mobile Prods. v. Remmert*, 531 P.2d 428 (Kan 1975).

⁵⁸ A tal proposito, "the non-waivable provision" del ULLCA (1996) si trovano nella Sezione §103(b) e sono, peraltro, identiche a quelle contenute nel *Revised Uniform Partnership Act* (RUPA del 1997), in base al quale: "the operating agreement ... may not: (2) eliminate the duty of loyalty under Section 409 (b) or 603 (b)



(ULLCA del 1996), sull'assunto che i soci siano “*informed, knowledgeable and sophisticated*”, è possibile, infatti, modificare “*by articulable standards*” gli obblighi contrattuali di buona fede e di correttezza, a condizione che la clausola individui con precisione il tipo di atti di concorrenza autorizzati e che la stessa non sia manifestamente irragionevole, rimanendo fermo comunque il divieto per i soci di compiere atti o omissioni in violazione della clausola di buona fede e correttezza derivante dal contratto di società. I soci devono, infatti, agire “*in good faith and inherent fairness*”, avvicinandosi i doveri di condotta richiesti nella LLC a quelli dei *partners* in una *partnership*, (l'equivalente di una nostra società in nome collettivo)⁵⁹.

Nel diritto societario italiano l'art. 2390 c.c. proibisce, invece, agli amministratori di competere con la società⁶⁰. Per alcuni autori tale divieto fa riferimento anche all'attività di “concorrenza potenziale”⁶¹, mentre secondo altri la concorrenza deve essere accertata in concreto⁶².

È, inoltre, dibattuta la *ratio* del divieto di concorrenza tra chi ritiene che sia volta alla tutela dell'interesse della società affinché gli amministratori si dedichino esclusivamente alla amministrazione, senza essere distratti da altre attività⁶³, e chi, invece, ritiene che detta disposizione faccia perno sul rapporto fiduciario sussistente tra amministratori e società, che verrebbe inevitabilmente meno qualora l'amministratore entrasse in concorrenza con la società di cui deve curare gli interessi⁶⁴. Sul punto, la *ratio* del citato articolo sembra deporre, nel senso di tutelare il rapporto fiduciario, poiché l'investimento dei soci verrebbe minacciato se gli amministratori, che si occupano della gestione corrente come dei piani strategici, industriali e finanziari della società, potessero concorrere liberamente con la società stessa.

(3), but the agreement may: (i) identify specific types or categories of activities that do not violate the duty of loyalty, if not manifestly unreasonable”.

⁵⁹ Infatti, secondo il *Delaware Uniform Limited Liability Company Act* (DLLUCA), §18-1101: “(e) A limited liability company agreement may provide for the limitation or elimination of any and all liabilities for breach of contract and breach of duties (including fiduciary duties) of a [...] manager [...] to a limited liability company [...] provided, that a limited liability company agreement may not limit or eliminate liability for any act or omission that constitutes a bad faith violation of the implied contractual covenant of good faith and fair dealing”.

⁶⁰ La concorrenza si valuta con riguardo all'attività effettivamente svolta dalla società e non all'oggetto sociale.

⁶¹ V. L. A. BIANCHI, *Gli amministratori di società di capitali*, Padova, 1998, 384; v. anche L. ENRIQUES, *Il conflitto d'interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2000.

⁶² Cfr. F. GALGANO - R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, diretto da GALGANO, Cedam, 2006, 432.

⁶³ Cfr. M. LIBERTINI, *La regolazione amministrativa del mercato*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da GALGANO, Cedam, 1979, 480.

⁶⁴ V. Associazione Disiano Preite, *Il nuovo dir. delle società. Società di capitali e cooperative*, a cura di G. OLIVERI, G. PRESTI, F. VELLA, Bologna, 2003, 149.



La norma costituisce, dunque, una forma di tutela avanzata, in quanto è eliminato alla radice il rischio che l'amministratore, dovendosi astenere dal porre in essere atti concorrenti, possa "remare" nella direzione opposta a quella della società⁶⁵.

Viene fatta rientrare, infine, nel perimetro di applicazione della citata norma il caso in cui l'amministratore svolga un'attività concorrente per conto altrui così come l'ipotesi del cumulo di cariche sociali, a prescindere dal fatto che ricopra o meno un ruolo operativo⁶⁶.

La violazione del divieto di concorrenza da parte dell'amministratore determina, dunque, una rottura del vincolo fiduciario con esposizione dello stesso alla revoca dall'ufficio per giusta causa e, ricorrendone i presupposti, al risarcimento del danno⁶⁷.

L'art. 2390 c.c. consente, però, in presenza di una autorizzazione che provenga da entrambe le società, di rimuovere il divieto di non concorrenza a carico degli amministratori⁶⁸.

⁶⁵ Così, G. MINERVINI, *Gli Amministratori di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1956, 195.

⁶⁶ Si veda al riguardo G.D., MOSCO, *Sub. art. 2381 cod. civ.*, in *Società di capitali*, Commentario a cura di G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004, II, pag. 579 ss.; M. STELLA RICHTER, *Gli amministratori non esecutivi nell'esperienza italiana*, in *Banca impr. soc.*, 2005, 163 ss.

⁶⁷ Prima della Novella del 2003 era, però, controverso se l'ipotesi *de qua*, cioè quella in cui un amministratore di una società per azioni assume la carica in un'altra società concorrente ricadesse (o meno) nel divieto di concorrenza di cui all'art. 2390 c.c. Secondo parte della dottrina G. MINERVINI, *Amministratori di s.p.a.*, cit., 198, il divieto di concorrenza non si applicava all'ipotesi di cumulo delle cariche sociali; dello stesso avviso M.S. SPOLIDORO, *Il divieto di concorrenza per gli amministratori di società di capitali*, in *Riv. soc.*, 1983, 1349 ss; dubbi sul punto li aveva sollevati, invece, B. LIBONATI, *Holding e investment trust*, Milano, 1959, 186 ss. Successivamente alla riforma si veda G. GUIZZI, *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI e A. STAGNO D'ALCONTRES, II, Napoli, 2004, 646. È appena il caso di sottolineare, infine, che l'art. 36 del Decreto Legge n. 201 del 6 dicembre 2011 ha introdotto nell'ordinamento italiano una specifica normativa anche se diretta esclusivamente alla tutela della concorrenza tra le imprese operanti nel settore bancario, finanziario ed assicurativo. La disposizione citata prevede per i titolari di cariche negli organi di gestione, controllo nonché per i funzionari di vertice, il divieto di assumere o esercitare analoghe cariche in imprese concorrenti. Sul c.d. fenomeno degli *Interlocking directorates* si veda R. SANTAGATA, *Interlocking directorates ed "interessi degli amministratori" di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, 2-3, 310; F. GHEZZI, *Legami personali tra intermediari finanziari e diritto della concorrenza. Sull'opportunità di introdurre uno specifico divieto "anti-interlocking" nell'ordinamento italiano*, in *Riv. soc.*, 2010, 05, 997; M. CERA, *Interlocking directorates nelle società bancarie, finanziarie e assicurative: evoluzioni e problemi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 03, 276.

⁶⁸ Così F. BONELLI, *Amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 141. Al riguardo, si osserva che la delibera poiché rimuove un divieto presuppone che l'amministratore non possa concorrere prima della autorizzazione, potendosi comunque ammettere l'efficacia di una delibera sanante con rinuncia della società ad agire nei confronti dell'amministrazione per violazione dell'art. 2390 c.c. La Cass. n. 3091 del 1975 ritiene valide le clausole statutarie che derogano al divieto di concorrenza. Nel caso in cui la società vorrà eliminare la deroga richiede, però, una delibera dell'assemblea in sede straordinaria di modificazione dell'atto costitutivo, poiché una clausola del genere trasferisce l'attribuzione di tale competenza all'assemblea in sede straordinaria.



4. Il diritto societario statunitense propende, dunque, a lasciare al *director* interessato la possibilità di gestire autonomamente le situazioni di “*agency costs*” in cui si trova coinvolto, mettendolo, però, di fronte al rischio, in tal caso, di dover soggiacere ad un sindacato “forte” della Corte adita. In tali ipotesi, l'autonomia manageriale è, infatti, controbilanciata da un sindacato delle Corti particolarmente penetrante nel valutare, tenuto conto delle circostanze del caso, la responsabilità dei *directors*, nonché dall'inversione a carico di questi ultimi dell'onere della prova.

Quello che sembrerebbe, allora, a prima vista un sistema di tutela a favore degli azionisti incentrato unicamente sul rimedio risarcitorio *ex post* si rivela *funditus*, per basarsi su un sistema di prevenzione che induce il *director* interessato ad investire il *board*, fin dal primo momento in cui si materializza il conflitto, della gestione, dal punto di vista dell'interesse societario, della situazione di “*agency costs*” in cui si trova coinvolto. Quella valutazione, se esclude la sussistenza ovvero la rilevanza del conflitto ha l'effetto di preconstituire per il *director* quello che in gergo si chiama un “*safe harbor*”, cioè un “porto sicuro” che lo mette al riparo, in un eventuale successiva azione giudiziale comunque proposta, dall'onere di provare la correttezza e buona fede del suo comportamento che, per effetto della attività di *disclosure*, si presume invece sussistente, spettando adesso a chi agisce in giudizio l'onere di dimostrare la violazione dei doveri fiduciari in cui è incorso il *director*. In questo contesto ben si coglie, allora, il ruolo del *board of directors*, il quale, abbandonate le funzioni manageriali ovvero di *advisory*, ha essenzialmente il compito di vigilare, tramite gli *independent directors*, sulla gestione sociale da parte del *chief executive officer* (e della squadra di *senior executive officers* da lui nominati)⁶⁹.

Di contro, il diritto societario italiano si caratterizza, in un ottica di trasparenza dell'agire sociale a difesa degli investimenti dei soci, per una sistema di tutela di tipo preventivo/organizzativo. In quest'ordine di idee, la trasparenza dei processi decisionale nelle operazioni in cui si annidano gli “*agency costs*” tra amministratori e soci si inserisce nell'ambito di quella che sembra essere una più generale tendenza alla procedimentalizzazione dell'attività degli amministratori in base a criteri di funzione e di competenza (artt. 2381 e 2497-ter) di derivazione aziendalistica o di importazione pubblicistica⁷⁰.

La differenza nell'affrontare i sopra esaminati problemi di “*agency costs*” sembra, dunque, far affiorare una certa diffidenza del legislatore nazionale nei confronti degli amministratori, singolarmente intesi, legata al fatto che i soci di maggioranza si spartiscono, di regola, di comune accordo le nomine dei componenti del consiglio di

⁶⁹ Cfr. R. W. IDE, *Post Enron Corporate Governance Opportunities: Creating a Culture of Greater Board Collaboration and Oversight*, 54 Mercer L. Rev. 829, 833 (2003).

⁷⁰ Cfr. S. AMOROSINO, L'«amministrativizzazione» del diritto delle imprese, in *Dir. amm.*, 2011, 03, 607.



amministrazione, apparendo così quest'ultimi, agli occhi del legislatore, come "fiduciari" dei primi piuttosto che della società⁷¹.

Ciò spiega, a mio avviso, la scelta del legislatore nazionale di riservare al consiglio di amministrazione (salvo il caso della deroga al divieto di concorrenza di competenza dell'assemblea) con l'assistenza del collegio sindacale, i cui componenti per legge devono essere invece indipendenti, le decisioni in cui sono coinvolti interessi che si presumono esterni alla società⁷².

In Italia non sembra si voglia, però, pervenire, né a una separazione delle funzioni di controllo e amministrazione attribuite unitariamente al consiglio di amministrazione, come accade negli Stati Uniti nel *board of directors*, né, in subordine, a ripartire le predette funzioni tra organo di amministrazione e organo di controllo. Il consiglio di amministrazione, infatti, anche se conferisce, per ragioni di speditezza e flessibilità, delega a un comitato esecutivo e/o a un amministratore delegato, non si spoglia del potere di "amministrazione", atteso che determina il contenuto e i limiti della delega e ha il potere di impartire direttive ovvero avocare a sé operazioni rientranti nella delega (art. 2381 c.c.). A complicare il quadro derivante da questa eterogeneità di competenze attribuite al consiglio di amministrazione, si aggiunge, come osservato, la risalente impostazione del codice civile del 1942, che stabilì di separare il controllo, scorporandolo in un organo *ad hoc* ("il collegio sindacale"), dalla amministrazione.

La ripartizione dei compiti tra *executive directors* e *independent directors* del diritto statunitense invita, invece, oggi a riflettere sulla insufficienza di questo modello di amministrazione e controllo per le società ad azionariato diffuso. La commistione di funzioni e la duplicazione dei controlli appaiono, infatti, di ostacolo tanto ad una efficiente gestione operativa, che richiede una concentrazione dei poteri di amministrazione in capo a pochi soggetti delegati, quanto ad una efficace "attività di monitoraggio", che richiede una vigilanza più ravvicinata degli amministratori non esecutivi su quelli esecutivi e che la maggioranza dei componenti del *board* sia indipendente, così da limitare i conflitti di agenzia tra soci e amministratori ovvero tra soci di maggioranza e azionisti di minoranza⁷³.

⁷¹ In quest'ordine di idee, è il caso di osservare che gli amministratori, essendo espressione dei diversi soci di controllo della società, sembrano propensi a chiarire e risolvere i contrasti sorti tra i soci di comando, in ordine alla conduzione sociale, piuttosto che a gestire ovvero vigilare nell'interesse generale dei soci.

⁷² Proprio grazie al requisito dell'indipendenza posseduto dai componenti del collegio sindacale il legislatore sembra voler colmare la mancanza del predetto requisito in capo agli amministratori. Autorevole dottrina contesta, però, per ragioni di fedeltà al modello dualistico originario tedesco, la previsione da parte della legge sul risparmio di requisiti di indipendenza anche per i componenti del consiglio di sorveglianza B. LIBONATI, *Il paradosso del consiglio di sorveglianza dopo la legge 262/2005*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, p. 655 ss.

⁷³ In quest'ordine di idee, con riferimento al comitato per il controllo sulla gestione, B. LIBONATI, *L'impresa e le società*, cit., 268 osserva come attraverso il "naturale, continuo ed anche



Nondimeno, il legislatore italiano, pur avendo fatto recentemente riferimento al modello statunitense per la disciplina con le parti correlate, non sembra ad oggi intenzionato a spingersi oltre in questa direzione, in quanto sembra prediligere tuttora, nell'ambito della moltiplicazione dei sistemi di amministrazione e controllo offerti sul mercato⁷⁴, la proliferazione dei soggetti incaricati del controllo sulla attività sociale secondo l'antico adagio che quattro occhi vedono meglio di due, piuttosto che favorire la metamorfosi del consiglio di amministrazione da *managing (advisory) board* a *monitoring board*⁷⁵.

informale dialogo che si vorrebbe nel sistema monistico il controllo degli amministratori non esecutivi e/o indipendenti può riuscire ben più incisivo del controllo da parte del collegio sindacale”.

⁷⁴ Nel caso del modello monistico, mi pare, che l'omessa previsione di un obbligo di avere la maggioranza di amministratori indipendenti nel consiglio di amministrazione escluda, a rigor di logica, che si possa parlare davvero di un “trapianto” del sistema anglosassone/statunitense.

⁷⁵ Sul versante della responsabilità tra gli stessi amministratori, il legislatore pare comunque dare, ameno in parte, atto del processo in corso, giacché sembra rendere possibile la delimitazione della responsabilità di ciascuno, in base alle funzioni attribuite, essendo evidente la differenza che passa tra un amministratore delegato, o con deleghe, in quanto membro del comitato esecutivo, e un amministratore senza deleghe i cui compiti, come visto, sono in parte sovrapponibili nelle imprese di grandi dimensioni a quelli svolti dal collegio sindacale. Sul punto si vedano le considerazioni di A. DE NICOLA, *Comm. art. 2392*, in *Commentario alla riforma del diritto societario*, cit., 555.