LUISS Guido Carli
LIBERA UNIVERSITA' INTERNAZIONALE DEGLI STUDI SOCIALI

DOTTORATO DI RICERCA IN

DIRITTO ED ECONOMIA

XXV CICLO

Coordinatore Chiar.mo Prof. Marcello Clarich

ANATOMIA DELLA "RELAZIONE FIDUCIARIA" TRA AMMINISTRATORI E AZIONISTI PRIVI DEL DIRITTO DI VOTO

Ragioni di un insuccesso negli Stati Uniti e in Italia

DOTTORANDO
Dott. **Federico Raffaele**

TUTOR
Chiar.mo Prof.
Gustavo Visentini

TUTOR
Chiar.mo Prof.
Gian Domenico Mosco

Anno Accademico 2012/2013

Nous voulons, tant ce feu nous brûle le cerveau,
Plonger au fond du gouffre, Enfer ou Ciel,
qu'importe?
Au fond de l'Inconnu pour trouver du nouveau!

[C. Baudelaire, Le Voyage - Fleurs du mal, 1859]

ABSTRACT

This paper purports that the fiduciary relationship between shareholders and directors is the key for (understanding) corporate governance.
In order to demonstrate the fundamental importance of such element, we first develop a comprehensive and innovative theory of fiduciary relationship: in our view, its main characteristic, which distinguishes it from (other) contractual relationships, is that the fiduciary is responsible for the selection and the ensuing management of the beneficiary's interests. Remedies, in turn, are necessary to ensure that the decisions of the fiduciary will be consistent with the interests of the beneficiary. Damages (and disgorgement) for conflict of interests are only one of the two ways by which the effectiveness of fiduciary duties is guaranteed: the right to dismiss the fiduciary, indeed, is the ultimate sanction enabling control of the fiduciary by the principal.
The paper then applies this model to the corporate scenario. In such a peculiar environment (i.e. that of listed companies), the most important tool that the beneficiary (i.e. the shareholders, residual claimants) has to protect himself against the fiduciary (i.e. the management) abusing his power is the right to vote (for appointment and termination). Therefore, given that companies are allowed to issue nonvoting shares, the analysis is finally devoted to understanding why a rational investor should buy such shares, being his fiduciary relationship with the directors altered, The paper, thus, compares the history, the financial implications, and the substantive law of a particular kind of nonvoting shares issued in the US and in Italy: the preferred and the so-called “savings” shares ("azioni di risparmio"). However, we show that empirical data confirm that such instruments are not successful. This suggests that voting rights are, for a variety of reasons, much more appealing to investors when they decide to risk their money in the market. It is our belief, and conclusions, that both preferred and "savings" shares are not popular because they alter the physiological fiduciary relationship between shareholders and directors in the corporate context.

INDICE

INDICE 2
PROLEGOMENA 4
PRIMO CAPITOLO 22
1. La "relazione fiduciaria" tra soci ed amministratori quale chiave della corporate governance delle società di capitali 23
2. La "fiduciary relationship" tra concezione contrattuale, istituzionale e "comunitaria" della società e l'incidenza delle teorie economiche 26
3. La apparente differente eziologia della categoria fiduciaria, come applicata agli amministratori di società di capitali, negli ordinamenti di riferimento 38
3.1. Italia: dagli amministratori-mandatari degli azionisti agli amministratori-organi della società 38
3.2. Stati Uniti: gli amministratori quali "agents" degli azionisti. Origini storiche e perimetro delle fiduciary relationships 42
3.2.1. Evoluzione dei criteri interpretativi adottati dalle corti 45
3.2.2. Applicazione del canone fiduciario al rapporto tra azionisti ed amministratori di società di capitali 48
3.2.3. L'ibridazione del paradigma di riferimento: l'agency economica 53
3.2.4. Ricostruzioni del fiduciary law 58
3.2.4.1. La concezione atomistica delle *fiduciary relationships* 59
3.2.4.2. Il tentativo di ricostruzione unitaria 62
3.2.5. Verso un'analisi più approfondita della categoria fiduciaria unitariamente concepita: frammenti ricostruttivi 68
3.2.5.1. Osservazioni preliminari 68
3.2.5.2. Le tesi "riduzioniste" 73
3.2.5.3. Le tesi "funzionaliste" 80
3.2.5.4. Una proposta innovativa 86
4. Conclusioni 89
SECONDO CAPITOLO 94
1. Le azioni prive del diritto di voto negli Stati Uniti 95
2. Le preferred shares 100
3. Le origini 102
4. Il perimetro normativo di riferimento 102
5. Le caratteristiche 113
5.1. I diritti patrimoniali 116
5.2. I diritti amministrativi 124
6. Le ragioni economiche dell'emissione di preferred shares 133

7. Gli interessi divergenti dei preferred shareholders e degli azionisti ordinari 135
8. L'evoluzione della tutela giurisdizionale dei preferred shareholders 138
8.1. I diritti dei preferred shareholders prima della sentenza Jedwab 139
8.2. Il caso Jedwab 141
8.3. Implicazioni problematiche della decisione Jedwab 142
8.4. La più recente giurisprudenza sui diritti delle preferred shares 146
TERZO CAPITOLO 151
1. Le azioni prive del diritto di voto in Italia nella loro evoluzione storico-legislativa 152
1.1. Dalle azioni a voto plurimo del primo dopoguerra alle azioni privilegiate a voto limitato del Codice Civile 152
1.2. Apogeo e declino delle spinte riformiste: dal Progetto Ascarelli alla "miniriforma" del 1974 159
2. Le azioni di risparmio dalla legge 216 del 1974 al TUF 172
3. Le azioni di risparmio nel Testo Unico della Finanza 175
3.1. L'emissione delle azioni di risparmio 175
3.2. I diritti amministrativi 182
3.3. Il diritto d'opzione e il recesso 188
3.4. I diritti patrimoniali 190
3.5. La tutela di categoria: l'assemblea speciale e il rappresentante comune 195
4. Il raccordo tra il Testo Unico della Finanza e le riforme societarie degli anni 2000 205
CONCLUSIONI 215
APPENDICE 233
BIBLIOGRAFIA 263

PROLEGOMENA

Il presente lavoro si propone di (ri)affermare la centralità della relazione fiduciaria tra soci e amministratori quale chiave della *governance* delle società di capitali. A conferma di tale essenzialità, una volta individuati i tratti caratterizzanti della fattispecie fiduciaria e compresane l'applicazione al contesto societario, l'analisi si impernia su uno dei cardini della relazione fiduciaria, appunto, "societaria", cioè il diritto di voto. Questo contributo, infatti, offre dapprima la giustificazione teorica dell'importanza del diritto di voto e, successivamente, si concentra su coloro che, pur inclusi nella relazione fiduciaria – perché formalmente azionisti e, quindi, partecipanti al rischio di impresa – sono strutturalmente privati del diritto di voto: gli azionisti di risparmio.

I dati empirici relativi alle azioni di risparmio – raccolti in APPENDICE – raggiungono un obiettivo e pongono una domanda. L'obiettivo è quello di sconfessare quanto era stato preconizzato in sede di approvazione in Italia del Testo Unico della Finanza – che inseriva la disciplina delle azioni di risparmio nel quadro, più ampio, di quella delle società quotate – ossia che lo scarso successo delle azioni di risparmio fosse dovuto, sotto il vigore della normativa precedente, ad un eccesso di regolazione, inaugurando, al contrario, la stagione della *deregulation*. I dati rivelano, infatti, che, dal 1998 al 2012, le azioni di risparmio sono (quasi) sempre state in calo, indipendentemente dall'andamento della capitalizzazione del mercato borsistico nel suo complesso. D'altro canto, la, pur ovvia, domanda risiede nel perché di questo insuccesso: l'ipotesi che qui si sostiene è che detti strumenti non sono appetibili perché ne è stata compromessa la fisiologia fiduciaria. In altri termini, i loro possessori partecipano al rischio di impresa – cioè, in termini fiduciari, affidano i loro interessi agli "*agent*" (1) –

(1) Occorre precisare fin d'ora che nel prosieguo del testo si ricorrerà indifferentemente ai termini "*principal*" e "*agent*", da un lato, e "fiduciante" (o "beneficiario") e "fiduciario", dall'altro, ben sapendo però che l'impiego della traduzione italiana, nel suo valore semantico-giuridico, potrebbe non essere esaustivo ai fini dell'analisi.

ma perdono la possibilità di incidere sulla conduzione dell'impresa stessa ([2]), votando la nomina (e la revoca) degli amministratori – ossia, ancora in termini fiduciari, sono estromessi da qualunque (possibilità di) sindacato del merito della gestione dei loro interessi.

Tale conclusione deve essere, però, necessariamente inserita in un contesto di indagine di più ampio respiro. É convinzione di chi scrive, infatti, che, applicato all'ambito societario, lo schema-base del rapporto fiduciario risenta di alcune variabili che ne influenzano sia le caratteristiche vere e proprie, sia l'efficacia. Come sarà chiarito più in dettaglio nel prosieguo, le variabili in grado di condizionare la struttura del vincolo fiduciario sono: *a*) la configurazione degli assetti proprietari e *b*) l'architettura dei mercati finanziari. Le variabili, invece, che incidono sulla sua efficacia sono: *a*) le procedure di nomina/revoca degli amministratori; *b*) l'esperibilità dell'azione di danno per responsabilità civile; *c*) le regole di prevenzione del conflitto d'interessi; *d*) la qualità dell'informazione e l'indipendenza dei controlli.

È possibile, quindi, che l'alterazione della relazione fiduciaria tra amministratori e azionisti di risparmio – per via della mancata operatività di una delle variabili summenzionate (*id est* il voto) – venga compensata dalla piena (o addirittura maggiorata) funzionalità delle altre. Alternativamente, potrebbero invece essere le "variabili strutturali" ad incidere pesantemente sull'*appeal* delle azioni di risparmio.

Sul primo versante, tuttavia, sono ben note le carenze del sistema italiano, con specifico riferimento alle tutele degli azionisti non di controllo, per poter ragionevolmente argomentare che l'assenza del diritto di voto sia una deviazione minimale rispetto all'ortodossia fiduciaria e, comunque, tale da non compromettere l'appetibilità delle azioni di risparmio ([3]).

Non è da escludere, però, che l'autonomia statutaria – la quale nell'intento dei riformatori doveva rappresentare la fonte pressoché esclusiva di disciplina – possa congegnare un'architettura negoziale tale, per un

([2]) Seppure in via mediata, per il tramite degli amministratori.
([3]) Certamente, non va sottovalutata l'incidenza della variabile fiscale sull'appetibilità delle azioni di risparmio.

verso, da minimizzare l'incidenza negativa dell'assenza del voto e, per altro verso, da ottimizzare comunque gli interessi delle parti ([4]). La correttezza dell'affermazione – impeccabile sul piano logico, oltre che *ratio* di fondo dell'impianto della riforma – stride tuttavia con l'intento di diffusione di massa dello strumento finanziario "azione di risparmio", per via dell'elevato tasso di sofisticazione giuridico-economica che indubbiamente richiede ai suoi possessori e che, almeno secondo l'*id quod plerumque accidit*, non si riscontra nel piccolo risparmiatore.

Sul secondo versante – quello delle variabili "di sistema", vale a dire struttura dei mercati e morfologia degli assetti proprietari – ove si ritenesse decisiva la relativa influenza, si dovrebbe registrare un inequivocabile successo dell'omologo istituto presso ordinamenti che presentano una difformità con l'Italia, almeno con riferimento ai due elementi summenzionati, di grado estremo. Al fine di confutare l'obiezione in questione, pertanto, si è ritenuto opportuno operare un confronto con le "*preferred shares*" – funzionalmente equivalenti alle nostre azioni di risparmio – nel sistema degli Stati Uniti. Come si vedrà, anche in questo caso i numeri sembrano deporre in senso contrario.

Il tema dell'assenza del diritto di voto in capo agli azionisti di risparmio e ai *preferred shareholders* offre l'occasione di affrontare questioni di più ampio respiro e, pertanto, merita di essere inquadrato nello scenario più generale della *corporate governance* in Italia e negli USA. Conviene, quindi, volgere uno sguardo sinottico su entrambi i sistemi e dar conto degli esiti differenti cui la regolamentazione del fenomeno dà luogo, in relazione alla (ed in conseguenza della) *path-dependence* specifica di ogni ordinamento.

Ma procediamo con ordine, anche al fine di meglio illustrare il piano dell'opera.

La (ri)affermazione della centralità della relazione fiduciaria tra soci e amministratori quale chiave della *corporate governance* potrebbe in apparenza sembrare

([4]) Denuncia il rischio di un'incapacità di adeguato *drafting* statutario, perché ancorato a vecchi modelli, P. FERRO LUZZI, *Le azioni di risparmio; «vingt ans après»*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, p. 230.

logora ed abusata, per ciò stesso non innovativa. Tuttavia, la sussistenza di tale rapporto fiduciario è spesso data per presupposta nelle analisi di diritto societario, senza tuttavia che se ne sia adeguatamente indagata la struttura e, di riflesso, i risvolti teorici e pratici che un tale esame comporterebbe. E ciò, beninteso, si verifica sia negli ordinamenti che tale figura hanno più approfonditamente elaborato, cioè quelli anglosassoni, sia in quello che più da vicino ci riguarda – e che siffatta struttura ha mutuato (5) dai primi – cioè quello italiano. Le ragioni di tale disinteresse variano a seconda delle peculiarità tipiche del sistema di riferimento: in quelli di matrice anglosassone, per la tradizionale idiosincrasia verso ogni rigida categorizzazione dogmatica, aliena dalle abitudini di riflessione della dottrina e avulsa dal *modus operandi* dei giudici; in quello italiano, per l'appiattimento analitico sulla figura del mandato e per la successiva codificazione in termini di rapporto organico (pur imperniato, anch'esso, sul mandato), che ha finito per incentrare l'indagine soltanto sul tema della misura della diligenza richiesta agli amministratori nello svolgimento del loro incarico.

A ciò si aggiunga il fatto che, in tempi recenti, al tecnicismo giuridico della costruzione fiduciaria si è spesso sostituita la inaccuratezza tassonomica del modello "*principal-agent*" e, in generale, dell'*agency* economica, diventato nel frattempo il paradigma scientifico di riferimento nell'analisi di relazioni che implichino una qualche forma di decentramento decisionale.

Nel PRIMO CAPITOLO, quindi, si offrirà una ricostruzione della relazione fiduciaria – come detto, categoria concettuale, prima ancora che giuridica, quasi ignota nel nostro ordinamento – nell'ambito della quale è tradizionalmente sussunto il rapporto tra soci ed amministratori. In prima approssimazione – e per quanto di maggiore interesse in questa sede – può dirsi che, date le caratteristiche tipiche di tale relazione, i rimedi a disposizione del "beneficiario" (risarcimento dei danni e, eventualmente, *disgorgement*), legati all'inadempimento

(5) Come si dirà nel prosieguo del lavoro, in realtà, in Italia manca una compiuta teorizzazione della categoria fiduciaria, sebbene sia comune – quasi per "ricezione acustica" di modelli stranieri – qualificare in tali termini il rapporto tra amministratori e azionisti.

dell'obbligazione del "fiduciario", servono perlopiù a garantire l'imparzialità di quest'ultimo e ad evitare conflitti di interesse. Ciò completa la protezione offerta dal diritto di nomina e revoca che consente (al beneficiario) il sindacato di merito circa l'opportunità dell'impiego della discrezionalità del fiduciario nello svolgimento del suo compito. La revoca non mira necessariamente a sanzionare il mancato adempimento. Essa deriva, piuttosto, dalla valutazione personale del beneficiario rispetto a quella che lui considera la politica corretta da tenere nel perseguimento dei suoi interessi personali, sì da intervenire allorquando tale politica non è condivisa o *tout court* adottata dal fiduciario.

Ritornando alla ricostruzione in termini di *agency*, ad essa va certamente ascritto il merito di aver permesso di concentrare l'attenzione sul fatto che l'ordinamento debba approntare degli strumenti idonei a contenere il c.d. *moral hazard*, ossia il rischio di comportamenti opportunistici dell'*agent* a discapito del *principal* (6). In ambito societario, già Adam Smith avvertiva l'insidia che gli amministratori, "*being the managers rather of other people's money than of their own, … cannot … be expected …* [to] *watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. … Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company*" (7). In altri termini, chi ha il controllo sulla gestione dell'impresa, ma non ne sopporta in misura preminente il rischio economico, subendo le conseguenze di eventuali scelte e condotte sbagliate, è naturalmente propenso al *moral hazard* (8). Per contenere il pericolo che la dissociazione tra proprietà e controllo incentivi fenomeni opportunistici e per garantire la *accountability* dei gerenti nei confronti dei geriti, le dinamiche endosocietarie sono state tradizionalmente improntate al principio di correlazione tra rischio e potere (9). Più specificamente, detta

(6) Su tale concetto vedasi, più approfonditamente, *infra*, Cap. 1.
(7) A. SMITH, *On Joint Stock Companies*, in *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Oxford, 1776, p. 741.
(8) C. BRESCIA MORRA *et al.*, *Editoriale*, in *Analisi Giuridica dell'Economia* (AGE), 2010, 2, p. 288.
(9) Per una recente valutazione dell'attualità del principio di correlazione tra rischio e potere nella società per azioni, specie alla

correlazione si estrinseca nell'attribuzione del diritto di voto ai soci in quanto *residual claimants*. In altre parole, gli azionisti sono coloro che sono legittimati a ottenere quanto residua, appunto, dopo che tutte le obbligazioni sociali sono state adempiute e, quindi, in caso di incapienza patrimoniale, assumono il rischio di perdere tutti i soldi che hanno investito nella società. In questo modo – si ritiene – gli amministratori vengono scelti da coloro che hanno il maggiore interesse (e incentivo) alla massimizzazione del valore della società. Inoltre, la titolarità del voto in capo agli azionisti è anche coerente con lo schema della relazione fiduciaria più sopra delineata. Per questo è stato affermato che "*if limited liability is the most distinctive feature of corporate law, voting is second*" ([10]).

Al di là della recente proliferazione, in vari settori dell'economia, di episodi di indebita traslazione di rischi dalle imprese al mercato (e, più in generale, ai risparmiatori) – da più parti indicati come ragione, almeno parziale, della genesi dell'attuale crisi globale ([11]) – non in tutti i Paesi il diritto societario riconosce un forte legame tra rischio e potere (almeno nel senso chiarito, cioè, secondo l'assunto di fondo di questo lavoro, tra rischio e voto). Con riferimento all'ordinamento preso a parametro, alla cui stregua confrontare quello italiano, vale a dire gli Stati Uniti – sebbene la situazione differisca da uno Stato all'altro e si sia certamente modificata nel corso del tempo – è noto che una società può legittimamente emettere azioni con diritto di voto limitato o del tutto escluso ([12]). Ciò, a nostro avviso, può essere considerato il prodotto dell'effetto concorrente di tre fattori: l'articolazione dei mercati finanziari, la morfologia della struttura della proprietà azionaria e, di conseguenza,

---

luce della riforma del 2003, si veda E. BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato*, Torino, 2012, pp. 1 ss.

([10]) F.H. EASTERBROOK & D.R. FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, 1991, p. 63, *ID.*, *Voting in Corporate Law*, 26 *J. L. & Econ.* 395, 403-404 (1983).

([11]) Sul punto, diffusamente, si veda il numero monografico di *Analisi Giuridica dell'Economia* (AGE), 2/2010, *Il rischio d'impresa. Profitti privati e pubbliche perdite* (a cura di C. BRESCIA MORRA *et al.*).

([12]) Non necessariamente compensato da privilegi, preferenze o priorità di ordine patrimoniale (come a lungo è avvenuto in Italia). Sul punto, più diffusamente, si veda, *infra*, Cap. 2.

l'atteggiamento dell'autorità giudiziaria, prima, e del legislatore, poi, nei confronti del mondo degli affari.

Infatti – come si dirà più in dettaglio nel SECONDO CAPITOLO – in un contesto imprenditoriale decisamente caratterizzato da un mercato vasto e liquido, nel quale le imprese reperiscono le risorse finanziarie perlopiù attraverso la raccolta diretta nei mercati mobiliari, la cui caratteristica principale, a sua volta, è il livello fortemente disperso della proprietà azionaria, ben presto emerse una categoria di *manager* professionisti incaricati di gestire tali imprese (giuridicamente, *publicly-held corporations*). Inoltre, secondo il tradizionale modello di società *à la Berle-Means*, per una serie di ragioni – che gli economisti complessivamente catalogano come costi di transazione e di *collective action* – gli azionisti trovarono conveniente nominare alcuni professionisti – i *manager* appunto – ai quali delegare la gestione della società e accettarono di non interferire con essa, a condizione, comunque, di vedere soddisfatti i loro interessi economici o, in alternativa, di avere a disposizione un mercato liquido dove disinvestire facilmente, vendendo le azioni.

Di riflesso, le corti – sulla scorta del motto "*judges are not businessmen*" – hanno sviluppato un approccio giudiziario nei confronti dei *manager* che ha concesso a questi ultimi ampio potere discrezionale nello svolgimento della loro attività (sconosciuto ad altre categorie di fiduciari) e che, in assenza di frodi o di conflitti di interesse, impedisce il sindacato giurisdizionale di merito delle *business decision*. A sua volta, il legislatore ([13]) – *in primis* quello del Delaware – ha rapidamente preso atto di questo stato dell'arte e su di esso ha fondato il più importante principio del diritto societario statunitense (*rectius*: del Delaware): "*the business and affairs* [of a corporation] *shall be managed by or under the direction of a board of directors*" ([14]).

([13]) A dire il vero, in origine ogni società veniva costituita in virtù di un atto legislativo *ad hoc*. In questo senso, quindi, potrebbe sembrare che la sequenza cui ci si riferisce nel testo sia invertita. Tuttavia, le leggi societarie originarie non erano quasi mai così sofisticate come quelle del XX secolo (sia leggi statali che leggi modello). Le leggi attuali, quindi, a nostro avviso, sono state emanate tenendo conto dei tre fattori sopracitati.

([14]) Del. Code Ann. tit. 8, § 141(a) (2001) ("*except as may be otherwise provided in this chapter or in its certificate of incorporation*").

In siffatto ambiente – per ragioni politiche, giuridiche e pratiche (in breve, per ragioni di *path-dependence*) – è evidente che i diritti di voto siano diventati progressivamente meno rilevanti. Infatti, gli azionisti possono votare soltanto sulla nomina e sulla revoca degli amministratori nonché su talune delle operazioni più significative per la vita della società (ad esempio, la modifica dell'atto costitutivo o, in qualche caso, anche dello statuto, le operazioni straordinarie, la liquidazione, il trasferimento della sede all'estero), ma sempre su sollecitazione del *board*. Anzi, secondo le evoluzioni più recenti, il valore del voto degli azionisti, persino nel contesto in cui esso assume più rilevanza – vale a dire la nomina e la revoca degli amministratori – è stato via via eroso dal ricorso a pratiche specifiche, quali la sollecitazione delle deleghe o i c.d. *staggered board* e meccanismi simili.

In un sistema del genere, la titolarità (o l'assenza) del diritto di voto diventa, tutto sommato, un problema recessivo rispetto a quelli comunemente definiti di "*agency* verticale", quelli cioè legati all'esigenza di garantire che gli amministratori di società perseguano effettivamente gli interessi di azionisti che, per via dell'esiguità del loro investimento, sono naturalmente disinteressati al monitoraggio della gestione sociale. In siffatto contesto, quindi, l'interesse degli operatori si è concentrato verso altri meccanismi che potessero garantire la lealtà dei *manager*, in funzione suppletiva dell'attivismo dei soci: il c.d. *market for corporate control* e i *takeover*; il ruolo degli amministratori indipendenti all'interno del consiglio di amministrazione e l'articolazione interna di quest'ultimo in comitati; la garanzia della *disclosure* periodica, dei controlli di *gate-keeper* esterni e, in generale, del sistema di vigilanza del mercato; l'attivismo degli investitori istituzionali e la loro funzione-chiave nella dinamica delle *proxy fight*; l'efficacia delle azioni derivative; la piena fisiologia di un mercato liquido (strumentale all'esercizio del diritto di *exit*); l'operatività e competitività del sistema fallimentare.

Soltanto di recente si è registrato un rinnovato interesse per il tema del voto degli azionisti, adesso considerato centrale nel diritto societario statunitense: per un verso, infatti, si tende a sottolineare il suo ruolo di strumento più importante a disposizione dei soci per

proteggersi contro i comportamenti scorretti degli amministratori ([15]); per altro verso, si sono individuati alcuni cambiamenti necessari per rendere davvero efficace l'attuale sistema di voto ([16]).

L'apparente contraddittorietà (con quanto detto in precedenza) delle ultime affermazioni si spiega, forse, proprio in considerazione del fatto che i rimedi sopra elencati si sono rivelati, nella maggior parte dei casi, succedanei sterili, rispetto alla fisiologia fiduciaria, nel saldare il vincolo che dovrebbe astringere gli amministratori ai soci. Nei fatti, quindi, il managerialismo tipico degli Stati Uniti ha subito una deriva degenerativa verso forme di autoreferenzialità e, soprattutto, autoperpetuazione degli amministratori.

In quest'ottica, quindi, dovrà valutarsi l'efficacia della relazione fiduciaria nei confronti dei *preferred shareholders*. In particolare, a fronte della legittimità dell'emissione di azioni senza diritto di voto negli Stati Uniti, occorre domandarsi in che misura sia vantaggioso per un investitore razionale il *trade-off* tra estromissione "*de facto*" dalla possibilità di incidere sulla gestione sociale, investendo in azioni a voto pieno, per via della descritta irrilevanza pratica delle tradizionali prerogative di socio nell'ordinamento statunitense, ed estromissione "*de jure*", diventando *preferred shareholder*, per via della istituzionale rinuncia ad una fetta consistente dei diritti derivanti dallo *status* di azionista (*rectius*: di partecipante

([15]) In giurisprudenza, tra le altre, si vedano le decisioni *Lacos Land Company v. Arden Group, Inc*., 517 A.2d 271 (Del. Ch. 1986), *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp*., 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988) ("*shareholder franchise is the ideological underpinning upon which the legitimacy of directorial power rests. Generally, shareholders have only two protections against perceived inadequate business performance. They may sell their stock (which, if done in sufficient numbers, may so affect security prices as to create an incentive for altered managerial performance) or they may vote to replace incumbent board members*"), *Hilton Hotels Corp. v. ITT Corp*., 979 F. Supp. 1342 D. Nev. 1997), *MM Companies v. Liquid Audio, Inc*., 813 A.2d 1118, 1132 (Del. 2003), *Mercier v. Inter-Tel*, 929 A.2d 786 (Del. Ch. 2007).

([16]) L.A. BEBCHUK & R.J. JACKSON, Jr., *Corporate Political Speech: Who decides?*, 124 *Harv. L. Rev*. 83 (2010); L.A. BEBCHUK & S. HIRST, *Private Ordering and the Proxy Access Debate*, 65 *Bus. Law*. 329 (2010); L.A. BEBCHUK, *The Myth of the Shareholder Franchise*, 93 *Va. L. Rev*. 675 (2007); *ID*., *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, 69 *U. Chi. L. Rev*. 973 (2002).

al rischio di impresa) e della conseguente alterazione del rapporto fiduciario. Nel capitolo di riferimento ci si propone, pertanto, di rispondere a questa domanda, analizzando in dettaglio il contesto normativo, la *ratio* economica, le caratteristiche, gli obblighi e i diritti derivanti dal possesso di azioni senza diritto di voto (ossia *preferred*).

Con riferimento all'Italia, l'analisi deve giocoforza mutare per via del retroterra politico, culturale e giuridico profondamente diverso da quello presente negli Stati Uniti. Qui, infatti, sono molto più avvertiti i problemi definiti di "*agency* orizzontale", ossia quelli legati all'esigenza di evitare che il socio (o il gruppo di soci) di maggioranza consegua vantaggi personali a discapito degli azionisti di minoranza. Del resto, in un contesto caratterizzato da una marcata concentrazione proprietaria, il tema centrale non è tanto quello di allineare gli interessi dei *manager* a quelli degli azionisti ed incentivare i primi massimizzare il benessere dei secondi – dal momento che gli amministratori sono (perlopiù) espressione del gruppo di controllo, assolutamente in grado di monitorare (se non anche di manipolare) la gestione societaria – quanto piuttosto quello di scongiurare il trasferimento di ricchezza da una compagine azionaria all'altra.

L'Italia, infatti, viene tradizionalmente catalogata come sistema c.d. "*insider*" (in contrapposizione a quelli c.d. "*outsider*"), nel quale, cioè, il controllo è esercitato da uno o più soggetti di riferimento (famiglie, Stato, investitori strategici, spesso legati da sindacati di voto in grado di assicurare alla società un indirizzo uniforme).

A dire il vero, questa conformazione della struttura proprietaria non è peculiare soltanto dell'Italia, essendo, al contrario, tipica nell'intera area dell'Europa continentale ([17]). Pertanto, negli ultimi quindici anni,

([17]) Si vedano, per tutti, le indagini condotte da M. BECHT & A. ROELL, *Blockholdings in Europe: An International Comparison*, 43 *Eur. Econ. Rev.* 1049 (1999), M. BIANCHI *et al.*, *Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy*, in F. BARCA & M. BECHT (a cura di), *The Control of Corporate Europe*, Oxford, 2001, pp. 154 ss., L. BLOCH & E. KREMP, *Ownership and Control in France*, European Corporate Governance Network, Working Paper 1997, J. FRANKS & C. MAYER, *Ownership, Control and the Performance of German Corporations*, Working Paper, London

l'attenzione della giuscommercialistica comparata si è indirizzata sulla identificazione della eziologia di tale morfologia. La tesi originariamente più accreditata, che ha anche avuto il merito di generare un intero filone di analisi internazionale, legata all'incidenza dell'assetto normativo di un determinato Paese sulla struttura azionaria delle sue imprese, individuava una connessione causale tra la debolezza dei meccanismi predisposti dalla legge a protezione degli investitori – nonché, di riflesso, l'esistenza di strumenti in grado di separare "*cash flow rights*" e "*control*" (cioè, in altri termini, partecipazione al rischio e potere) – e presenza di soci di controllo ([18]). Tuttavia, al di là dei limiti, anche empirici, dell'indagine all'origine di siffatta tesi, il suo assunto di fondo – cioè, in breve, che quanto migliore è la tutela offerta dalla legge ai risparmiatori, tanto maggiore è la propensione della partecipazione al rischio di impresa (*sub specie* proprietà azionaria) ad ampliarsi – non va esente da critiche sotto un triplice profilo: in primo luogo, almeno nella sua versione primitiva, si fonda sulla "*law on the books*" piuttosto che sulla "*law in practice*"; in secondo luogo, non offre alcuna spiegazione del motivo per cui vengano esclusi fattori ulteriori di (eventuale) condizionamento dell'*ownership structure* (se non quella, tutto sommato discutibile, dell'appartenenza dei Paesi presi in considerazione alle famiglie giuridiche di *civil* o di *common law*); infine, non tiene in adeguato conto il fatto che il nesso eziologico tra importanza della legge e struttura degli assetti proprietari ben possa essere invertito ([19]).

Quanto appena rilevato, infatti, si attaglia alla perfezione al caso paradigmatico dell'Italia. Consapevole delle carenze del proprio sistema societario, specie con riferimento alle misure di protezione del risparmio (e dei risparmiatori), e spinta dalla necessità di adeguarsi agli standard europei, che l'adesione alla Comunità le

---

Business School, 1997, A. SHLEIFER & R. VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, 52 *J. of Fin*. 737 (1997).

([18]) R. LaPORTA *et al*., *Legal Determinants of External Finance*, 54 *J. of Fin*. 471 (1997), R. LaPORTA *et al*., *Law and Finance*, 106 *J. Pol. Econ*. 1113 (1998), R. LaPORTA *et al*., *Corporate Ownership Around The World*, 54 *J. of Fin*. 471 (1999).

([19]) Sul punto, da ultimo, R. KRAAKMAN *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2 ed., 2009, pp. 9 ss.

imponeva di raggiungere, l'Italia ha intrapreso dal 1990 ad oggi un intenso percorso di riforme: sul piano normativo, si è passati dal Testo Unico bancario a quello dell'intermediazione finanziaria, per giungere, attraverso la riforma del diritto societario del 2003 e la legge sul risparmio del 2005, fino alle recenti misure di implementazione della tutela degli azionisti; sul piano dell'autonomia regolamentare dei mercati, poi, si è assistito all'introduzione – e alle successive modifiche – di un "codice" sulla *corporate governance*; infine, sul piano dei mutamenti delle strutture economiche, si è inaugurata (e, per la verità, ben presto conclusa) la stagione delle liberalizzazioni e delle privatizzazioni. Ciononostante, non si sono verificati cambiamenti significativi né sotto il profilo della configurazione degli assetti proprietari né sotto quello dell'accesso al mercato, modificandosi, semmai, soltanto i meccanismi ([20]) per i gruppi di controllo idonei a mantenere il dominio sulle società ([21]).

Un percorso più proficuo per analizzare la situazione della *governance* societaria in Italia risiede, dunque, nel valorizzare (adeguatamente) la *path-dependence* di questo Paese. In origine, infatti, l'Italia soleva essere definita una "economia mista". In effetti, storicamente, la raccolta di capitali attraverso emissioni azionarie sui mercati mobiliari era soltanto complementare al finanziamento bancario. Tuttavia, le banche italiane erano perlopiù enti pubblici o, comunque, partecipate o controllate da enti pubblici, così che, accanto a finalità di vigilanza, l'intervento intrusivo del Governo atrofizzava, di fatto, la libertà di impresa. D'altra parte, le grandi imprese industriali italiane venivano tradizionalmente divise in due gruppi: le società partecipate o controllate dalle *holding* dello Stato oppure le società familiari o quelle guidate da ben individuati gruppi di comando. La loro crescita attraverso il mercato dei capitali era tuttavia inibita, per un verso, dalle dimensioni limitate del mercato azionario – così che,

([20]) Possesso della maggioranza delle azioni emesse; creazione di gruppi (piramidali) di società; ricorso a patti parasociali (sindacati di voto); introduzione di clausole statutarie di limitazione della trasferibilità delle azioni.

([21]) M. BIANCHI & M. BIANCO, *Italian Corporate Governance in the Last 15 Years: From Pyramids, to Coalitions?*, ECGI Finance Working Paper n. 144/2006, disponibile presso il sito http://ssrn.com/abstract=952147.

anche in questo caso, si privilegiava il ricorso al finanziamento bancario – e, per altro verso, dalla volontà degli *insider* di mantenere il controllo della società.

In definitiva, la natura del sistema italiano, sebbene sia emersa in virtù delle condizioni strutturali in cui versava il nostro Paese all'indomani della Seconda guerra mondiale, ha, in fin dei conti, ostacolato la crescita del mercato mobiliare e forse, più in generale, ha frenato il corretto sviluppo delle dinamiche imprenditoriali. Ancora oggi – essendosi per di più spostato il baricentro dell'Italia verso il modello banco-centrico – si assiste ad una concentrazione proprietaria senza precedenti in altri Paesi ([22]).

Dato questo scenario, quindi, è facile comprendere perché i diritti di voto siano sempre stati molto importanti in Italia: in assenza di un mercato ampio e liquido, il valore di un'azione dotata di voto è sicuramente più alto di una che attribuisca prerogative esclusivamente patrimoniali, seppure comparativamente maggiori. L'azione dotata di diritto di voto, infatti, rappresenta il mezzo (o uno dei mezzi) per ottenere il controllo di una società e, il più delle volte, estrarre benefici privati dalla stessa ([23]). Anzi, proprio questa suggestione potrebbe cogliere nel segno nel tentativo di spiegare l'atrofia del mercato italiano ([24]): di per sé, infatti, la presenza di un socio di riferimento non comporta un automatico degrado della *corporate governance*. Piuttosto, il socio di maggioranza potrebbe giovare agli stessi azionisti di minoranza: questi ultimi, infatti, fruirebbero di una esternalità positiva, nel senso che beneficerebbero del

([22]) S. BRUNO & E. RUGGIERO, *Italy*, in *ID.* (a cura di), *Public Companies and the Role of Shareholders. National Models towards Global Integration*, Leiden, 2011, pp. 58 ss., CERADI & GEORGESON, *FTSE MIB Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze*, Roma, 2010, pp. 15 ss.
([23]) M. BIANCHI *et al.*, *Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy*, in F. BARCA & M. BECHT (eds.), *The Control of Corporate Europe*, Oxford, 2001, pp. 154 ss., S.M. SEPE, *Corporate Agency Problems and Dequity Contracts*, 36 *J. Corp. L.* 115 (2010), L. ZINGALES, *The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience*, 7 *Rev. Fin. Stud.* 125 (1994), *ID.*, *Inside Ownership and the Decision to Go Public*, 62 *Rev. Econ. Stud.* 425 (1995).
([24]) L.A. BEBCHUK, *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, NBER Working Paper n. 7203 (1999).

monitoraggio che il socio di riferimento effettua sul *management*, a patto, ovviamente, che questi abbia investito in misura corrispondente al suo potere e, quindi, abbia tutto l'interesse alla massimizzazione dello *shareholder value* (proprio come i soci di minoranza) ([25]). In definitiva, quindi, l'assenza di episodi di opportunismo ai danni della minoranza sarebbe funzione della proporzionalità tra "*cash-flow rights*" e "*control rights*" del socio di maggioranza. Ogni deviazione da siffatta omogeneità esporrebbe al rischio di costi di *agency* orizzontale. In questo senso, la particolarità dell'Italia risiederebbe nel fatto che nelle società a conduzione familiare o anche in quelle che presentano il socio di riferimento (peggio ancora se lo Stato), il gruppo di comando, pur volendo incrementare i mezzi finanziari a disposizione della società, è restio a perderne il controllo, preferendo ridurne la contendibilità. Non a caso, come è stato rilevato ([26]), in Italia la forma più diffusa di controllo è quello *de facto*.

É chiaro quindi che l'analisi dell'(in)efficacia della relazione fiduciaria nei confronti degli azionisti privi del diritto di voto (*in primis* quelli di risparmio) deve tenere conto anche delle ragioni per le quali non si sia realizzata appieno la "delega di fiduciarietà" in favore dei gruppi di comando. In altre parole, in un contesto proprietario così differente da quello statunitense, nel quale, in teoria, la relazione fiduciaria tra amministratori e soci mantiene la sua fisiologia con riguardo a quelli ordinari, occorre domandarsi in che misura la carenza di "fiduciarietà" del rapporto con gli azionisti di risparmio in Italia sia compensata da una pregnante "posizione di garanzia" assunta dai soci (ordinari) di controllo nella tutela degli interessi dei primi.

Per rispondere a queste esigenze, il TERZO CAPITOLO spiegherà la genesi, l'apogeo e il declino delle "azioni di risparmio". In particolare, pur essendo già noti in Italia meccanismi in grado di alterare la proporzionalità tra partecipazione al capitale e diritti

([25]) Sul punto, con specifico riferimento al caso paradigmatico della Germania, si vedano J.S.S. EDWARDS & A.J. WEICHENRIEDER, *Ownership Concentration and Share Valuation*, 5 *Ger. Econ. Rev.* 143 (2004).
([26]) CERADI & GEORGESON, *FTSE MIB Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze*, cit., p. 25.

amministrativi (si pensi, ad esempio, alle azioni privilegiate a voto limitato), le azioni di risparmio, nelle intenzioni di chi spinse per la loro introduzione – a partire dalla metà degli Anni Cinquanta, guarda caso in concomitanza con un momento di espansione dell'economia nazionale – avrebbero dovuto perseguire l'obiettivo di fornire alle società uno strumento in grado di attrarre sul mercato un numero ancora più ampio di risorse finanziarie, assecondando la psicologia differenziata degli investitori. Ciò postulava, infatti, l'esistenza di due categorie di soci: da un lato, i c.d. "azionisti-imprenditori", vale a dire coloro che sono interessati alla conduzione dell'affare e, quindi, al controllo e alla gestione attiva della società; dall'altro lato, i c.d. "azionisti-risparmiatori", ossia coloro che vogliono che il loro investimento sia finanziariamente redditizio, mentre ignorano le implicazioni gestionali del loro status. Pertanto, all'esito di una gestazione quasi ventennale ([27]), le azioni di risparmio si caratterizzarono per l'assenza pressoché totale del diritto di voto e la maggiorazione dei profili patrimoniali, in termini di preferenza (rispetto alle azioni ordinarie) nella distribuzione dei dividendi e delle quote di patrimonio netto residuanti in sede di liquidazione. Tuttavia, il nesso tra la mancanza del diritto di voto e la preferenza nei diritti patrimoniali fu obbligatoriamente stabilito, confermando, indirettamente, il fatto che le azioni dotate di diritto di voto sono sempre state un istituto profondamente radicato nel sistema italiano, difficilmente rimovibile *ex abrupto* ([28]). Nonostante gli sforzi compiuti dal legislatore per incentivare la partecipazione di quella tipologia di investitori più sopra richiamata, le azioni di risparmio non hanno avuto molto successo nella pratica. Nella convinzione che il limitato *appeal* del "nuovo" strumento fosse legato ad un'eccessiva, forse pervasiva, regolamentazione, si è deciso nel 1998 (nel TUF) di

([27]) Il lungo percorso, dapprima sociale poi normativo, trovò emersione soltanto con la c.d. "mini-riforma" del 1974 (Legge 7 giugno 1974, n. 216, *Conversione in legge, con modificazioni, del D.L. 8 aprile 1974, n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari* (in Gazz. Uff. 9 aprile 1974, n. 94)).

([28]) Almeno fino alla riforma del diritto societario del 2003. Decreto Legislativo 17 gennaio 2003, n. 6 *Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366* (in Gazz.Uff. 22 gen. 2003, n. 17 – Suppl. Ord. n. 8).

modificare la precedente normativa, cercando di dare maggiore rilevanza all'autonomia privata. Come si vedrà, tuttavia, neanche a seguito di tale intervento le azioni di risparmio sono riuscite a diventare più popolari. Infine, le modifiche, persino concettuali, apportate alla categoria della partecipazione al rischio di impresa – oltre che all'intera area del *corporate finance* italiano – dalla Riforma del diritto societario del 2003, hanno ulteriormente indebolito l'attrattiva speculativa rappresentata dalle azioni di risparmio.

I risultati della ricerca sono compendiati nelle CONCLUSIONI. In quella sede, per quanto riguarda gli Stati Uniti, dopo aver descritto i più frequenti conflitti di interesse tra azionisti ordinari e "*preferred*", si valuterà se le soluzioni adottate dalla più recente giurisprudenza siano in grado di garantire una protezione sufficiente agli azionisti "*preferred*"; d'altra parte, per quanto concerne l'Italia, si determinerà se le ultime modifiche legislative hanno conseguito gli obiettivi al cui raggiungimento erano preordinate, vale a dire un allargamento massiccio delle dimensioni o della capitalizzazione del nostro mercato mobiliare.

Infine, si procederà, *de iure condendo*, a vagliare eventuali proposte di modifica dello *status quo*. Tuttavia, l'esigenza di cambiamento va ponderata in ragione del contesto complessivo del Paese di riferimento. In altre parole, anche se il livello di tutela giurisdizionale garantito agli azionisti "*preferred*" negli Stati Uniti dovesse risultare sub-ottimale, si deve considerare che in un mercato sviluppato, come quello americano, ci sono molti altri meccanismi idonei a difendere, in generale, gli interessi degli investitori: un mercato liquido e ben funzionante, un'autorità del mercato (SEC) con poteri penetranti che impone una *disclosure* piena e continuativa, una qualità del ceto forense e di quello giudicante di elevato profilo, meccanismi snelli di produzione e di accesso alle prove e una ragionevole durata del processo. Siffatte tutele sono perlopiù assenti in Italia o almeno non sono così sviluppate come negli USA. Pertanto, in assenza di un contesto normativo e giurisdizionale chiaro e rapido, il medesimo strumento finanziario, a parità di grado di innovazione, potrebbe rivelarsi non così attraente come nell'altro ordinamento o, peggio, come era stato (erroneamente) auspicato dal

legislatore del 1998. Il sistema, quindi, piuttosto che lo strumento in sé, potrebbe dissuadere, anziché incoraggiare, i risparmiatori dall'investimento in tali titoli.

Da ultimo, è importante precisare un *caveat* metodologico centrale ai fini del presente lavoro. Quest'ultimo ha, infatti, cercato di isolare tra le tante variabili che influenzano, a nostro avviso, la *corporate governance*, soltanto la titolarità o meno del diritto di voto. Anche in tal senso si è ritenuto opportuno – soltanto ai fini di una valenza comparatistica più appropriata – limitare il campo di indagine al confronto tra azioni di risparmio e "*preferred shares*". Ciò è avvenuto per due ordini di ragioni. In primo luogo, perché le azioni di risparmio sono – dati alla mano – le principali azioni prive del diritto di voto emesse dalle società quotate italiane, le cui informazioni, pertanto, possono essere agevolmente reperite. In secondo luogo, perché *preferred shares* e azioni di risparmio rappresentano i due strumenti finanziari che più si assomigliano nei due ordinamenti così che, dal punto di vista micro-comparativo, l'analisi potesse essere omogenea. È, tuttavia, ben chiaro che sarebbe opportuno inserire la presente analisi nell'ambito di una ricerca più ampia il cui obiettivo sia quello di verificare se sia ancora significativa, nell'attuale contesto normativo nazionale, alla luce delle ultime modifiche intervenute, l'affermazione del principio generale di correlazione tra rischio e potere nelle società di capitali. Infatti, ci sono molti esempi di "*decoupling*" (sia *de jure* che *de facto*) tra partecipazione, a vario titolo, al rischio di impresa e diritto di voto. Nella categoria degli strumenti che di diritto separano rischio e potere si possono annoverare: le categorie speciali di azioni (non dotate del diritto di voto), le azioni privilegiate (in particolare di risparmio), le obbligazioni convertibili, le deleghe di voto. Nella categoria della separazione *de facto* possono includersi: i gruppi di società, le partecipazioni incrociate e quelle piramidali, (a certe condizioni) i sindacati di voto e gli strumenti finanziari partecipativi privi del diritto di voto e quelli ibridi. Questi sono solo esempi e non esauriscono la lista di potenziali altri casi. Data la prospettiva comparata e la necessità di restringere il campo di indagine, si è ritenuto utile concentrare l'attenzione sul confronto tra

azioni di risparmio, in Italia, e "*preferred shares*", negli Stati Uniti.

Il resto dell'analisi procede nel modo seguente. Nel Primo Capitolo si offrirà una ricostruzione della relazione fiduciaria. Tuttavia, come apparirà chiaro in quella sede, la dicotomia tra sistema italiano e sistema anglosassone (nel quale tale concetto affonda più propriamente le sue origini) è più apparente che reale. Pertanto, riconoscere anche in Italia una pregnanza giuridica alla nozione di rapporto fiduciario – previa individuazione dei tratti caratterizzanti la fattispecie – permetterebbe di meglio calibrare le prerogative delle parti, pur in assenza di un puntuale articolato normativo.

Il Capitolo Secondo e Terzo proseguiranno sul solco metodologico contenuto nelle ultime pagine del Primo, analizzando come la relazione fiduciaria sia alterata allorquando, nel contesto più specificamente societario, il beneficiario sia sprovvisto di una delle prerogative essenziali nell'ambito di una relazione fiduciaria di tipo societario: il diritto di voto. Più in particolare, il Capitolo Secondo conterrà una disamina diacronica dell'istituto delle "*preferred shares*" nel diritto statunitense. Nel Capitolo Terzo, invece, si procederà all'indagine del sistema italiano delle azioni prive del diritto di voto (a partire da quelle privilegiate dell'art. 2351 per poi convergere verso le azioni di risparmio degli artt. 145 ss. del TUF).

Le Conclusioni completeranno la ricerca, valutando – *inter alia* – una serie di dati empirici all'uopo raccolti nell'Appendice.

PRIMO CAPITOLO

SOMMARIO: 1. La "relazione fiduciaria" tra soci ed amministratori quale chiave della *corporate governance* delle società di capitali - 2. La "*fiduciary relationship*" tra concezione contrattuale, istituzionale e "comunitaria" della società e l'incidenza delle teorie economiche - 3. La apparente differente eziologia della categoria fiduciaria, come applicata agli amministratori di società di capitali, negli ordinamenti di riferimento - 3.1. Italia: dagli amministratori-mandatari degli azionisti agli amministratori-organi della società - 3.2. Stati Uniti: gli amministratori quali "*agents*" degli azionisti. Origini storiche e perimetro delle *fiduciary relationships* - 3.2.1. Evoluzione dei criteri interpretativi adottati dalle corti - 3.2.2. Applicazione del canone fiduciario al rapporto tra azionisti ed amministratori di società di capitali - 3.2.3. L'ibridazione del paradigma di riferimento: l'*agency* economica - 3.2.4. Ricostruzioni del *fiduciary law* - 3.2.4.1. La concezione atomistica delle *fiduciary relationships* - 3.2.4.2. Il tentativo di ricostruzione unitaria - 3.2.5. Verso un'analisi più approfondita della categoria fiduciaria unitariamente concepita: frammenti ricostruttivi - 3.2.5.1. Osservazioni preliminari - 3.2.5.2. Le tesi "riduzioniste" - 3.2.5.3. Le tesi "funzionaliste" - 3.2.5.3. Una proposta innovativa - 4. Conclusioni

1. La "relazione fiduciaria" tra soci ed amministratori quale chiave della *corporate governance* delle società di capitali

In un'organizzazione privata complessa, come una società per azioni, si avverte l'esigenza di una ripartizione di poteri e doveri al fine di realizzare un equo contemperamento di interessi divergenti, funzionale al perseguimento di due obiettivi: da un lato, quello di rendere più efficiente la gestione della società ed amplificarne la vocazione lucrativa; dall'altro, quello di salvaguardare gli operatori economici coinvolti nella vita della stessa. In tale scenario, sebbene il modo di gestione di una società implichi conseguenze per una pluralità di *constituencies* (creditori, lavoratori, consumatori, fornitori etc.), il rapporto principale che si instaura è quello che lega gli amministratori e gli azionisti, tradizionalmente ricostruito in termini di *fiduciary relationship* ([29]): semplificando al massimo, gli azionisti possiedono la società e gli amministratori la gestiscono.

Se, pertanto, il loro rapporto può essere definito fiduciario, la chiave del sistema è individuabile negli strumenti di tutela a disposizione dei soci nei confronti dell'operato degli amministratori. Il tema non riguarda soltanto la responsabilità per l'inadempimento dell'amministratore nella gestione della società, che genera l'azione di risarcimento per i danni arrecati, ma anche la responsabilità per il c.d. "*business judgment*", per avere cioè seguito una politica sgradita, con conseguente revoca dell'incarico.

Il regolamento della materia, a mio avviso, configura la *governance* della società. Infatti, la pervasività della *fiduciary relationship* nel contesto societario è testimoniata dal fatto che, nel suo complesso, gran parte del diritto delle società per azioni può essere ridotto alla predisposizione da parte dell'ordinamento di meccanismi normativi che impongano una responsabilità in capo agli amministratori a fronte dell'attribuzione ad

([29]) Occorre precisare che, a livello lessicale, l'impiego dell'espressione italiana "relazione" o "rapporto fiduciario" va intesa come mera traduzione, semanticamente non del tutto congruente, dell'espressione anglosassone "*fiduciary relationship*". Di seguito si vedrà che, seppur con tutti i distinguo del caso, tale ricostruzione possa essere mantenuta in entrambi gli ordinamenti presi in considerazione.

essi di un relativo potere (30). Questo può avvenire lungo una duplice direttrice: da un lato, incrementando le prerogative, i mezzi informativi o gli strumenti di "intrusione" nella gestione dei soci oppure, dall'altro lato, accentuando la *accountability* (31) degli amministratori stessi.

Siffatta impostazione normativa si spiega in considerazione della configurazione strutturale della *fiduciary relationship.* Come si vedrà più analiticamente in seguito, i suoi caratteri distintivi sono costanti: separazione della proprietà dal controllo, prestazione (*discretionary*) di volontà negoziale, obbligazioni non compiutamente precisate (*open-ended*), asimmetria informativa riguardo condotta e risultati. Generalmente, essa sorge tutte le volte in cui vi sia una forma di decentramento decisionale: in pratica, allorquando la specializzazione sia vantaggiosa, un soggetto (*principal*) (32) delega (solitamente per via negoziale) uno o più altri soggetti (*agent*) a compiere una o più azioni dalle quali il principale trae un beneficio, ma di cui non è in grado di osservare l'esecuzione e, quindi, se l'azione compiuta è quella per lui più favorevole. Infatti, il *principal* affida all'*agent* il potere di controllo e di gestione del proprio interesse con l'aspettativa che questi ne disponga per massimizzarlo. Il *principal* ben potrebbe determinare compiutamente ciò che l'*agent* deve fare in ogni circostanza, ma è evidente che ciò sarebbe o del tutto

(30) Non va dimenticato, tuttavia, che quello che assumiamo ad elemento centrale del diritto societario, la *fiduciary relationship*, viene affiancata da discipline e principi specifici, ma anch'essi centrali, allorché la società incide su interessi ulteriori: si pensi alla disciplina dell'intermediazione finanziaria, ove la società si inserisca nel contesto, dinamico e plurisoggettivo, del mercato mobiliare; oppure alla disciplina delle crisi di impresa, che predispone meccanismi in grado di salvaguardare i creditori dalle esternalità negative della gestione societaria; alle discipline di settore (banche, assicurazioni etc.), allorquando entrano in gioco interessi specifici che l'ordinamento ritiene di dover proteggere in modo più puntuale; alla disciplina *antitrust* o della concorrenza, necessaria per garantire il corretto sviluppo del confronto sul mercato.

(31) La pregnanza semantica del lemma "*accountability*" non è resa adeguatamente dalla traduzione italiana "responsabilità" (più affine, nell'impiego comune, alla parola "*liability*"), ma vuole indicare il "dover dar conto" delle proprie azioni per permettere un sindacato anche solo di mera opportunità – diremmo "politico" – da parte dei titolari dell'affare, i soci.

(32) Vedasi quanto precisato, a livello terminologico, *supra*, nota 1.

impossibile, o possibile ma altamente costoso. Peraltro, sul risultato finale dell'*agent* possono comunque incidere (anche) circostanze esterne sulle quali ambo le parti nutrono delle incertezze: pertanto, le obbligazioni dell'*agent* non possono essere puntualmente dettagliate, ma rimangono in gran parte generali ed elastiche. Infine, le informazioni a disposizione del *principal* sono fisiologicamente parziali rispetto al comportamento dell'*agent*. Non necessariamente assenti, tuttavia, posto che l'attività dell'*agent* è in ogni caso osservabile, seppure da una prospettiva *ex post*, ossia in base al risultato raggiunto. L'esito di tale inferenza logica può, perciò, essere imperfetto, dal momento che sul risultato dell'*agent* possono influire, oltre che circostanze controllabili, anche contingenze esterne non monitorabili (33).

Pur tenendo conto dei rischi descritti, l'ordinamento appronta gli strumenti giuridici necessari per permettere al *principal* di controllare che il comportamento dell'*agent* si allinei ai propri interessi. In generale, i rimedi accordati sono: *a*) la revoca, affidata al giudizio soggettivo del *principal*, mediante la quale si sanziona la non conformità della politica negoziale dell'*agent* alle altrui esigenze; *b*) il risarcimento del danno, che serve a presidiare l'imparzialità dell'*agent*, prevenendo i conflitti d'interesse.

In altri termini, la revoca, rimedio esperibile in ogni momento, anche senza giusta causa, consegue ad un giudizio, anzitutto di merito, sulla inopportunità della gestione. D'altro canto, l'azione per il risarcimento del danno consegue ad un comportamento che integra l'inadempimento: violazione di obblighi legali o statutari oppure condotta negligente. Revoca e risarcimento sono rimedi complementari, entrambi essenziali alla permanenza del vincolo fiduciario: l'una (la revoca), come detto, sanziona il giudizio di convenienza in ordine alla perizia dell'incaricato e dà al titolare il *dominio* sull'affare; l'altro (il risarcimento), invece, reintegra il danno dal non corretto adempimento nell'esecuzione dell'incarico (34).

(33) Si parla in questi casi di problemi di *adverse selection* e *moral hazard* (quest'ultimo nelle due ulteriori declinazioni di *hidden action* e *hidden information* o *hidden knowledge*). Si veda, *infra*, par. 3.2.3.

(34) G. VISENTINI & F. RAFFAELE, *From Shareholders' Rights to Directors' Duties: Liability and Accountability of Directors*, in S. BRUNO & E. RUGGIERO (a cura di), *Public Companies and the Role of Shareholders*, Leiden, 2011, pp. 239 ss.

Applicato nel contesto societario, lo schema base del rapporto fiduciario risente di alcune variabili che condizionano sia le caratteristiche vere e proprie, sia l'efficacia del vincolo fiduciario. Le variabili in grado di condizionare la struttura e le caratteristiche del vincolo fiduciario sono: *a*) la configurazione degli assetti proprietari e *b*) l'architettura dei mercati finanziari ([35]). Le variabili, invece, che ne condizionano l'efficacia sono: *a*) le procedure di nomina/revoca degli amministratori; *b*) l'esperibilità dell'azione di danno per responsabilità civile; *c*) le regole di prevenzione del conflitto d'interessi; *d*) la qualità dell'informazione e l'indipendenza dei controlli ([36]).

Su questi punti le varie legislazioni nazionali adottano soluzioni differenti a seconda che si sia inteso privilegiare l'iniziativa di chi gestisce (e dell'azionariato di controllo) oppure la protezione delle prerogative dell'azionariato di minoranza/diffuso. Tuttavia, dette opzioni legislative sono indice dell'orientamento politico dell'ordinamento e si fondano su una pre-condizione necessaria per comprendere appieno la operatività della *fiduciary relationship*, ossia la ricostruzione della società in chiave contrattuale, istituzionale o "comunitaria".

2. La "*fiduciary relationship*" tra concezione contrattuale, istituzionale e "comunitaria" della società e l'incidenza delle teorie economiche

Le teorie contrattuale, istituzionale e "comunitaria" della società rispondono a diverse concezioni politiche, filosofiche ed economiche dell'impresa, ma, in definitiva, emergono sulla base di scelte di diritto positivo decise dal legislatore. L'intreccio tra i piani appena menzionati non si coglie sempre agevolmente e, comunque, non permette una distinzione tassonomicamente impeccabile. Tuttavia, in via di prima approssimazione, si può affermare che la teoria contrattuale è espressione del filone politico-culturale liberale, per il quale la società per azioni è strumento dell'autonomia privata dei soci, titolari del diritto di proprietà e della libertà di iniziativa economica. La teoria istituzionale (o olistica), al contrario, è per lo più figlia di una concezione autoritaria dello Stato che crea l'istituzione, la quale, quindi, prescinde dagli interessi dei soci per esserne portatrice di uno autonomo. A sua volta,

([35]) Su cui, più diffusamente, si veda, *infra*, par. 4.
([36]) Su cui, più diffusamente, si veda, *infra*, par. 4.

la variante comunitaria della teoria istituzionale prende le mosse da un *input* socialista, con venature marxiste, che concepisce la società come comunione di interessi sociali, per tali intendendosi non soltanto quelli di coloro che apportano i capitali, ma delle altre componenti che partecipano a tale comunione (creditori, lavoratori, consumatori, fornitori etc.) (37).

Su questa apparente linearità dell'eziologia politico-ideologica delle diverse ricostruzioni dell'impresa si innestano le concezioni economiche che contribuiscono ad ingarbugliare l'intreccio tra matrici culturali (38).

---

(37) Più in dettaglio, si veda G. VISENTINI, *Principi di diritto commerciale*, Padova, 2006, pp. 197 ss.

(38) Occorre puntualizzare che oggetto di analisi è la sola impresa capitalistica e non anche l'impresa a finalità mutualistica.

Del primo tipo esistono due declinazioni: *a*) la c.d. impresa capitalistica classica, ove la proprietà del capitale ha il diritto di svolgere le funzioni manageriali decisionali e di controllo (*top management*). Le funzioni manageriali di natura più esecutiva (*decision management* e *monitoring*) nelle imprese di piccole dimensioni sono svolte direttamente dal titolare, mentre nelle imprese di capitalistiche di maggiori dimensioni (a controllo familiare) sono delegate a dipendenti (*managers*); b) la c.d. impresa manageriale, nella quale non esiste alcun soggetto economico che disponga di una quota del capitale proprio dell'impresa che gli attribuisce il controllo dell'impresa stessa, ossia la titolarità. Titolare dell'impresa, quindi, è il gruppo manageriale, ossia l'insieme dei *managers*, a livello superiore ed intermedio, delegato in questa funzione dall'insieme dei proprietari del capitale. I *managers*, tuttavia, non percepiscono come remunerazione il profitto, anche se talvolta partecipano alla ripartizione di una quota dello stesso. In questo (sotto)tipo di impresa, dunque, vi è separazione tra proprietà del capitale e titolarità.

L'alternativa all'impresa capitalistica è data da modelli istituzionali tra loro piuttosto diversi, ma aventi in comune la caratteristica di attribuire la titolarità non al capitale, ma al lavoro, o ai proprietari di altri *inputs* o ai consumatori. In particolare, le imprese in cui i titolari sono i lavoratori che ad essa offrono il proprio *input* di lavoro sono le c.d. cooperative di produzione: qui i lavoratori svolgono direttamente le funzioni manageriali (anche se i soci possono decidere di attribuirle a *managers*, lavoratori stipendiati non-soci). Alternativamente, nelle c.d. cooperative di consumo, la finalità è quella di produrre servizi di varia natura non per il mercato, ma per i soci della cooperativa, che sono i titolari dell'impresa.

Occorre altresì precisare che entrambe le categorie di imprese summenzionate (capitalistica e cooperativa), il cui scopo consiste nella produzione e distribuzione del profitto (*profit organizations*), si distinguono da un altro tipo di organizzazioni produttive, le *non-profit*, le quali, il più delle volte, svolgono attività senza scopo di lucro, ma la cui caratteristica primaria, in fin dei conti, è quella di non distribuire i profitti eventualmente prodotti.

Infatti, fino agli inizi degli anni Settanta del secolo scorso, la teoria dell'impresa si identificava essenzialmente con quella tradizionale-neoclassica, (sviluppata per lo più da Cournot e Marshall) (39). Tale teoria non si proponeva certamente di rappresentare, né da un punto di vista teorico né con pretese di realismo, l'impresa come organizzazione complessa: essa, infatti, è considerata un elemento di quella dei prezzi. In particolare, l'impresa neoclassica tradizionale può essere espressa in una funzione di produzione tecnica (40) scelta dall'imprenditore, appunto per produrre, al fine di ottenere il massimo profitto. L'imprenditore – si ipotizza – ha perfette informazioni su tutte le tecniche disponibili (nonché sul modo di applicarle) e sulle condizioni del mercato. Tuttavia, il limite di tale ricostruzione, al di là del suo limitato "realismo", consiste nel fatto che essa non spiega il perché dell'esistenza dell'impresa, ossia, in breve, quale ne sia la natura.

Nelle organizzazioni a scopo di lucro, il titolare ha diritto al reddito residuo, una volta pagati gli acquisti delle materie per la produzione e i servizi degli *inputs* (interessi e retribuzione dei dipendenti), ma risponde anche delle eventuali perdite. Tuttavia, nell'impresa capitalistica, il percettore di reddito è sempre il proprietario del capitale, sia egli il titolare dell'impresa o il proprietario di una quota di capitale che non gli attribuisce il diritto alla titolarità. Nell'impresa cooperativa (di produzione), invece, il profitto non reinvestito nell'impresa stessa è distribuito tra i soci cooperatori. Questi ultimi, essendo titolari, determinano anche la retribuzione di della loro attività di lavoro svolta nell'impresa stessa. In altri termini, profitto e salario sono forme alternative di retribuzione dei soci stessi.

(39) Tuttavia, negli anni Sessanta alla teoria neoclassica si aggiunse, in parte contrapponendosi, la teoria della grande impresa manageriale, che sviluppò le intuizioni del lavoro seminale di A.A. BERLE & G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1932.

(40) Tale funzione di produzione è $\mathbf{x} = f(\mathbf{y}_i)$, dove $\mathbf{x}$ = vettore degli *outputs* e $\mathbf{y}_i$ = vettore degli *inputs* tecnologici misurati in unità di efficienza. Inoltre, dal punto di vista formale, il problema organizzativo dell'impresa trova una sistemazione nel modello neoclassico-tradizionale introducendo nella funzione di produzione, accanto agli *inputs* utilizzati per fabbricare, quelli per organizzare. In altri termini si trasforma la funzione di produzione appena descritta in $\mathbf{x} = F(\mathbf{y}_i, \mathbf{y}_j)$, dove $\mathbf{y}_j$ sono gli *inputs* organizzativi, ossia le risorse per coordinare la produzione. Questa formulazione, utile dal punto di vista descrittivo, tuttavia non dice di per sé nulla sul contenuto dell'attività organizzativa e quindi sul perché l'impresa ha bisogno di organizzarsi per esistere.

La teoria economica più recente ha perciò affrontato più direttamente tale problema, sviluppando tre diversi tipi di interpretazione (41).

La prima concepisce l'impresa come l'istituzione cui fanno capo una serie di contratti (42) (tra l'imprenditore e i proprietari degli *inputs*, *in primis*, i lavoratori) (43), stipulati al fine di utilizzare una funzione di produzione "di squadra" (o "*team production function*") che consente livelli di efficienza superiori a quelle delle altre funzioni, singolarmente considerate (funzione di produzione "superadditiva"). D'altra parte, l'esistenza del titolare si giustifica con la necessità di controllare ("*monitoring*") il comportamento dei proprietari di *inputs* per poterli retribuire sulla base del loro effettivo contributo alla produzione (44). Ovviamente, però, il limite dimensionale dell'impresa sarà dato dal livello di equilibrio tra il vantaggio della *team production* e il costo del controllo.

(41) Occorre precisare che tutte le interpretazioni considerano l'impresa un tipo di *market failure*, che richiede un'organizzazione diversa dal mercato.

(42) A. ALCHIAN & H. DEMSETZ, *Production, Information Costs, and Economic Organization*, in *American Economic Review*, 1972, pp. 777 ss., M. JENSEN & W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, pp. 305 ss., E. FAMA, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in *Journal of Political Economy*, 1980, pp. 290 ss.

(43) Di natura analoga a quelli stipulati nelle transazioni di mercato, nei quali, cioè, i soggetti sono fungibili. Occorre ricordare che la teoria economica contemporanea parte dall'ipotesi che il mercato sia il modello organizzativo elementare o standard. Il mercato, tuttavia, regola soltanto un certo tipo di relazioni, quelle cioè che vincolano le parti in un dato istante, ma non comportano rapporti precedenti o successivi tra i soggetti rispetto al momento in cui l'operazione ha luogo; inoltre, sia l'oggetto scambiato che i soggetti che scambiano sono "fungibili", ossia sostituibili senza costo da altri oggetti e soggetti simili. L'impresa, al contrario, regola quelle relazioni che hanno natura più complessa, che danno luogo a rapporti "gerarchici", intendendo per tali quelli nei quali le parti che danno vita alla relazione instaurano tra loro legami di dipendenza reciproca di vario genere che si protraggono nel tempo, ma che hanno natura "specifica", ossia non sono sostituibili senza costo. Per tutti, si veda R. COASE, *The Nature of the Firm*, in *Economica*, 1937, p. 389 ss.

(44) Altrimenti, non sarebbe possibile sapere fino a che punto ogni singolo abbia effettivamente contribuito e compensarlo di conseguenza (natura di bene pubblico del prodotto di squadra) e, pertanto, sarebbe concreto il rischio di *free-riding* o di *shirking*.

Per la seconda impostazione – teoria "transazionale" dell'impresa, elaborata da Williamson (45) sulla base delle intuizioni di Coase (46) – l'impresa è (pur sempre) un insieme di contratti, ma di natura molto diversa da quelli di semplice scambio: essa, infatti, consente l'organizzazione di rapporti di "autorità", nascenti dall'esistenza di contratti incompleti. In altri termini, talvolta impiegare il meccanismo dei prezzi come strumento di organizzazione è costoso per cui è più conveniente il coordinamento effettuato dall'imprenditore. Qualora, infatti, le relazioni che si devono instaurare siano di lungo periodo (47), comportino investimenti

(45) O. WILLIAMSON, *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, New York, 1975, *ID.*, *The Economic Institution of Capitlism*, New York, 1985.

(46) R. COASE, *The Nature of the Firm*, cit., p. 389, secondo cui: "*Poiché gli economisti da un lato trattano il meccanismo dei prezzi come uno strumento di organizzazione, e dall'altro ammettono la funzione di coordinamento svolta dall'"imprenditore", è sicuramente importante indagare perché il coordinamento talvolta è frutto del meccanismo dei prezzi, e talaltra dell'imprenditore*".

(47) Il lungo periodo è caratterizzato dalla possibilità che l'azione che i soggetti devono eseguire per realizzare l'operazione abbia luogo in diverse condizioni e che nel tempo si offrano opportunità non previste inizialmente. Questo problema è risolvibile in tre modi. In base ad una prima soluzione – "*bargaining*" o contrattazione continua – la relazione di lungo periodo è suddivisa in contratti che si riferiscono a periodi più brevi, al termine dei quali i soggetti rinegoziano le condizioni contrattuali. Così facendo si minimizza il costo della stipulazione del contratto, dal momento che ne limita temporalmente il contenuto. I lati negativi di questa soluzione consistono, anzitutto, nel livello, spesso elevato, del costo della contrattazione, ivi includendovi non soltanto il costo della (potenziale) inefficienza paretiana, ma anche il costo dell'effetto *lock-in*, derivante dal fatto che le parti, al momento della contrattazione sostengono un costo specifico, ossia riferito all'esecuzione di quel contratto, che non è recuperabile; in secondo luogo, nell'incertezza che affligge le parti di un contratto di breve durata al momento di ogni successiva negoziazione. Un'alternativa alla contrattazione continua consiste nella stipulazione di contratti di lungo periodo completi. Ciò presuppone che le parti sappiano prevedere tutti i possibili accadimenti che si potrebbero verificare, attribuendo a ciascuno di essi una probabilità, e regolino di conseguenza il rispettivo comportamento negoziale. Questa soluzione non presenta i costi della precedente, ma comporta altri svantaggi. *In primis*, la definizione di tutti i contenuti del contratto è, alternativamente, impossibile o troppo costosa e, inoltre, la intrinseca rigidità del contratto aumenta il potenziale grado di contrasti e, quindi, di ricorso al contenzioso. La terza soluzione, infine, è rappresentata dal contratto di lungo periodo incompleto, redatto perché le parti non sono in grado di prevedere tutto ciò che avverrà. In questo caso, tuttavia, a qualcuno deve essere

specifici o, comunque, determinino un legame la cui risoluzione può risultare costosa ("*lock-in*"), l'impresa risulta un'alternativa più conveniente alla contrattazione continua ("*bargaining*"), ossia il meccanismo privilegiato di efficiente allocazione delle risorse nel contesto dell'organizzazione mercato, pur sempre guidato dai prezzi ([48]). Pertanto, ogni volta in cui il costo del c.d. "*lock-in*" è elevato, i proprietari degli *inputs* sono interessati a regolare il loro rapporto tramite contratti: di qui, lo scenario più realistico, in base al quale essi stipulano una serie di contratti incompleti, attribuendo ad un titolare il diritto di controllare e decidere in tutte le situazioni residue, non predeterminate (e forse non predeterminabili) per via negoziale.

Per la terza impostazione, infine, l'essenza dell'impresa risiederebbe non tanto nella idoneità produttiva in senso tecnico, quella cioè di fabbricare, quanto piuttosto nella sua capacità di accumulare conoscenza, che le consente di scegliere le tecniche produttive e organizzative nonché i comportamenti più adatti ad affrontare le situazioni nuove che si creano. All'interno di tale categoria, tuttavia, si racchiudono teorie tra loro molto eterogenee dal punto di vista analitico: alcune nascono come critica al modello d'impresa neoclassico e hanno come riferimento culturale la teoria della razionalità limitata di Simon ([49]), mentre altre nascono all'interno della teoria dei contratti. Di conseguenza, la natura di un'impresa sarebbe data dalle sue conoscenze tecnologiche e di mercato: l'estensione della conoscenza, associata alla capacità di utilizzarla efficientemente, determinerebbe, quindi, la dimensione dell'impresa ([50]).

---

attribuita l'autorità di decidere nei casi non previsti contrattualmente (tanto una delle parti del rapporto, quanto un'autorità eteronoma in grado di imporre una determinata decisione.

([48]) In effetti, la situazione appena descritta non era stata prevista nel modello dell'impresa come *team*, rappresentandone, di fatto, il limite principale.

([49]) H. SIMON, *Administrative Behavior*, New York, 1957 (trad. it. *Il comportamento amministrativo*, Bologna 1967).

([50]) Come detto questa categoria racchiude teorie eterogenee tra loro. Secondo una prima idea (A. NELSON & S. WINTER, *An Economic Theory of Economic Change*, Cambridge, 1982), l'impresa è conoscenza – o memoria – organizzativa, ossia capacità di rispondere automaticamente seguendo delle *routines* – o procedure prefissate – di fronte a segnali che pervengono dal mercato o sono generati all'interno dell'impresa stessa. L'esperienza accumulata indicherà

Alla luce delle predette teorie dell'impresa – che condividono la medesima matrice culturale, quella americana – il dibattito sulla qualificazione della società in termini contrattuali, istituzionali o "comunitari" risulta fortemente condizionato, in virtù del congiunto operare di una pluralità di concause: esportazione del modello culturale statunitense in tutto il mondo dopo la seconda guerra mondiale; primato del modello politico statunitense dopo il fallimento dei regimi socialisti; ipostatizzazione di un'idea di mercato basata su condizioni transeunti di quello americano – in particolare quello degli anni Ottanta – ma che offrivano evidenza empirica, e – forse

---

quali situazioni dovranno essere affrontate abitualmente. Le modalità di comportamento in queste circostanze sono regolate da automatismi decisionali: ciò significa che ogni membro dell'organizzazione ha la capacità di interpretare il flusso dei messaggi informativi che provengono sia dall'interno dell'organizzazione sia dall'ambiente esterno e sa comportarsi di conseguenza utilizzando appropriate procedure. Più in generale, l'impresa definisce condizioni e regole di ordinaria amministrazione che non richiedono ad ogni livello decisionale un coinvolgimento di altri livelli decisionali.
Un secondo tipo di conoscenza accumulata dall'impresa attraverso il processo di apprendimento riguarda il "saper fare" qualcosa (su cui vedasi, tra gli altri, F. MALERBA, *Apprendimento, innovazioni e capacità tecnologiche*, in *Economia e Politica Industriale*, 1988, pp. 89 ss). Le risorse umane utilizzate da un'impresa in genere non sono specializzate in modo rigido in una particolare produzione o attività. Vi è tuttavia un limite all'estensione in cui questa conoscenza è utilizzata. La nuova conoscenza, tecnologica o di altra natura, si sviluppa secondo una traiettoria che solo occasionalmente conosce rotture profonde. Finché la sostituzione del titolare originario non introduce eventualmente nuove capacità di apprendere in nuove direzioni, l'impresa riuscirà a migliorare l'efficienza produttiva, ma non quella di vendita. Il capitale conoscitivo, cresciuto attraverso il processo di apprendimento, consente di estendere il campo di azione di un'impresa, ma questa stessa capacità impone dei limiti all'estensione dell'impresa.
Infine, un'importante dimensione dell'impresa è la "reputazione" accumulata nel tempo, che costituisce un'attività intangibile molto utile nello svolgimento delle operazioni, quando si verificano eventi imprevisti (su cui, più diffusamente, J. CREMER, *Cooperation in Ongoing Organizations*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1986, pp. 33 ss.). A questo riguardo la teoria dei contratti incompleti afferma che nella contrattazione la reputazione offre un'implicita promessa di un corretto e ragionevole comportamento quando si realizzino eventi non previsti nei contratti. Tanto maggiore è la fiducia dei *partners* nella capacità e nella volontà di un'impresa di dare contenuto ai vuoti che si generano nell'inevitabile incompletezza dei contratti, tanto minori sono i costi di transazione. Una buona reputazione ha quindi un valore strategico per un'impresa.

surrettiziamente – conferma della tenuta teorica, alle dottrine economiche; predominio del metodo di indagine (gius)economica dei fenomeni giuridici.

In questo scenario, stante il comune orizzonte gnoseologico di tali teorie economiche, che assume la società per azioni nella sua fisiologia capitalistica, quale cioè veicolo per la raccolta dei capitali in mercati efficienti e perfetti dal punto di vista informativo, l'idea contrattuale diventa dominante, pur se talvolta degenera nella sua forma più radicale, o *contractarian*. Paradossalmente, però, le stesse *theories of the firm* legittimano anche un'altra teoria della società, assiologicamente equipollente alla prima, ossia quella *communitarian* o *stakeholder*. Se, infatti, la società (*rectius*: l'impresa) è concepita come fascio di contratti ("*nexus of contracts*") con coloro che a vario titolo contribuiscono ad intrattenere con la stessa relazioni negoziali, è giocoforza riconoscere alle istanze di protezione di tutte le controparti contrattuali uguale dignità. Di riflesso, quindi, la *communitarian theory* rimette alla discrezionalità o, impiegando un lessico economico, all'"autorità" dei *managers* la mediazione tra interessi divergenti e, in ultima istanza, la tutela di quelli degli *stakeholders*, così che, in assenza dei meccanismi di ingerenza nella gestione (*à la Mitbestimmung* per fare un esempio) o di strumenti efficaci di *accountability* manageriale, tipici di altri ordinamenti, essa rende di fatto la c.d. "*directors primacy*" nient'altro che la declinazione statunitense della teoria istituzionale di origine tedesca.

Il dibattito in entrambi gli ordinamenti di riferimento è, tuttavia, risalente. In Italia, già Pescatore nel 1879 scriveva che: "*Dei due principi, uno opposto all'altro, che si contendono il regolamento delle società per azioni. - Primo principio: anche le società per azioni, come tutte le altre specie di società, civili o commerciali, sono un contratto di diritto privato: la libertà delle convenzioni e il libero esercizio di qualunque diritto di proprietà legalmente acquistato forniscono le regole, quella per la costituzione, questo per il regolamento nell'amministrazione della società per azioni. - Secondo principio (opposto al primo): le società per azioni sono istituti di diritto pubblico; i loro promotori esercitano una funzione sociale, soggetta ai vincoli delle funzioni sociali, e quando sono costituite, la loro amministrazione è governo*

di cosa pubblica, da sottoporsi alle guarentigie, che ai governi della cosa pubblica si addicono" (51).

Come già detto, l'una o l'altra opzione ideologica si riflettono nelle scelte di diritto positivo decise dal legislatore e condizionate inevitabilmente dal contesto storico-politico nel quale il progetto legislativo viene ad esistenza. Così accadde che la sequenza codice di commercio (1882)-codice civile (1942) fu decisamente influenzata del confronto tra i sostenitori della teoria contrattuale e della teoria istituzionale. Il *corpus* normativo del 1882, infatti, viene ritenuto l'apogeo del liberalismo economico e conclude un percorso che, a partire dalle grandi codificazioni europee della prima metà del XIX secolo, individua nella teoria dello Stato e nella tradizione mercantile precedente i due referenti culturali cui la legislazione tardo-ottocentesca attinge a piene mani.

Le codificazioni del 1800 nell'Europa continentale, infatti, istituzionalizzavano il ruolo e le funzioni dei vari organi della società e statuivano il principio di sovranità dell'assemblea. Da un lato, esse si ispiravano al modello delle compagnie inglesi del XVII secolo, ma, dall'altro lato, riproducevano la divisione dei poteri propria dell'organizzazione statale democratica. La società anonima veniva, pertanto, concepita come una "*repubblica democratica in miniatura*", una "*vera repubblica elettiva*" in cui il potere legislativo era affidato all'assemblea dei soci che (detenendo il potere supremo) prendevano le decisioni più importanti per la vita della società, mentre il potere esecutivo veniva affidato – previa delega di autorità da parte dell'organo sovrano, nella forma del mandato – al consiglio di amministrazione. Anzi, "*la democrazia parlamentare veniva abilmente in soccorso del capitalismo, teorizzando lo spirito d'uguaglianza e quest'idea politica si traduceva, da un punto di vista giuridico, nel principio fondamentale che la società nascesse da contratto, a sottolineare l'autonomia della volontà e degli azionisti quali contraenti, padroni della loro stipulazione e quindi proprietari dell'impresa. Pertanto, il regime democratico imponeva la concezione contrattuale: la società anonima dipendeva interamente dalla volontà sovrana degli azionisti ed incarnava*

(51) M. PESCATORE, *Filosofia e dottrine giuridiche*, Roma, 1879, vol. II, pp. 24 ss. Nello sforzo di contemperare gli opposti, egli comunque riteneva che le società per azioni non fossero né mero contratto né ente pubblico, bensì un "*affare privato, ma di ragione pubblica*".

giuridicamente il tipo perfetto di democrazia con governo popolare" (52).

Al contrario, il codice civile del 1942 è fortemente ispirato alla nuova ideologia fascista e all'ordinamento corporativo, sancendo il distacco dal liberalismo economico tipico del previgente codice di commercio (ormai incorporato nel nuovo codice). Stavolta, invece, il referente culturale oltre confine era la legge tedesca del 1937: essa ripudiava il principio della sovranità assembleare per accogliere, invece, le idee elaborate da Rathenau nel 1917, secondo cui l'esercizio dell'impresa doveva essere affidato ad un organo amministrativo che fosse il più possibile indipendente dai soci e perciò in grado di valutare autonomamente le esigenze dell'impresa stessa. Pertanto, il regime nazionalsocialista fece proprie queste idee e sancì la posizione preminente del *Vorstand* (espressione del *Führerprinzip*), giungendo ad "*un radicale rovesciamento della concezione contrattualistica della società per azioni per segnare il definitivo trionfo della teoria organica di Gierke e sostenere la supremazia dell'interesse dell'impresa in sé («Unternehmen an sich») su qualunque altro, subordinando ad esso gli interessi degli stessi soci*" (53).

---

(52) S. BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea di S.P.A. nella* Corporate Governance, Padova, 2012, p. 32, nt. 71. Tra gli autori italiani si vedano T. ASCARELLI, *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1951, pp. 1149 ss., *ID.*, *Principi e problemi delle società anonime*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, pp. 3 ss., *ID.*, *Considerazioni in tema di società e personalità giuridica*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, I, pp. 252 ss., *ID.*, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 17, E. BROGLIO, *Difesa della società per azioni (1843)*, in *Riv. soc.*, 1969, p. 913, F. GALGANO, *La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza*, Bologna, 2007, pp. 151 ss., A. MIGNOLI, *Idee e problemi nell'evoluzione della «company» inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, p. 637, M. PESCATORE, *Filosofia e dottrine giuridiche*, cit., pp. 43 ss., C. VIVANTE, *I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, p. 429. Tra gli autori stranieri si vedano, G. RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme*, Paris, 1946, p. 93 ss., W. SOMBART, *L'apogée du capitalisme*, Paris, 1932, v. II, p. 239, R.T. TROPLONG, *Commentario del contratto di società in materia civile e commerciale*, Napoli, 1845, vol. I, pp. 451 ss., P. VIGREUX, *Les droits des actionnaires dans les sociétés anonymes. Théorie et réalité*, Paris, 1953, pp. 21 ss.

(53) S. BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea di S.P.A. nella* Corporate Governance, cit., pp. 2-3, nt. 1. Si vedano inoltre, P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Milano, 1975, pp. 22 ss., F. GALGANO, *Diritto commerciale. Le*

Negli USA, con maggiori o minori fortune per l'una o l'altra ricostruzione e in modo più o meno latente, si sono da sempre confrontate la c.d. "*property conception*" (o "*contract model*") e la c.d. "*social entity conception*" (o "*institutionalist*" o "*managerialist model*") (54).

---

società, Bologna, 2004, pp. 150 ss., A. MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *La società per azioni. Problemi, letture, testimonianze*, Milano, 2002, v. I, p. 82, A. PADOA SCHIOPPA, *Disciplina legislativa e progetti di riforma delle società per azioni in Italia (1862-1942)*, in *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano, 1992, pp. 202 ss., N. RONDINONE, *Storia inedita della codificazione civile*, Milano, 2003, pp. 182 ss.

La ricostruzione della nozione di "interesse sociale", strumentale alla contrapposizione tra "contrattualismo" e "istituzionalismo", è stata oggetto di ampia analisi da parte della dottrina italiana. In aggiunta agli scritti degli autori appena menzionati, si vedano anche T. ASCARELLI, *L'interesse sociale dell'art. 2441 c.c.*, in *Riv. soc.*, 1956, pp. 93 ss., A. ASQUINI, *I battelli del Reno*, *ibid.*, 1959, pp. 625 ss. (e in *Scritti*, III, Padova, 1961, pp. 221 ss.), G. COTTINO, *Contrattualismo ed istituzionalismo (Variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppo)*, *ibid.*, 2005, pp. 693 ss., F. D'ALESSANDRO, *Il diritto delle società da i «battelli del Reno» alle «navi vichinghe»*, in *Foro it.*, 1988, V, c. 48, A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'assemblea delle società per azioni*, Milano, 1987, pp. 231 ss., P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964, *ID.*, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'ani dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I pp. 795 ss., L. MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria del conflitto di interesse nelle deliberazioni di assemblea delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, pp. 445 ss., A. MIGNOLI, *L'interesse sociale*, *ibid.*, 1958, pp. 725 ss., G. MINERVINI, *Sulla tutela dell'«interesse sociale» nella disciplina delle delibere assembleari e di consiglio*, in *Riv. dir. civ.*, 1956, pp. 332 ss., L. MOSSA, *Trattato del nuovo diritto commerciale*, IV, *Società per azioni*, Padova, 1957, pp. 68 ss., D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in G.E. COLOMBO & G.B. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1993, 3, II, pp. 9 ss., G. OPPO, *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, pp. 484 ss., G. ROSSI & A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 1 ss., P. SPADA, *L'amministrazione delle società per azioni tra interesse sociale e interesse di gruppo*, in *Riv. dir. civ.*, 1989, I, pp. 233 ss.

(54) Secondo la definizione di W.T. ALLEN, *Our Schizofrenic Conception of The Business Corporation*, 14 *Cardozo L. Rev.* 261, 264 (1992-1993). Particolarmente significativo, al riguardo, è il confronto sulle pagine della *Harvard Law Review* nel 1932 tra Berle – che sosteneva la tesi "contrattuale", affermando che "*all powers granted to a corporation or to the management of a corporation …* [are] *at all times exercisable only for the ratable benefit of all the shareholders …*" – e Dodd – che sosteneva la tesi "istituzionale", ossia "*a view of the business corporation as an economic institution which has a social service as well as a profit-making function*" – circa la natura della

La prima si diffonde a partire dalla metà del XIX secolo, quando ancora le società venivano costituite per volontà legislativa, mediante legge speciale che autorizzava l'ente al perseguimento di finalità passate al vaglio ed approvate dal legislatore. Pertanto, esse erano concepite come una creazione dello Stato per permettere l'associazione tra privati a scopo di lucro. In tal caso, il centro nevralgico era rappresentato dagli individui (soci) che davano vita alla società. Era talmente flebile il velo societario che addirittura i soci non godevano della protezione della responsabilità limitata o, quantomeno, non nella stessa misura delle moderne società per azioni. Le decisioni sociali, specie le più importanti, richiedevano l'unanimità degli azionisti. Gli amministratori, eletti dai soci, erano essenzialmente *agent* di questi ultimi e nei loro confronti erano tenuti al rispetto dei doveri fiduciari (55). In altri termini, la società apparteneva (o era di proprietà, *property* appunto) degli azionisti.

La seconda concezione si sviluppa alla fine del XIX secolo per un triplice ordine di ragioni: perché, all'indomani della Rivoluzione Industriale, emergono forze sociali che contrastano l'idea che la società appartenga esclusivamente agli apportatori di capitali; perché l'estrema liquidità del mercato mobiliare americano permette, da un lato, un sempre più marcato anonimato dell'investimento e, di conseguenza, una progressiva polverizzazione della compagine azionaria e, dall'altro, l'accumulo di ingenti capitali da parte di società dalle dimensioni via via crescenti, così da rendere sempre più

---

società. Si vedano A.A. BERLE Jr., *Corporate Powers as Powers in Trust*, 44 *Harv. L. Rev.* 1049, 1074 (1932), E.M. DODD Jr., *For Whom Are Our Corporate Managers Trustees*?, 45 *Harv. L. Rev.* 1145, 1163 (1932).

(55) W.W. BRATTON Jr., *The New Economic Theory of The Firm: Critical Perspectives from History*, 41 *Stan. L. Rev.* 1471 (1989), J.C. COATES IV, *State Takeover Statutes and Corporate Theory: The Revival of an Old Debate*, 64 *N.Y.U. L. Rev.* 806 (1989), E.M. DODD Jr., *The Evolution of Limited Liability in American Industry: Massachusetts*, 61 *Harv. L. Rev.* 1351, 1361-1366 (1948), M.J. HORWITZ, Santa Clara *Revisited: The Development of Corporate Theory*, 88 *W. Va. L. Rev.* 173, 174-202 (1985), H. HOVENKAMP, *Enterprise and American Law 1836-1937* (1991), 42-43, L. JOHNSON, *The Delaware Judiciary and the Meaning of Corporate Life and Corporate Law*, 68 *Tex. L. Rev.* 865 (1990), D. MILTON, *Theories of the Corporation*, 1990 *Duke L. J.* 201 (1990). In giurisprudenza, per tutte, vedasi *Dodge v. Ford Motor Co.*, 170 N.W. 668 (Mich. 1919).

evanescente il connotato personalistico che caratterizzava le prime *corporation*; infine, perché si assiste alla (ri)scoperta della filosofia giuridica tedesca da parte della dottrina statunitense che ha come risvolto, tra l'altro, anche il recepimento delle istanze istituzionalistiche della giuscommercialistica continentale ([56]). In altri termini, la società cessa di essere solamente un fatto tra privati, ma, considerato che essa viene ad esistenza grazie al contributo decisivo del potere pubblico, quest'ultimo ne permette la costituzione e l'acquisizione dei tratti fondamentali – personalità giuridica e responsabilità limitata – soltanto in vista del perseguimento di un fine pubblico, ossia – per utilizzare termini propri dell'economia del benessere – accrescere il *welfare* aggregato, generale. Ovviamente, agli apportatori di capitali (soci, ma anche creditori) deve essere assicurata la redditività del proprio investimento, così da indurli a mantenere il proprio impegno finanziario nell'impresa; al contempo, però, la soddisfazione dei clienti, la garanzia di efficaci politiche occupazionali, il contributo imprenditoriale al territorio e alla comunità ivi operante sono finalità cui la società deve riconoscere uguale dignità. Il compito di mediare tra gli interessi (potenzialmente) confliggenti delle varie *constituencies* spetta agli amministratori, i quali non sono più, pertanto, soltanto *agent* dei soci, ma lo sono, semmai, della *corporation* nel suo complesso.

3. La apparente differente eziologia della categoria fiduciaria, come applicata agli amministratori di società di capitali, negli ordinamenti di riferimento

3.1. Italia: dagli amministratori-mandatari degli azionisti agli amministratori-organi della società

Il codice di commercio napoleonico del 1807 conteneva, negli artt. 29 ss., la prima disciplina sulle

([56]) J. DEWEY, *The Historic Background of Corporate Legal Personality*, 35 *Yale L.J.* 655 (1926), R.E. FREEDMAN & W.M. EVAN, *Corporate Governance: A Stakeholder Interpretation*, 19 *J. Behavioral Econ.* 337 (1990), P.A. FRENCH, *The Corporation as a Moral Person*, 16 *Am. Philo. Q.* 207, 211-215 (1979), E. FREUND, *The Legal Nature of Corporations* (1897), H.J. LASKI, *The Personality of the Associations*, 29 *Harv. L. Rev.* 404 (1916), M. RADIN, *The Endless Problem of Corporate Personality*, 32 *Colum. L. Rev.* 643 (1932), P. VINOGRADOFF, *Juridical Persons*, 24 *Colum. L. Rev.* 594 (1924).

società per azioni, definite "*anonime*". Il codice, tradotto in italiano, fu esteso al Regno d'Italia con decreto 17 luglio 1808 e, per i profili che qui più interessano, recitava: "*La società ... è amministrata da* mandatari *temporanei, revocabili, associati o non associati, stipendiati o gratuiti, i quali non hanno altra responsabilità che quella dell'esecuzione del mandato che hanno ricevuto; non contraggono per motivo della loro amministrazione alcun obbligo personale né solidale, relativamente agli impegni della società*".

Nello stesso senso si esprimeva il Codice del Commercio del Regno di Sardegna del 1842 – che "*era la riproduzione quasi letterale*" (57) del Codice del 1808 – e, di conseguenza, anche il Codice di Commercio del 1865 (art. 129), che estendeva, con qualche modifica, il Codice sardo all'intero territorio post-unitario. Ancora, vigente il Codice di Commercio del 1882, gli amministratori erano qualificati come "*mandatari*" della società (art. 121). Ciò, del resto, comportava che essi potessero compiere soltanto le operazioni espressamente previste nell'atto costitutivo (art. 122) e che il loro potere fosse limitato dalle istruzioni, vincolanti, del mandante, ossia dei soci riuniti in assemblea. Invero, la dottrina e la giurisprudenza, pur non mettendo in discussione la qualifica di mandatari attribuita agli amministratori, ne aveva accentuato il ruolo ed i poteri. Pertanto, il Codice del 1942 non soltanto abbandonò questa qualifica, ma anzi, nel ripartire la competenza gestoria tra assemblea e amministratori, attribuiva ai secondi una competenza originaria ed esclusiva, relativa a tutti gli atti rientranti nell'oggetto sociale (58), mentre alla prima era riservata una competenza residuale, negli esigui spazi lasciati dall'art. 2364, comma primo, n. 4 (vecchio testo) (59). Tuttavia, quale retaggio dell'antica impronta ottocentesca residuava il parametro alla cui stregua valutare la diligenza dell'amministratore di s.p.a., ossia lo standard ancorato alla diligenza del "*mandatario*" (art. 2392, vecchio testo).

(57) A. ACQUARONE, *L'unificazione legislativa e i codici del 1865*, Milano, 1960, p. 64.

(58) Con le limitazioni, previste dall'art. 2384, comma 1, c.c., secondo il quale "*gli amministratori che hanno la rappresentanza della società possono compiere tutti gli atti che rientrano nell'oggetto sociale, salvo le limitazioni che risultano dalla legge o dall'atto costitutivo*".

(59) Che permetteva le deliberazioni assembleari su determinati atti che lo statuto avesse riservato all'assemblea o su specifici atti che gli amministratori sottoponessero all'assemblea medesima.

Secondo la dottrina prevalente, la natura del rapporto che legava gli amministratori alla società non era qualificabile come rapporto di mandato. Tuttavia, sempre la dottrina prevalente aveva concluso che si potesse ravvisare un'assimilabilità, quantomeno a determinati effetti, del rapporto di amministrazione a quello di mandato (60). Anzi, si riteneva che, sussistendo la *eadem ratio*, ossia lo svolgimento delle mansioni nell'esclusivo interesse altrui, si potesse integrare la disciplina legale (tipizzata) del rapporto amministratori-soci mediante applicazione analogica delle norme relative ai mandatari (61).

Infine, soltanto con la riforma del 2003 – che codifica l'indirizzo dottrinale e giurisprudenziale ormai consolidato – si è eliminato definitivamente qualsivoglia riferimento testuale alla figura del mandatario a proposito degli amministratori.

L'*excursus* storico-legislativo appena menzionato riflette l'evoluzione del capitalismo italiano (e, come si vedrà, probabilmente moderno) da una prima fase in cui il potere degli amministratori trovava origine diretta nella delega di poteri da parte dell'assemblea – quale organo sovrano, depositario al contempo del capitale e della facoltà di gestione dello stesso – ad una fase più evoluta in cui il potere decisionale del *management* ha ricavato crescenti margini di autonomia in virtù di una maggiore complessità dell'attività manageriale e della conseguente valorizzazione di professionalità e competenze specifiche (62). In un primo momento, infatti, era prevalente la

(60) G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, II, Torino, 2002, p. 343, P. CECCHI, *Gli amministratori di società di capitali*, Milano, 1999, p. 10, F. DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1995, p. 478, F. FERRARA Jr. & F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1996, p. 549, G. GUIZZI, *Gli amministratori di società di capitali*, in R. ALESSI & M. RESCIGNO (a cura di), *Diritto delle società*, Milano, 1998, p. 516, P.G. JAEGER & F. DENOZZA, *Appunti di diritto commerciale, impresa e società*, Milano, 1994, p. 379, G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, p. 70, R. WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974, p. 71 ss.

(61) G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, cit., p. 344, F. FERRARA Jr. & F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, cit., p. 550.

(62) A. DE NICOLA, *Sub art. 2380-bis*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, p. 82. Per una rassegna storica e comparata dei rapporti tra assemblea e amministratori si vedano P. ABBADESSA, *La società per azioni fra passato e futuro: l'assemblea*,

configurazione della persona giuridica secondo la dottrina della finzione: in quanto creatura del diritto, in quanto finzione appunto, la società non era capace di agire. Essa si serviva pertanto di rappresentanti incaricati secondo le regole di diritto comune del mandato (63). Il progressivo distacco dalla realtà sociale e legislativa dell'Ottocento, tuttavia, consolida l'affermazione della teoria della realtà e del suo riflesso endosocietario – la dottrina dell'immedesimazione organica – che postula la piena autonomia tra gli organi della società, ossia gli "*uffici tra i quali è ripartito il potere sovrano della persona giuridica*", mediante i quali essa esercita la propria capacità (generale, una volta che la si equipara pienamente alle persone fisiche) (64).

A livello normativo, come detto, tale evoluzione ha coinciso con un crescente spostamento delle prerogative e dei poteri di amministrazione dall'assemblea agli amministratori (65). Infatti, vigente il codice di commercio del 1882, gli amministratori erano definiti ed agivano quali mandatari della società, il che rappresentava la precisa traduzione in termini giuridici dei limiti imposti alla loro autonomia e della sostanziale sovranità dell'assemblea. Con il codice del 1942, invece, si recepiscono le risultanze di un processo evolutivo delle società, diretto a concentrare in capo all'organo amministrativo il potere gestionale, allo stesso tempo ridimensionando le prerogative dell'assemblea e dei soci e consentendo agli amministratori di operare in sostanziale autonomia (66).

Ciò tuttavia non esclude del tutto una certa rilevanza alla figura del mandato: infatti, il problema del legislatore è – in assenza di una categoria generale del diritto qualificabile come "rapporto fiduciario" – quello di rendere efficace il vincolo che astringe l'amministratore a perseguire esclusivamente l'interesse economico dei soci,

---

in AA.VV., *La riforma delle società per azioni non quotate*, Milano, 2000, pp. 61 ss., F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, Padova, 2003, pp. 33 ss., R. LENER, *L'assemblea nelle società di capitali*, in R. LENER & A. TUCCI (a cura di), *Le società di capitali*, Torino, 2000, pp. 1 ss.

(63) G. VISENTINI, *L'evoluzione della legislazione sulle società per azioni e la recente riforma*, in *ID.*, *Diritto Commerciale. La società per azioni*, vol. III, Padova, 2012, p. 40.

(64) *Ibidem*.

(65) A. DE NICOLA, *Sub art. 2380-bis*, cit., p. 83.

(66) P. CECCHI, *Gli amministratori di società di capitali*, cit., p. 5.

secondo meccanismi di diritto privato; cioè secondo meccanismi che, in definitiva, affidano ai soli soci, forniti di idonei rimedi, il giudizio sulla convenienza della gestione. Pertanto, anche se, come già chiarito, il rapporto tra assemblea e amministratori non è tecnicamente riconducibile al mandato, di tale ultimo istituto esso riproduce il carattere fiduciario. In altri termini, "*nell'organizzazione della personalità giuridica gli amministratori rispetto all'assemblea sono organo indipendente quanto alle competenze, dipendente quanto al rapporto fiduciario, che deve permanere*" (67).

3.2. Stati Uniti: gli amministratori quali "*agents*" degli azionisti. Origini storiche e perimetro delle *fiduciary relationships*

Secondo gli orientamenti ormai prevalenti nell'ordinamento americano, il ruolo degli amministratori di società è essenzialmente quello che li lega, nella veste di *agent*, ai soci. Sebbene il concetto di *agency*, come maturato in *common law* – e, come peraltro si avrà modo di vedere, ibridato dalla teoria giuseconomica – sia difficilmente inquadrabile entro categorie proprie del *civil law*, tuttavia esso esprime un'esigenza comune dei traffici commerciali in tutte le esperienze occidentali. Pertanto, secondo tecniche giuscomparatistiche ormai ampiamente collaudate (ossia la dissociazione tra regola operativa e concezione generale) (68), è ben possibile cogliere omologie operative e congruenze funzionali tra *agency* e mandato, anche laddove la divaricazione di concezione giuridica e di *humus* culturale (nel cui ambito i due istituti sono nati) sia di grado estremo. Infatti, secondo una generale definizione (da valutare pur sempre in considerazione della tradizionale ritrosia anglosassone verso le categorizzazioni prescrittive o dogmatiche), per *agency* si intende un rapporto che lega due soggetti, uno dei quali (*principal*) acconsente a che l'altro lo rappresenti o agisca per suo conto e sotto il suo controllo, e l'altro (*agent*), di converso, acconsente a rappresentare il primo o ad agire per il di lui conto e sotto il di lui controllo (69). *Agent*

(67) G. VISENTINI, *L'evoluzione della legislazione sulle società per azioni e la recente riforma*, cit., p. 45.
(68) A. GAMBARO, *Problemi in materia di riconoscimento degli effetti dei* trusts *nei paesi di* civil law, in *Riv. dir. civ.*, 1984, I, p. 94.
(69) In questi termini si esprime il *Restatement (2nd) on Agency*, § 1, St. Paul, 1958: *Agency is the fiduciary relation which results from the*

designa, in definitiva, l'intermediario che ha il potere (*authority*) di decidere e stabilire rapporti giuridici tra il *principal* ed un terzo.

Per comprendere il carattere fiduciario del rapporto che lega gli amministratori e gli azionisti di società di capitali, occorre ricordare che è cosa nota, da tempo, sia presso la dottrina anglo-americana (70) sia presso quella italiana (71), il fatto che per trattare correttamente di *agency* si debba far ricorso alla categoria del c.d. *fiduciary law*, rappresentando l'*agency* uno dei pilastri fondamentali, insieme al *trust*, della macrocategoria delle *fiduciary relationship*. E' altresì cosa nota che il sistema giuridico statunitense abbia un grosso debito gnoseologico nei confronti del proprio ascendente, il diritto inglese, nel senso che gran parte delle categorie concettuali furono originariamente mutuate dall'altro sistema, molto più antico e, quindi, molto più attrezzato culturalmente.

---

manifestation of consent by one person to another that the other shall act on his behalf and subject to his control, and consent by the other to so act.

(70) In proposito si vedano, tra gli altri, R. COOTER & B.J. FREEDMAN, *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences*, in 66 *NYU L. Rev.*, 1045, 1075 (1991), comparsa anche, in versione simile ma riadattata, in R. PARDOLESI & R. VAN DEN BERGH (eds.), *Law and Economics: some further insights. Papers presented at the 7th Eale Conference, Rome, September 3-5, 1990*, Milano, 1990, pp. 17-50, F.H. EASTERBROOK & D.R. FISCHEL, *Contract and Fiduciary Duty*, 36 *J. of Law and Econ.* 425, 446 (1993), T. FRANKEL, *Fiduciary Law*, 71 *Cal. L. Rev.* 795, 836 (1983), F.S. SEALY, *Fiduciary Relationships*, 69 *Cambridge L. J.* 69, 81 (1962), *ID.*, *Some Principles of Fiduciary Obligations*, 119 *Cambridge L. J.* 119, 140 (1963).

(71) In proposito si vedano, tra gli altri, S. CAMMARATA, *I principi fondamentali dei Fiduciary Duties*, in E. RUGGIERO (a cura di), *Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto*, Roma, 2003, pp. 283-325, *EAD.*, *Il dovere di diligenza dell'amministratore secondo il diritto statunitense*, in V. ALFERNI & G. VISINTINI (a cura di), *Principi civilistici nella riforma del diritto societario: atti del convegno, Imperia, 26-27 settembre 2003*, Torino, 2004, pp. 315-318, C. GRASSETTI, *Trust Anglosassone. Proprietà fiduciaria e negozio fiduciario*, in *Riv. dir. comm.*, 1936, I-II, pp. 548-553, M. GRAZIADEI, *Agency*, voce in *Digesto, Discipline Privatistiche, Sezione Commerciale*, I, pp. 31-40, *ID.*, *Trusts nel diritto anglo-americano*, *ibid.*, XVI, pp. 256-266, M. LUPOI, *Agency*, voce in *Enciclopedia Giuridica*, I, pp. 1-4, *ID.*, *Trusts, I) Profili generali e diritto straniero*, *ibid.*, XXXI, pp.1-15, *ID.*, *Trusts, II) Convenzione dell'Aja e diritto italiano*, *ibid.*, XXXI, pp. 1-12, F. SARTORI, *Il modello economico dell'agency e il diritto: prime riflessioni*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2001, IV, pp. 607-661.

E' pacifico, pertanto, che questa branca autonoma del diritto di *common law* – il *fiduciary law* – affondi le proprie radici in una delle aree di competenza della giurisdizione di *equity* inglese, tra cui espressamente era compresa la violazione della "fiducia" (*breach of confidence*) (72). La parola "fiducia", tuttavia, nella sua versione inglese "*confidence*", assumeva all'epoca un significato generico ed atecnico: ad essa si accompagnava, però, un costante orientamento della *Court of Chancery* inglese, secondo il quale "*if confidence is reposed, and that confidence is abused, a court of equity shall give relief*" (73).

Mentre in origine i termini "*trust*" e "*confidence*" potevano essere considerati fungibili, dato l'elevato grado di discrezionalità a disposizione delle corti di *equity*, man mano che ai principi generici si sostituivano precise figure giuridiche, il lessico precedente – per lo più descrittivo – non risultò più adeguato e ad esso subentrò un vocabolario giuridico più puntuale. In particolare, una volta che il lemma "*trust*" cominciò a designare tecnicamente un istituto giuridico determinato, a parte un fisiologico periodo di incertezza (74), si procedette a riqualificare tutti gli ambiti precedentemente coperti da "*trust*", definendoli "*fiduciary*" (75). Questo nuovo vocabolo, che ha un'evidente matrice latina essendo indubbia la sua origine dalla parola "*fides*", non possedeva ancora, però, una latitudine definitoria precisa, posto che esso includeva sia i *trustees* veri e propri sia una serie di altri soggetti, quali gli amministratori di società, i gestori di beni altrui, i tutori, i genitori, gli avvocati e numerose altre figure di rappresentanza: in tutti i casi si trattava di soggetti che "*avevano a disposizione*" un bene o un diritto da "*utilizzare*" nell'interesse di altri soggetti.

---

(72) Le tre tradizionali aree di competenza dei giudici di *equity* erano: *fraud*, *accident* e *breach of confidence*.

(73) Così si esprimeva Lord Thurlow nel caso *Gartside v. Isherwood* (1788) 1 Bro.C.C. 559, 560.

(74) Si fece ricorso a definizioni ibride quali "*quasi-trust*" oppure "*per certi aspetti*" (*in some respects*) oppure ancora "*per limitati effetti*" (*for limited purposes*). Tra le tante sentenze, ad esempio, si veda il caso *Cholmondeley v. Clinton* (1821) 4 Bli. 1, 96.

(75) In realtà, impieghi antecedenti di tale termine si rinvengono nella giurisprudenza (ad es., tra i tanti, *Bishop of Winchester v. Knight* (1717) 1 P.Wms. 406, 407, *Woodhouse v. Meredith* (1820) 1 Jac. & W. 204, 213), ma il suo uso è infrequente prima del 1850 e, in ogni caso, adottato per lo più in senso atecnico.

La "genericità" dei termini appena utilizzati non è casuale: infatti, cercare di dare una definizione precisa di *fiduciary relationship* si rivelò alle origini impresa non semplice. Essa è stata ricostruita come "*one in respect of which if a wrong arises, the same remedy exist against the wrongdoer on behalf of the principal as would exist against a trustee on behalf of the cestui qui trust*" (76). E' evidente, tuttavia, che, nonostante gli intenti chiarificatori, si tratti di una definizione giuridicamente non soddisfacente: essa, infatti, indica un substrato comune alle due figure, ma non dice quali siano i requisiti di tale rapporto né dice quali regole del *law of trust* si applichino e quali no. In definitiva, almeno originariamente, essa poteva essere pertanto identificata come quel generalissimo schema applicabile ad un rapporto che si instaura tra due soggetti paragonabili al *trustee* e al *cestui qui trust* (77).

3.2.1. Evoluzione dei criteri interpretativi adottati dalle corti

Da quel momento in poi si è fatto ricorso al paradigma fiduciario in modo alluvionale e, comunque, tassonomicamente discutibile. Anzi, è stato enfaticamente affermato che *"there are few legal concepts more frequently invoked but less conceptually certain than that of the fiduciary relationship. In specific circumstances and in specific relationships, courts have no difficulty in imposing fiduciary obligations, but at a more fundamental level the principle on which that obligation is based is unclear. Indeed, the term "fiduciary" has been described as one of the most ill-defined, if not altogether misleading terms in our law*" (78).

I criteri ermeneutici delle corti dell'epoca non furono molto rigorosi, in conformità peraltro con il ruolo tipico della giurisdizione di *equity*, cioè correggere, temperare e colmare le lacune del *common law*. Tradizionalmente,

(76) *Re West of England and South Wales District Bank, ex p. Dale & Co.* (1879) 11 Ch.D. 772, 778.
(77) Ulteriori tentativi definitori, tanto della dottrina quanto della giurisprudenza, sono ancora meno utili sia per la vaghezza dei termini impiegati sia per il ricorso a tautologici riferimenti a *trust*, *confidence* e *fiduciary relationship*. Vedasi, per le citazioni, F.S. SEALY, *Fiduciary Relationships*, cit., p. 72, nota 14.
(78) *Lac Minerals Ltd. v. International Corona Resources Ltd.* (1989) 61 D.L.R. (4th) 14, 26 (S.C.C.).

infatti, i giudici hanno definito "fiduciari" dei rapporti che somigliavano a quei prototipi, ormai consolidatisi e unanimemente riconosciuti come "fiduciari". Sul *nomen* da attribuire al meccanismo interpretativo la dottrina è divisa (79), ma ciò non toglie che si sia trattato di processi grossomodo analogici. Rimane comunque il problema che questo strumento era forse adatto e necessario nel passato – quando il consolidamento di nuove figure giuridiche era particolarmente lento e permetteva una continua stratificazione di regole comuni introdotte per via (latamente) analogica – ma non rappresenta oggi un saldo appiglio ricostruttivo in chiave sistematica: infatti, tale metodo finisce per applicare le regole proprie dei prototipi anche ai nuovi rapporti, senza necessariamente vagliare l'applicabilità delle regole tradizionali ai contesti mutati, né d'altra parte offre una giustificazione razionale della selezione operata tra elementi simili, che legittimano l'analogia, ed elementi dissimili, per i quali viene ritenuta insussistente l'*eadem ratio*.

In assenza di una compiuta e condivisa ricostruzione della categoria fiduciaria – come si avrà modo di vedere diffusamente più avanti – le incertezze delle origini non sono state mai del tutto fugate. Infatti, si è andata via via affermando una bipartizione (80) tra le c.d. "*formal fiduciary relationships*" – altrimenti dette "*legal*", "*as a matter of law*" e, meno precisamente, "*implied in law*" – e le c.d. "*informal fiduciary relationships*" – altrimenti dette "*confidential*" (81). Nella prima categoria

(79) F.H. EASTERBROOK & D.R. FISCHEL, *Contract and Fiduciary Duty,* cit., p. 425, sottolineano che si trattò di *adattamento* e non di estensione, dal momento che la pluralità di figure cui questo schema si adatta rendeva impossibile l'elaborazione di una singola regola comportamentale. T. FRANKEL, *Fiduciary Law*, cit., pp. 804-805, parla di *analogia* (*legis* o *iuris*?) desunta da figure "fiduciarie" prototipiche. D.A. DeMOTT, *Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation*, 1988 *Duke L. J.* 879 (1988), sostiene che dapprima le corti individuarono dei casi paradigmatici e, appurato che i nuovi casi fossero abbastanza simili al paradigma, applicarono per *estensione* le obbligazioni "fiduciarie" anche alle nuove fattispecie. Talvolta, però, le corti fecero ricorso anche all'*analogia tout court*.

(80) Il primo caso che ha fatto ricorso a tale classificazione è stato *Apple Records, Inc. v. Capitol Records, Inc.*, 529 N.Y.S.2d 279, 283 (N.Y. App. Div 1988).

(81) In tema si veda G.D. SMITH, *The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty*, 55 *Vand. L. Rev.* 1441 (2002), che ritiene che *fiduciary relationships* e *confidential relationships* siano categorie simili ma non perfettamente congruenti, differenziandosi

vi rientrerebbero quei rapporti che sono ormai consolidati come "*fiduciary*", tra i quali *trustee-beneficiary*, *guardian-ward* (tutore-incapace), *director-shareholders* (amministratore-soci), *attorney-client* (avvocato-cliente). Nella seconda categoria, invece, le corti inserirebbero quelle relazioni che, pur differendo da quelle appena menzionate, al verificarsi di determinati presupposti possono ricevere la qualifica "*fiduciary*". Ciò, in particolare, avverrebbe allorquando cumulativamente *a*) un soggetto abbia riposto "*trust or confidence*" in un altro soggetto e *b*) da ciò derivi una "*domination*", "*superiority*", o "*undue influence*" del secondo sul primo (82). Come si può facilmente intuire, però, la grande flessibilità di queste divisioni, se da un lato può risultare positiva perché permette alle corti di modulare le proprie decisioni sul caso concreto, dall'altro impedisce di costruire categorie più precise e maggiormente caratterizzanti.

Non è pertanto peregrina l'opinione di chi (83) ritiene che – pur con le dovute limitazioni (84) – i giudici ricorrano a (o siano condizionati da) ben precisi schemi psicologici nel decidere le controversie sulle *fiduciary relationship*. In particolare, i giudici tenderebbero ad

---

principalmente in tema di ripartizione dell'onere della prova per dimostrare la violazione dei doveri imposti.

(82) *Young v. Kaye*, 279 A.2d 759, 763 (Pa. 1971), *In Re Estate of Scott*, 316 A.2d 883, 885 (Pa. 1974), *Penato v. George*, 383 N.Y.S.2d 900, 904 (N.Y. App. Div. 1976), *H-B Ltd. Partnership v. Wimmer*, 257 S.E2d 770, 773 (Va. 1979), *Chmieleski v. City Prod. Corp.*, 660 S.W2d 275, 294 (Mo. Ct. App. 1983), *Lowrance v. Patton*, 710 P.2d 108, 111 (Okla. 1985), *Mid-Am. National Bank of Chi. v. First Sav. And Loan Association of South Holland*, 515 N.E.2d 176, 180 (Ill. App. Ct. 1987), *Union State Bank v. Woell*, 434 N.W.2d 712, 721 (N.D. 1989), *Kienel v. Lanier*, 378 S.E.2d 359, 361 (Ga. Ct. App. 1989), *Bloomfield v. Neb. State Bank*, 465 N.W.2d 144, 149 (Neb. 1991), *High Plains Genetics Research, Inc. v. JK Mill-Iron Ranch*, 535 N.W.2d 839, 842 (S.D. 1995), *Wilson v. IBP, Inc.*, 558 N.W.2d 132, 139 (Iowa 1996), *Schlumberger Tech. Corp. v. Swanson*, 959 S.W.2d 171, 176 (Tex. 1997), *Ins. Co. of N. Am. v. Morris*, 981 S.W2d 667, 674 (Tex. 1998), *Parello v. Maio*, 494 S.E.2d 331, 333 (Ga. 1998), *Daktronics, Inc. v. McAfee*, 599 N.W.2d 358, 363 (S.D. 1999), *Semenov v. Hill*, 982 P.2d 578, 580 (Utah 1999), *Hi-Ho Tower, Inc. v. Com-Tronics, Inc.*, 761 A.2d 1268, 1280 (Conn. 2000), *Smith v. Walden*, 549 S.E.2d 750, 751 (Ga. Ct. App. 2001).

(83) G.A. ALEXANDER, *A Cognitive Theory of Fiduciary Relationships*, 85 *Cornell L. Rev.* 767 (2000).

(84) L'analisi è limitata ai *trustees*, agli *executors* e agli *administrators*, cioè le figure di "fiduciari" maggiormente legati alla gestione di *properties*. *ID.*, *A Cognitive Theory of Fiduciary Relationships*, cit., p. 778.

ipostatizzare la figura del "fiduciario" attraverso il ricorso ad un archetipo (il c.d. "schema") – ossia un'immagine che l'osservatore ha nella propria mente dai contorni non necessariamente ben definiti ma sufficientemente chiari – che secoli di sedimentazione giuridica hanno consolidato nell'immaginario collettivo. Da tale modello si diparte un processo cognitivo di tipo "*top-down*" per cui detto archetipo diventa il parametro alla cui stregua confrontare la fattispecie concreta. La conclusione è, quindi, che il *judicial decisionmaking* in queste situazioni è fortemente condizionato dall'influenza che il preconcetto esercita sull'inferenza logica che i giudici adottano per giudicare i nuovi casi. In altri termini, la somiglianza strutturale della relazione *agent-principal* con i primordiali esempi genitore-figlio e padrone-servo porta i giudici ad associare il primo rapporto con i secondi e, pertanto, a garantire la massima protezione al *principal*, in considerazione della superiorità del "fiduciario" rispetto al beneficiario e la difficoltà per quest'ultimo di individuarne gli abusi.

3.2.2. Applicazione del canone fiduciario al rapporto tra azionisti ed amministratori di società di capitali

Prima di verificare se e in che termini sia possibile dare una definizione generale, pregnante dal punto di vista giuridico, di *fiduciary relationship*, occorre considerare il motivo per cui la relazione tra soci ed amministratori possa essere effettivamente considerata "*fiduciary*" (o, addirittura, come appena visto, una delle relazioni fiduciarie prototipiche).

In principio, il primo passaggio che i giudici furono costretti ad affrontare, nell'elaborazione di un autonomo *corpus* normativo da applicare a tale rapporto, fu – inevitabilmente – quello di confrontare la nuova fattispecie giuridica con quelle già esistenti all'epoca. Ove fosse stato possibile individuare una corrispondenza funzionale tra gli istituti precedenti e le fattispecie di nuova generazione, sarebbe stato naturale attingere all'apparato giuridico e rimediale già esistente, sia pur via via adattandolo al caso di specie, per estenderne l'applicazione alle diverse esigenze operative.

Questo meccanismo interpretativo è stato definito "*interdoctrinal legal transplant*" (85) per descrivere le modalità attraverso cui le corti hanno mutuato figure giuridiche già consolidate e ne hanno applicato le relative regole alle relazioni socio-economiche emergenti. Si tratta, in questo caso, del riconoscimento che il diritto societario si è avvalso della categoria giuridica della *fiduciary relationship*, già ben strutturata e appartenente alle preesistenti branche del *trust law* e dell'*agency law*, per descrivere il rapporto tra amministratori e soci: in fondo – il ragionamento fu – anche nelle società si configura una struttura-tipo in base alla quale un soggetto è chiamato a gestire dei beni nell'interesse e a beneficio di altri soggetti.

L'affinità concettuale è peraltro supportata dalle evidenze storiche: infatti, solo nel 1844 l'Inghilterra autorizzò per la prima volta la creazione di società (*joint stock companies*) semplicemente registrate – e non costituite a seguito di espresso riconoscimento legislativo sulla base di una specifica valutazione degli scopi da raggiungere – mentre prima di quella data la loro validità dipendeva dall'esistenza di un atto formale (*deed of settlement*) che costituiva i beni della società in *trust*. Negli Stati Uniti, per altro verso, nella seconda metà del XIX secolo, fu diffuso il ricorso alla figura del *trust* come veste giuridica di una struttura imprenditoriale a scopo di lucro al fine di aggirare i limiti che le leggi statali imponevano alle società che operassero in più stati (86). Infine, i primi casi giurisprudenziali riguardavano le c.d. *charitable corporations*, cioè le società senza scopo di lucro, per cui fu naturale avvicinare ad esse il *trust*.

Dall'altro lato, il termine *agency*, che nacque nell'Europa Continentale per identificare una vasta gamma di rapporti commerciali, solo dal XVI secolo giunse in Inghilterra ove, a partire dal XVIII secolo in poi, trovò una disciplina per lo più mutuata, ad opera della

(85) In argomento si vedano E.B. ROCK & M. WACHTER, *Dangerous Liaisons: Corporate Law, Trust Law, and Interdoctrinal Legal Transplants*, in 96 *N.W. U. L. Rev.* 651, 671 (2002).

(86) *ID.*, *Dangerous Liaisons: Corporate Law, Trust Law, and Interdoctrinal Legal Transplants*, cit., p. 652. La giurisprudenza sia inglese che statunitense ha adottato questa ottica: per l'Inghilterra si veda il caso *Charitable Corp. v. Sutton*, [(1742) 2 Atk. 400, 26 Eng. Rep. 642], e per gli Stati Uniti i casi *Briggs v. Spaulding* [(1891) 141 U.S. 132] e *Litwin v. Allen* [(1940) 25 N.Y.S.2d 667].
Di qui, peraltro, l'origine della normativa a tutela della concorrenza, chiamata appunto "antitrust".

giurisdizione di *equity*, dalle regole vigenti in tema di *trust*. Tuttavia, il vasto spettro di figure giuridiche cui risultava applicabile lo schema dell'*agency* ha da sempre indotto la dottrina e la giurisprudenza a trattare separatamente i vari casi, secondo l'area del diritto interessata (87). Soltanto nel XIX secolo la dottrina americana ha mostrato una straordinaria sensibilità nel rivisitare le fonti antiche, tanto romane quanto medievali, al fine di rinvenire un inquadramento unitario del fenomeno dell'*agency* (88). Questo filone dottrinale fu ben presto abbandonato, lasciando, però, l'idea che di *agency* si potesse parlare in termini organici. Fu, infatti, il retaggio di questo precedente che condusse nel 1933 al Primo *Restatement* sull'*agency* che individuava nell'elemento fiduciario il fattore unificante delle varie figure dell'agire per conto altrui (89).

In conclusione, per lungo tempo si è ritenuto che gli amministratori fossero veri e propri *trustees* – nel pieno significato giuridico del termine – sebbene le differenze strutturali fra *trust* e società di capitali rendessero l'analogia valida soltanto fino ad un certo punto (90). A dire il vero, i problemi di scarsa accuratezza nella ricostruzione dogmatica sono tipici di tutti gli istituti sorti nell'ambito della giurisdizione di *equity*. Tuttavia, la perdurante

(87) Ciò in conformità, tra l'altro, al fatto che le diverse figure di *agents* hanno maturato *corpus* di regole proprie e distinte dalle altre in secoli di evoluzione giurisprudenziale. Rientravano, infatti, in questa nozione i *factors*, i *brokers* (le due figure principali), gli *estate agents* (cioè gli intermediari nel settore immobiliare), i *forwarding agents* (cioè gli spedizionieri), i *confirming agents* (cioè gli intermediari negli scambi transnazionali), i *solicitors* (cioè gli avvocati o, meglio, i rappresentanti in giudizio) e altri ancora.

(88) Il giudice Holmes (1841-1935), uno dei maggiori giuristi statunitensi, sostenne che i principi erano rinvenibili nella disciplina della responsabilità dei capifamiglia per gli atti compiuti dai membri della famiglia stessa: sebbene nato nell'ambito degli illeciti (*torts*), si sarebbe poi trasferito alla materia contrattuale il principio secondo cui il capofamiglia assume su di sé tanto i pregiudizi quanto i vantaggi degli atti compiuti dai membri della famiglia. Sul punto si veda O.W. HOLMES, *The History of Agency*, in 4 *Harv. L. Rev.* 345 (1891) e 5 *Harv. L. Rev.* 1 (1891).

(89) Questa è l'impostazione di LUPOI M., *Agency*, cit., p. 1.

(90) A.A. BERLE Jr., *Corporate Powers as Powers in Trust*, cit., D.C. BAYNES, *The Philosophy of Corporate Control: A Treatise on the Law of Fiduciary Duty*, Chicago, 1986, E.M. DODD Jr., *For Whom Are Our Corporate Managers Trustees?*, cit., H. MARSH Jr., *Are Directors Trustees?*, 22 *Bus. Law.* 35 (1966-1967), L.S. SEALY, *The Director as Trustee*, 1987 *Cambridge L. J.* 83 (1987).

incertezza della classificazione fiduciaria, come applicata al contesto societario, è probabilmente dovuta al fatto che la più importante corte di merito nel panorama societario statunitense, la *Court of Chancery* dello Stato del Delaware, rimane tuttora una corte di *equity* e fa del canone equitativo, appunto, la cifra distintiva del proprio *decisionmaking* (91).

Una volta che si è chiarito che il rapporto soci-amministratori affonda le proprie radici nel *trust law* e nell'*agency law*, il passaggio logico successivo è quello di identificare il motivo per cui i giudici (e successivamente il legislatore) abbiano avvertito l'esigenza di elaborare regole apposite per tale relazione, tali per cui, ad oggi, le branche del diritto dei *trust* e delle società di capitali divergono profondamente (ad esempio, *inter alia*, con riferimento agli standard comportamentali alla cui stregua valutare la condotta di *trustee* e *director*). In altri termini, il tema è quello di comprendere perché ci sia stata una crisi di rigetto progressivamente crescente riguardo all'applicazione delle regole del *trust* alle società.

Per rispondere a questo interrogativo, occorre considerare – come già si è fatto in relazione all'analisi della normativa italiana in materia di società per azioni – l'evoluzione del capitalismo statunitense nel tempo (92). Nella società americana delle origini, e ancora in quella proto-industriale, infatti, l'economia era essenzialmente basata sul diritto di proprietà delle *res*: in tale scenario, il *trust* era considerato lo strumento giuridico adeguato sia per veicolare la ricchezza, sia per impedire che risorse potenzialmente produttive fossero allocate in modo inefficiente o, peggio ancora, non fossero allocate del tutto e, quindi, sprecate. La gestione del c.d. *trust fund* (ossia dell'insieme di beni oggetto di *trust*) spesso impegnava il

(91) Secondo il *Delaware General Corporation Law* (tit. 10, secc. 341 e 342) la *Court of Chancery* – i cui giudici sono chiamati *Chancellor* e *Vice-Chancellor* – ha giurisdizione su materie tradizionalmente "equitative" e, se le parti hanno a disposizione sufficienti rimedi processuali dinnanzi altre corti, viene loro preclusa la facoltà di adire la *Court of Chancery* per la decisione del caso. In tema si veda D.A. DeMOTT, *Beyond Metaphor: An Analysis, of Fiduciary Obligation*, cit., p. 880.

(92) Condivide questa impostazione J.H. LANGBEIN, *The Contractarian Basis of the Law of Trusts*, 105 *Yale L. J.* 625 (1995), *ID.*, *Rise of the Management Trust*, Tr. & Est., Oct. 2004, 52, *ID.*, *Why Did Trust Law Become Statute Law in the United States?*, 58 *Ala. L. Rev.* 1069 (2007).

trustee semplicemente nella conservazione del patrimonio, secondo le direttive impartite dal disponente (o *settlor*). *Rebus sic stantibus*, il *trustee* non aveva alcuna necessità di impiegare un'ampia discrezionalità durante la gestione. Tale discrezionalità era del tutto eventuale e, anzi, perlopiù delimitata da varie fonti: le indicazioni negoziali contenute nell'accordo tra le parti, le disposizioni normative nel frattempo adottate, la supervisione giudiziale delle corti nelle decisioni più delicate da prendere in adempimento del suo mandato.

Di converso, man mano che la realtà imprenditoriale statunitense si ampliava, fino a raggiungere dimensioni globali, l'importanza delle *res* diveniva sempre più recessiva, mentre assumevano un ruolo centrale le merci e i servizi. Al contempo, le società di capitali rappresentavano sia il mezzo migliore per la raccolta, ed il successivo investimento, dei capitali dei risparmiatori, sia lo strumento più adatto per internalizzare gli elevati costi di transazione che la negoziazione – ormai su scala internazionale – avrebbe inevitabilmente comportato.

In tali circostanze, gli azionisti che rischiano il proprio capitale ritengono conveniente nominare dei *manager* professionisti, chiamandoli a gestire l'impresa e a massimizzare i loro interessi: il rapporto che si viene a creare è "*open-ended in time and scope, transactionally intensive, and often involving physical assets that are illiquid and difficult to value*" (93). Pertanto, è necessario riconoscere agli amministratori maggiore flessibilità (vale a dire standard più elastici) rispetto ai *trustee*. Del resto, agli amministratori di società è richiesto l'impiego della discrezionalità e, anzi, questo è proprio l'oggetto della loro obbligazione nei confronti degli azionisti. Infatti, intraprendere iniziative commerciali rischiose, ma ad alto tasso potenziale di redditività, e decidere se e quali rischi affrontare rappresentano l'essenza stessa di ogni attività imprenditoriale.

A livello istituzionale, poi, considerato che le iniziative (apparentemente) più ardite spesso sono la chiave per l'innovazione che, di conseguenza, conduce ad un efficientamento dei mercati, occorre ribadire che

(93) E.B. ROCK & M. WACHTER, *Dangerous Liaisons: Corporate Law, Trust Law, and Interdoctrinal Legal Transplants*, cit., p. 662.

l'ordinamento americano si è sempre mostrato incline a tutelare la libertà di iniziativa economica.

In quest'ottica, pertanto, si comprende perché, stante la differenza funzionale tra *director* e *trustee*, le regole del *trust law* siano state raramente applicate *tout court* agli amministratori e spesso siano state smussate per adeguarle alla diversa situazione. Molto più di frequente, tuttavia, dette regole sono state abbandonate del tutto e sostituite da strumenti giuridici più appropriati. In definitiva, le corti, prima, e il legislatore, dopo, hanno ritenuto proficuo fare affidamento sul *business judgment* degli uomini d'affari, in un'ottica di sviluppo del livello di benessere complessivo, elaborando un apposito insieme di regole *ad hoc* e limitando progressivamente il sindacato giurisdizionale delle scelte discrezionali degli amministratori.

3.2.3. L'ibridazione del paradigma di riferimento: l'*agency* economica

Un ulteriore elemento di complicazione nella comprensione dell'istituto dell'*agency* e, di riflesso, nella corretta definizione del ruolo degli amministratori di società di capitali, è rappresentato dal fatto che il rapporto di *agency* corrisponde ad uno schema generalissimo che gli economisti (94) utilizzano per descrivere tutte quelle relazioni in cui un soggetto (*principal*) si serve di un altro soggetto (*agent*) per perseguire il proprio interesse, mentre quest'ultimo promette un *facere* in cambio di un compenso.

Come già si è avuto modo di precisare, i caratteri del rapporto di *agency* economica si intrecciano con quelli della relazione fiduciaria: separazione della proprietà dal controllo, obbligazioni non compiutamente precisate (*open-ended*), asimmetria informativa riguardo condotta e

(94) Interessanti spunti giungono, tra i numerosissimi contributi, da R. COOTER & B.J. FREEDMAN, *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences*, cit., pp. 1045-1075, e bibliografia ivi citata, V. DE LORENZI, *L'"agency" economica e il mandato giuridico*, in P. CENDON (a cura di), *Scritti in onore di Rodolfo Sacco: la comparazione giuridica alle soglie del terzo millennio*, I, Milano: Giuffrè, 1994, pp. 347-363, M. JENSEN & W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, cit., pp. 305 ss., E. FAMA, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, cit., pp. 290 ss., F. SARTORI, *Il modello economico dell'agency e il diritto: prime riflessioni*, cit., pp. 606-661 e relativa bibliografia.

risultati sono elementi comuni. Anche i (già descritti) problemi di monitoraggio sono comuni. Pertanto, in contesti che implicano il rischio e l'incertezza, le possibilità che l'agente non funzionalizzi la propria attività agli interessi del beneficiario aumentano notevolmente, tanto più quando si assume, come nella maggior parte dei casi, che gli interessi di questi due soggetti siano divergenti (95).

Più specificamente, nel rapporto di *agency* si pongono due grandi problemi: il c.d. *moral hazard* e la c.d. *adverse selection* o *hidden information*. Il primo concetto, nato in ambito assicurativo, consiste nel rischio di comportamenti opportunistici dell'*agent* nei confronti del *principal*. Questo perché, assunta l'avversione al rischio degli operatori, la diligenza-professionalità dell'agente e la sua lealtà nell'agire, se rappresentano un'utilità per il beneficiario, rappresentano, di per sé, una disutilità per l'agente. In ambo i casi, la contropartita del costo-beneficio è rappresentata dal corrispettivo pattuito per la prestazione (96). Il secondo concetto, quello di *adverse*

(95) In particolare, i casi principali di illeciti sono rappresentati dall'appropriazione ad opera dell'agente dei beni del beneficiario (o di parte del loro valore) ("*stealing*") e dalla negligenza nella cura degli altrui interessi ovvero nella carenza di sforzi ("*shirking*"). L'insufficienza, pertanto, del solo mercato, legata all'asimmetria informativa e alle difficoltà di monitoraggio dell'opera degli agenti, impone di individuare strumenti alternativi in grado di compensare le debolezze del mercato. Strumenti che, solitamente, vengono individuati nel contratto e, soprattutto, nell'apparato rimediale predisposto dall'ordinamento idoneo ad influenzare il comportamento dei soggetti interessati.

(96) Un esempio, mutuato da F. SARTORI, *Il modello economico dell'agency e il diritto: prime riflessioni*, cit., p. 615-616, può essere d'ausilio alla comprensione.
Se un agente razionale ha stipulato una polizza assicurativa che lo risarcisce in caso di furto dell'automobile, ma non della costosa autoradio ivi installata, egli sarà incentivato ad adottare un comportamento attento alla salvaguardia della macchina: ad es. eviterà di parcheggiare l'auto in zone a rischio oppure installerà un efficace antifurto. Se, invece, l'assicurazione coprisse anche il furto dell'autoradio questo comportamento sarebbe meno attento, poiché egli rimarrebbe, comunque, sollevato dalla sopportazione del pregiudizio economico in caso di furto. Se, infine, la polizza prevedesse un risarcimento maggiore del valore complessivo di auto e autoradio, l'agente potrebbe dar luogo ad un comportamento doloso, indotto a scegliere il valore economicamente maggiore. A fronte di ciò, il beneficiario valuta l'operazione non in base al comportamento dell'agente – osservazione che normalmente gli è preclusa – bensì in base al risultato di siffatto comportamento. Potrebbe, a tal uopo,

selection, anch'esso sorto in ambito assicurativo, consiste nel fatto che l'agente ha a disposizione delle informazioni che non sono conosciute dal beneficiario e che il primo, non avendo alcun interesse ad esternarle, può impiegare nella fase iniziale del processo decisionale ed utilizzare in pregiudizio dell'interesse del beneficiario (97).

La radice di questi due problemi è da ricercare in due motivi correlati e consequenziali: in tanto, infatti, il beneficiario sarà costretto a ricorrere alla prestazione dell'agente, in quanto egli non sia in possesso del patrimonio di conoscenze necessario per portare a termine l'attività, patrimonio, invece, a disposizione dell'agente. In più, il beneficiario svolgerà un ruolo meramente passivo, condizionato dall'asimmetria informativa rispetto all'agente, cosa che acuirà il rischio di comportamenti opportunistici di quest'ultimo.

Una soluzione potrebbe individuarsi nel ricorso al meccanismo contrattuale (98): l'incontro delle volontà è,

---

predeterminare in via negoziale uno schema premiale che, calibrando il corrispettivo in base ai risultati raggiunti, possa fungere da adeguato deterrente contro condotte opportunistiche. Ma è palese come questo schema possa essere messo in crisi dal confronto con la vita reale laddove, ad esempio, nulla vieta che, per caso fortuito, l'auto o l'autoradio vengano rubate anche in un luogo illuminato e sicuro ove la macchina era parcheggiata o, ancora, nonostante la presenza del potente antifurto.

(97) Anche stavolta, l'esempio è mutuato da F. SARTORI, *Il modello economico dell'agency e il diritto: prime riflessioni*, cit., p. 621-625, cui si rinvia per i puntuali calcoli matematici.

Nel caso di stipula di un contratto di assicurazione sulla vita il cliente ben potrebbe occultare le informazioni circa le sue dissennate abitudini di vita (ad es. abuso di alcol e stupefacenti), informazioni che, però, non possono di certo essere conosciute dalla compagnia assicurativa. Tale asimmetria informativa può condurre a risultati nocivi sia per il mercato sia per la stessa impresa. Infatti, l'impresa, non in grado di risolvere il problema dell'*adverse selection*, si troverà costretta a fissare un premio uguale per tutti nonostante, per ipotesi, esistano due categorie di clienti, l'una a basso rischio, l'altra ad alto rischio, e, quindi, in teoria, premi di entità economica differenziata. A questo punto, i clienti a basso rischio preferiranno non assicurarsi, dovendo pagare un premio maggiore del rischio legato all'avverarsi dell'evento, mentre i clienti ad alto rischio pagheranno meno di quanto potrebbero, in realtà, pagare. Non solo, ma, data la maggiore frequenza del verificarsi degli eventi, l'impresa sarà costretta a pagare più spesso i clienti che si sono assicurati, con un aumento dei costi sproporzionato rispetto all'ammontare dei ricavi: fino a che l'impresa esce dal mercato.

(98) Perché il contratto sia effettivamente concluso è necessaria l'accettazione dell'agente della proposta del beneficiario. Quest'ultima

infatti, favorito dalla duplice circostanza che l'agente possiede competenze specialistiche di cui il beneficiario è sprovvisto, ma di cui ha bisogno se vuole massimizzare il proprio interesse, oppure il beneficiario, pur dotato delle conoscenze necessarie, non ha tempo, capitale o altre risorse per svolgere l'attività dell'agente. Tuttavia, la predisposizione da parte del beneficiario di un regolamento negoziale preventivo, che precisi *ex ante* l'esatto contenuto dell'obbligazione dell'agente e che incentivi la controparte ad agire nel suo interesse, comporta il sorgere di costi, per il duplice motivo che i soggetti coinvolti hanno, generalmente, interessi divergenti e che l'impegno che l'agente deve profondere nell'adempimento della sua prestazione rappresenta per

---

(apparentemente scontata per i giuristi) condizione implica che l'accettazione dell'agente sarà subordinata al corrispettivo economico, necessariamente almeno pari all'incentivo economico ricavabile dalla migliore alternativa disponibile sul mercato.

A questo punto la soluzione più semplice è pattuire il c.d. "*first best efficient contract*", ossia in grado di compensare o penalizzare l'agente in funzione della sua condotta. Ma questa evenienza è subordinata alla concomitante presenza di quattro fattori: anzitutto tra le parti non deve esistere alcuna asimmetria informativa; l'attività, poi, da svolgere per il raggiungimento del risultato non deve presentare alcun rischio; inoltre, il beneficiario (o eventualmente l'organo giudiziale) deve essere in grado di controllare l'azione dell'agente e il relativo risultato; infine, il beneficiario deve essere a conoscenza del vantaggio che può raggiungere l'agente ricorrendo alla migliore alternativa sul mercato.

La contemporanea presenza di tutti e quattro i fattori, tuttavia, è caso raro nella realtà di tutti i giorni. A questo punto, scartata l'idea di abbandonare l'affare, bisogna individuare lo strumento che più incentivi l'agente ad agire nel miglior interesse del beneficiario. Però, sia il "*contratto con incentivo costante*", cioè indipendente dal risultato ottenuto, sia il c.d. "*high-power incentive contract*", che collega, cioè, il compenso soltanto al risultato ottenuto, appaiono privi d'efficacia: il primo, infatti, costringe il beneficiario a sopportare troppi costi connessi alla possibile condotta negligente dell'agente, mentre, il secondo, espone ad eccessivi rischi l'agente. In ambedue i casi, il pericolo è che non si pervenga al perfezionamento del contratto.

Un modello efficace potrebbe, allora, essere rappresentato dal c.d. "*second-best efficient contract*" o "*mixed contract*", per mezzo del quale il corrispettivo dell'agente è scisso in due elementi, delle quali l'uno determinato in quota fissa e l'altro in quota variabile, in funzione del risultato raggiunto: in tal modo, l'agente verrebbe incentivato ad accettare l'incarico perché viene sollevato dai rischi di mancato raggiungimento dell'obiettivo, grazie all'utilità fissa garantita, mentre il beneficiario trova il modo di incentivare l'agente ad operare per massimizzare il suo interesse grazie al maggior premio variabile.

lui, di per sé, una disutilità, dal momento che egli sarebbe, invece, portato ad agire ad esclusivo vantaggio proprio. Questi costi sono stati variamente ricostruiti e catalogati in dottrina, ma sono, altresì, unanimemente riconosciuti come costi di transazione che le parti necessariamente devono sostenere per allineare i propri interessi o, detto altrimenti, costi che le parti sopportano nella predisposizione di strumenti negoziali idonei a garantire un risultato efficiente.

In particolare, per costi di *agency* si intendono sia i costi transattivi (o legati allo scambio) sia quelli connessi all'informazione privata. Nella prima categoria rientrano i costi di definizione del regolamento contrattuale, i costi di amministrazione dello stesso nonché i costi di *enforcement*; nella seconda categoria rientrano, invece, i costi connessi alla prevenzione o alla repressione tanto del *moral hazard* quanto dell'*adverse selection* (o *hidden information*) ([99]). Più precisamente, i costi di transazione consistono nei costi necessari per strutturare ed amministrare il rapporto nonché per assicurarne l'adempimento. I costi di informazione, invece, sono quelli cui il beneficiario deve far fronte per procurarsi informazioni aggiuntive rispetto a quelle inferite dal risultato, per reprimere appropriazioni e carenza di sforzo (*monitoring costs*); quelli delle obbligazioni negoziali assunte dall'agente che si impegna a non tenere comportamenti dannosi per il beneficiario e ad indennizzarlo nel caso li tenga (*bonding costs*); quello che il beneficiario sopporta nel caso di perdita residua, ovvero non osservabile e, quindi, non reprimibile (*residual loss*) ([100]).

([99]) Vedasi SARTORI F., *Il modello economico dell'agency e il diritto: prime riflessioni*, cit., p. 638-639.

([100]) Per questa articolata definizione si veda V. DE LORENZI, *L'"agency" economica e il mandato giuridico*, cit., pp. 350-351, che riprende, per certi versi, C.W. SMITH Jr., *Agency Costs*, in *The New Palgrave, A Dictionary of Economics*, 1987, III, p. 39, secondo cui: "*Agency costs are the total costs of structuring, administering and en forcing such contracts. Agency costs, therefore, encompass all contracting costs frequently referred to as transaction costs, moral hazard costs and information costs. Jensen and Meckling (1976) break down agency costs into three components: (1) monitoring expenditures by principal, (2) bonding expenditures by the agent and (3) the residual loss. Monitoring expenditures are paid by the principal to regulate agent's conduct. Bonding expenditures are made by the agent to help assure that the agent will not take actions which damage the principal or will indemnify the principal if the prescribed actions are*

Il cuore della questione va, però, rinvenuto nel fatto che i contratti suggeriti non eliminano del tutto il problema delle appropriazioni ("*stealing*") o della carenza di sforzo ("*shirking*"): anzitutto, i costi di predisposizione di accurati piani negoziali potrebbero essere eccessivamente elevati, così da scoraggiare le parti a concluderli. Inoltre, quasi fisiologicamente, considerate le informazioni asimmetriche, ogni contratto finisce per essere di per sé imperfetto.

Applicando la nozione giuseconomica di *agency* al contesto societario, se ne ricava quindi che, almeno secondo un certo filone dottrinale, il rapporto tra soci ed amministratori di società di capitali debba essere tendenzialmente concepito come un *market failure*. Pertanto, i *fiduciary duties* non sarebbero altro che l'intervento correttivo dell'ordinamento per rimediare all'incapacità dell'autonomia privata di pervenire ad un risultato efficiente.

Invero, sebbene lo schema dell'*agency* economica possieda un indubbio "*appeal*" euristico, considerato che racchiude entro un'unica classe relazioni qualitativamente eterogenee, ma strutturalmente affini, tuttavia ad esso non è unanimemente riconosciuta valenza giuridica, atteso che non si tratta di una categoria concettuale propria del diritto cui attribuire portata prescrittiva. Piuttosto, il rischio è quello di svilire la pregnanza giuridica propria della categoria fiduciaria per relegarla semplicemente ad una delle tante *species* del *genus* contrattuale.

3.2.4. Ricostruzioni del *fiduciary law*

Cercare un criterio discretivo per raggruppare in categorie omogenee le diverse dottrine concernenti il *fiduciary law* è impresa ardua e, probabilmente, giuridicamente insoddisfacente, tanto più in considerazione del fatto che, in ambito di *common law*, adottare rigide categorie concettuali è fuorviante.

Cionondimeno, l'analisi che segue si articola su un duplice piano. Dapprima, ai soli fini di una maggiore

---

undertaken. Hence, monitoring and bonding costs are the out of the pocket costs of structuring, administering and enforcing contracts. The residual loss is the value of the loss by the principal from decisions by the agent which deviate from the decisions which would have been made by the principal if he had the same information and talent as the agent (…)".

chiarezza espositiva, si individuano, da un lato, le posizioni che ritengono giuridicamente non significativa una *reductio ad unum* delle molteplici figure fiduciarie oggi esistenti, nella convinzione che ciascuna di esse sia fortemente influenzata dal contesto entro cui si inserisce e che difficilmente le considerazioni per essa valevoli possano essere esportate in contesti differenti; dall'altro lato, si mettono in luce quelle altre posizioni che, invece, ritengono sussista un substrato concettuale comune alle varie situazioni fiduciarie, pur divergendo, poi, sull'individuazione del principio unificante.

In un secondo momento, si offrirà un'analisi funzionale delle problematiche concernenti la relazione fiduciaria, in modo da rendere le relative valutazioni strumentali ad un'analisi comparata con il nostro ordinamento. Più in particolare, individuato un nucleo strutturale e assiologico comune a tutte le figure di relazioni fiduciarie, si cercherà di determinare una *ratio* giuridica per la costruzione della categoria fiduciaria come categoria autonoma del diritto.

3.2.4.1. La concezione atomistica delle *fiduciary relationships*

Secondo una risalente impostazione dottrinale (101), il termine *fiduciary* non è idoneo a qualificare un tipo determinato di rapporto: esso non definisce una precisa categoria con un assetto di regole proprie ed un nucleo di principi applicabili. In altre parole, individua soltanto taluni aspetti tipici, ma non offre un sicuro criterio-guida per identificare un rapporto fiduciario. Detta impostazione tende, perciò, a desistere da ogni sforzo di elaborare una teoria generale delle *fiduciary relationships*, privilegiando, invece, un approccio che predilige l'inquadramento del rapporto all'interno dello specifico contesto nel quale esso è sorto (102).

(101) F.S. SEALY, *Fiduciary Relationships*, cit., pp. 69-81, *ID.*, *Some Principles of Fiduciary Obligations*, cit., pp. 119-140.

(102) Il tentativo è quello di catalogare i vari casi in (almeno) quattro categorie, con l'avvertenza, però, che, per quanto riguarda le ultime due, non vi è uniformità di vedute né in dottrina né in giurisprudenza. Nella prima categoria vanno ricompresi quei casi in cui un soggetto abbia il controllo giuridico o, comunque, di fatto su un bene o un complesso di beni appartenente ad altro soggetto: in questa ipotesi la posizione del primo è molto simile nei fatti a quella del *trustee*, tanto è vero che il fiduciario dovrà mantenere il bene separato dal proprio patrimonio e non potrà disporne (ad es. cederlo) a proprio vantaggio.

Al di là della correttezza delle singole categorie che, per certi versi, possono talvolta sovrapporsi, preme dar conto di un'impostazione che ritiene che questo sia il metodo più corretto non soltanto a meri fini ricognitivi e compilatori, bensì anche per fornire degli *standard* comportamentali entro cui inserire le nuove fattispecie.

Alternativamente, per altri autori (103), nonostante sia possibile individuare dei principi comuni attinenti al

---

Tuttavia, rimane inteso che, ove il titolo giustificativo della disponibilità fosse rappresentato da un rapporto obbligatorio di debito-credito, non si configurerebbe alcun rapporto fiduciario.
Nella seconda categoria rientrano quelle vicende nelle quali un soggetto si trovi obbligato, ancorché non contrattualmente, o abbia spontaneamente intrapreso l'iniziativa di agire per conto altrui o nell'interesse altrui o, ancora, sia ritenuto, in *equity*, in tale situazione. In tali evenienze, quale che sia stata l'origine dell'obbligazione, il fiduciario è tenuto ad agire onestamente e diligentemente in modo da portare a termine l'affare o, comunque, da garantirne l'utile sviluppo nell'interesse del fiduciante e non nel proprio.
Nella terza categoria si possono raggruppare vari soggetti (ad es. *trustees*, usufruttuari, creditori ipotecari ed altri ancora) che abbiano un limitato o parziale interesse nella proprietà di un bene. Ad esempio, si immagini il caso (tratto da *Keech v. Sandford* (1726) Sel. Cas. t. King 61.) di un *trustee* che, incaricato dal suo *cestui que trust* di chiedere il rinnovo di un contratto di locazione per il di lui interesse, non riesca ad ottenerlo, mentre sia in grado di ottenerlo a proprio nome. Ove il *trustee* chiedesse di poter essere considerato lui stesso locatario del nuovo contratto, detta richiesta andrebbe rigettata sul duplice presupposto che, in generale, un soggetto in una posizione "fiduciaria" non può trarre vantaggi personali dall'incarico che ricopre e, in ogni caso non può vantare prerogative aggiuntive rispetto all'originario complesso di poteri delegatigli.
Nella quarta categoria, infine, sono compresi tutti quei casi che fanno riferimento alla c.d. condizionamento indebito (*undue influence*) e a quei casi in cui un rapporto contrattuale può essere invalidato per il fatto che una delle due parti non abbia reso palese il proprio interesse nell'operazione. Qui, però, le divisioni sono più consistenti perché non soltanto si discute se i due concetti coincidano o meno, ma ci si interroga se se si debbano considerare fiduciari tutti i rapporti in cui un'indebita influenza debba essere provata in concreto oppure limitarli a quelli di presunzione relativa di indebita influenza (ad es. genitore-figli, tutore-interdetto, curatore-inabilitato, avvocato-cliente, medico-paziente e, perfino, prete-fedeli).

(103) D.A. DeMOTT, *Beyond Metaphor: An analysis of Fiduciary Obligation*, cit., pp. 893-894. Tuttavia, si vedano anche *EAD.*, *Breach of Fiduciary Duty: On Justifiable Expectations of Loyalty and Their Consequences*, 48 *Ariz. L. Rev.* 925 (2006), *EAD.*, *Disloyal Agents*, 58 *Ala. L. Rev.* 1049 (2006-2007), ove, anche in contrasto con le precedenti prese di posizione, si è cercato di rinvenire un principio unificante di tutte le figure di *fiduciary relationships* In particolare, il

nucleo essenziale delle *fiduciary relationships* – il "fiduciario" è obbligato ad agire nel migliore interesse del beneficiario e ad evitare atti che pongano i suoi interessi in conflitto con quelli del beneficiario medesimo – si deve però riconoscere che la loro intensità varia a seconda dei differenti contesti cui essi si applicano. Ricostruire il *fiduciary law*, pertanto, significa necessariamente partire da un'analisi caso per caso, rinunciando ad elaborare teorie di più ampio respiro. Infatti, qualora si volesse fornire alle corti un parametro analitico, necessario per poter applicare l'etichetta *fiduciary* a circostanze di fatto diverse tra loro, si dovrebbe adottare una visione "minimalista" delle obbligazioni fiduciarie, secondo la quale tali vincoli sono imposti allorché la discrezionalità di un soggetto debba essere controllata a cagione del rapporto che egli intrattiene con un altro soggetto. Questa visione, però, finirebbe per non centrare il bersaglio cui è preordinata – ossia non limitarsi ad un'illustrazione in termini meramente descrittivi – per l'evidente motivo che essa non è giuridicamente prescrittiva e ignora lo specifico contesto nel quale l'eventuale rapporto in questione si innesta. Non resterebbe perciò che concludere che la categoria delle

---

tratto distintivo sarebbe il dovere di lealtà (*duty of loyalty*) che una parte assume nei confronti dell'altra al ricorrere delle varie situazioni fiduciarie. Tuttavia, il dovere di lealtà – che proibisce all'agente di perseguire i propri interessi individuali ovvero di adottare comportamenti che lo favoriscano a danno del beneficiario, in assenza della necessaria autorizzazione di quest'ultimo – da solo non basta. E' necessario, altresì, che si versi in una situazione per la quale il beneficiario possa legittimamente attendersi che l'agente tenga nei suoi confronti un comportamento leale ("*justifiable expectation of loyalty*") e che quest'ultimo abbia poi effettivamente disatteso tale aspettativa.

Un punto cruciale da chiarire è che, nonostante possano sembrare concetti contigui, la "giustificabilità" ("*justifiability*") va distinta dalla "ragionevolezza" ("*reasonableness*") dell'aspettativa, in considerazione del fatto che il secondo termine potrebbe essere interpretato dai giudici come un riferimento ad un elemento soggettivo e probabilistico – ciò che un soggetto potrebbe ragionevolmente attendersi da un altro può mutare in base a circostanze di fatto che possono variare a seconda dei casi, influenzandone di conseguenza il giudizio individuale – che impedirebbe di elaborare più affidabili standard oggettivi. Al contrario, riferirsi alla "giustificabilità" rinforzerebbe la natura imperativa del dovere di lealtà, essendo imposto dalla legge, e lo sottrarrebbe alla disponibilità delle parti (come nel caso, ad esempio, in cui le parti del rapporto siano entrambe "sofisticate" o professionali).

fiduciary relationships, una delle più vaghe nozioni nel diritto americano, non possa essere oggetto di nessuna teoria unificatrice può spiegare adeguatamente le molteplici applicazioni che questo concetto ha ricevuto.

Infine, altri autori ancora (104), pur concordando nella sostanza con le posizioni appena descritte, ritengono che alcuni principi di fondo possano giustificare i risultati raggiunti dalle corti in determinati contesti, ma perdono di efficacia allorché debbano essere applicati a rapporti o situazioni differenti dai precedenti: ogni vincolo fiduciario, infatti, ben individua il tipo di relazione cui si applica e ben definisce sia il soggetto cui detti vincoli sono attribuiti sia lo standard di condotta cui egli si deve uniformare, ma non è in grado di raggiungere un livello di astrazione tale da giustificarne l'impiego in altri casi.

Le opinioni appena passate in rassegna appaiono (forse) tassonomicamente più rigorose perché tengono in considerazione le peculiarità e le sfumature di ogni singolo rapporto fiduciario. Tuttavia, esse non sono di ausilio nell'elaborazione di una compiuta teoria generale delle relazioni fiduciarie. Il che, peraltro, si traduce nell'incapacità di fornire risposta adeguata alla domanda, ancora attuale, posta dal giudice della Corte Suprema degli Stati Uniti Felix Frankfurter: "*to say that a man is a fiduciary only begins analysis; it gives direction to further inquiry. To whom is he a fiduciary? What obligations does he owe as a fiduciary? In what respect has he failed to discharge these obligations? And what are the consequences of his deviation from his duty?*" (105).

3.2.4.2. Il tentativo di ricostruzione unitaria

Un altro filone dottrinale ritiene, invece, che il *fiduciary law* dovrebbe essere interessato da un procedimento di *reductio ad unum*, dal momento che rappresenta un autosufficiente complesso di regole. Ciò sarebbe peraltro auspicabile alla luce della duplice considerazione che, per un verso, nella società contemporanea si assiste ad un notevole incremento delle relazioni fiduciarie e che, per altro verso, l'elaborazione di una disciplina comune migliorerebbe il metodo interpretativo utilizzato dalle corti per qualificare un determinato rapporto come fiduciario.

(104) P.D. FINN, *Fiduciary Obligations*, Sydney, 1977, p. 4.
(105) *SEC v. Chenery Corp.*, (1943), 318 U.S. 80, 85–86.

Una delle più citate, e forse semplicistiche, ricostruzioni del *fiduciary law* (106) rinviene le origini – e quindi il tratto distintivo – di tale categoria nell'"imperativo etico o morale" ("*ethical or moral imperative*") che grava sul soggetto in posizione di "controllo" di beni altrui. In altre parole, questa teoria ritiene che in tanto si abbia *fiduciary relationship*, in quanto un soggetto riponga "*trust, confidence or reliance*" in un altro e, di conseguenza, si aspetti che il secondo non abusi della fiducia in lui riposta. Di riflesso, l'*agent* ha un'obbligazione morale di comportarsi in modo leale ed affidabile per il solo fatto di trovarsi in una posizione di fiducia sulla quale altri fanno affidamento (107).

A partire da tale concetto di etica nei rapporti fiduciari, è stato altresì ritenuto (108) che il vero principio unificatore delle varie fattispecie di *fiduciary relationship* risieda nella nozione di "*unjust enrichment*": se un soggetto sia stato ingiustamente privato di beni o risorse che gli appartengono da parte di un altro soggetto, quest'ultimo è tenuto a restituire ("*disgorge*") l'ingiusto profitto e, di conseguenza, è considerato in una posizione fiduciaria nei confronti del primo.

Considerate le evidenti carenze esplicative delle precedenti dottrine – vale a dire il loro carattere

(106) D.C.S.J. BAYNE, *The Philosophy of Corporate Control: A Treatise on the Law of Fiduciary Duty*, Chicago, 1986, p. 6.

(107) Talvolta la giurisprudenza vi ha fatto riferimento, come nel caso *Guth v. Loft*, 5 A.2d 503, 510 (1939) ("*A public policy, existing through the years, and derived from a profound knowledge of human characteristics and motives, has established a rule that demands of a corporate officer or director, peremptorily and inexorably, the most scrupulous observance of his duty, not only affirmatively to protect the interest of the corporation committed to his charge, but also to refrain from doing anything that would work injury to the corporation, or to deprive it of profit or advantage which his skill and ability might properly bring to it, or to enable it to make in the reasonable and lawful exercise of its powers. The rule that requires an undivided and unselfish loyalty to the corporation demands that there shall be no conflict between duty and self-interest*") o nel caso *Meinhard v. Salmon*, 164 N.E. 545 (N.Y. 1928) ("*Joint adventurers, like copartners, owe to one another, while the enterprise continues, the duty of the finest loyalty. Many forms of conduct permissible in a workaday world for those acting at arm's length are forbidden to those bound by fiduciary ties. A trustee is held to something stricter than the morals of the market place. Not honesty alone, but the punctilio of an honor the most sensitive, is then the standard of behavior*").

(108) G. JONES, *Unjust Enrichment and the Fiduciary's Duty of Loyalty*, 84 *Law Q. Rev.* 472 (1968).

tautologico e meramente descrittivo – altre ipotesi ricostruttive sono state avanzate.

Secondo una delle più risalenti teorie (109) il carattere distintivo delle *fiduciary relationships* sarebbe da individuare nella volontaria assunzione da parte di un soggetto di una posizione che lo obblighi a promuovere e favorire gli interessi di un altro soggetto, a prescindere dal fatto che tale vincolo abbia natura contrattuale ovvero sia nato a titolo di liberalità. Pertanto, il consenso prestato dal "fiduciario" all'assunzione di tale ruolo legittimerebbe altresì l'imposizione (accettata) dei doveri fiduciari in capo allo stesso.

Alternativamente, nel tentativo di estrapolare dei principi-guida dai precedenti tentativi di razionalizzazione del *fiduciary law*, si è sostenuto (110) che si può parlare di relazione fiduciaria quando un soggetto, cui sia attribuito un potere da altri, venga investito contestualmente del dovere di impiegarlo nel migliore interesse di quest'ultimo e ne faccia effettivamente uso (111). Anche in questo caso, però, il problema principale è quello legato alla capacità persuasiva di siffatta ricostruzione: per un verso, resta, infatti, indefinito l'oggetto di questo potere e, per altro verso, se come implicitamente viene suggerito, si tratta di un potere di gestione di *res*, tale figura ben si adatta ai rapporti che implicano il trasferimento e la cura di diritti reali, ma mal si attaglierebbe alle altre – "*non-property-based*" – relazioni fiduciarie.

Tale ultimo limite interpretativo è peraltro condiviso anche da un'altra visione (112), secondo cui si ha *fiduciary relationship*, quando un soggetto ("*fiduciary*") agisca per conto ("*on behalf of*") di un altro soggetto ("*beneficiary*"), prestando discrezionalmente ("*discretionary*") volontà negoziale con riguardo ad una risorsa critica ("*critical resource*") appartenente al secondo soggetto.

(109) A.W. SCOTT, *The Fiduciary Principle*, 37 *Cal. L. Rev.* 540 (1949).
(110) J.C. SHEPHERD, *Towards a Unified Concept of Fiduciary Relationships*, 97 *Law Q. Rev.* 51 (1981), *ID.*, *The Law of Fiduciaries*, Toronto, 1981, p. 96.
(111) Nel contesto societario, gli amministratori sono in posizione fiduciaria perché hanno il potere di adottare *business decisions*, a condizione che le prendano nel migliore interesse della società e dei suoi soci.
(112) G.D. SMITH, *The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty*, cit., pp. 1399 ss.

In quest'ottica, solamente la somma dei precedenti requisiti riesce a dare effettivamente conto di una *fiduciary relationship* e, contestualmente, a differenziarla rispetto ad altri rapporti "non fiduciari". Il requisito "*on behalf of*", infatti, rimane caratteristica centrale di molti fenomeni di rappresentanza, non necessariamente "fiduciari", mentre quello della "*discretion*" è comune a molti rapporti nei quali, per l'assenza delle necessarie conoscenze tecniche, per l'incertezza circa gli esiti futuri o per gli elevati costi legati ad una precisa elencazione dei comportamenti delle parti, gli accordi sono fisiologicamente incompleti e le obbligazioni assunte sono *open-ended*. Ciò che permette di distinguere le *fiduciary relationship* è, quindi, l'estensione e l'oggetto della *discretion*: essa, infatti, deve avere un'ampiezza tale da poter arrecare al beneficiario una significativa lesione dei suoi interessi, ove se ne abusi, e (di fatto conseguentemente) deve essere impiegata in relazione ad una "*critical resource*" dello stesso, laddove per "*critical resource*" si intende un bene, materiale o immateriale, appartenente al beneficiario e di tale importanza da poter dar luogo a fenomeni di opportunismo, sì da giustificare l'imposizione di vincoli fiduciari.

Nonostante la sua farraginosità euristica, il pregio di quest'ultimo tentativo risiede nel fatto che esso rende evidente i rischi di comportamenti opportunistici che possono sorgere in tali rapporti e, di conseguenza, la necessità di predisporre meccanismi in grado di allineare gli interessi del fiduciario con quelli del beneficiario.

Nella stessa direzione si muove un'altra impostazione (113) che, ai fini dell'identificazione dei tratti distintivi della *fiduciary relationship*, considera due elementi costanti: *a*) il ruolo di sostituto che il "fiduciario" riveste nei confronti del "fiduciante", qualsivoglia ne sia la motivazione (114), per lo svolgimento di determinate attività; *b*) la delega di poteri da parte del "fiduciante" verso il "fiduciario" al fine di consentirgli di svolgere il proprio compito nell'altrui interesse.

Se questa è la struttura-base, il punto più critico di tale rapporto risiede nella possibilità che il "fiduciario" abusi dei poteri che gli sono stati delegati o, comunque,

(113) T. FRANKEL, *Fiduciary Law*, cit., pp. 795-836.

(114) Anche se, come precisato più sopra, a stretto rigore non tutti i rapporti di sostituzione integrano gli estremi di un rapporto fiduciario.

non li indirizzi al benessere del "fiduciante". L'ampiezza del rischio è, quindi, funzione tanto della natura e della misura dei poteri delegati (in base alle finalità per le quali si è instaurato il rapporto), quanto della disponibilità (o meno) di meccanismi di protezione azionabili dal "fiduciante" per ridurre le probabilità di abuso. All'uopo, una prima misura potrebbe, ovviamente, essere la riduzione dell'ampiezza dei poteri delegati, ma è evidente che a questa opzione è connessa, in modo corrispondente, una riduzione anche dei benefici raggiungibili per il tramite del "fiduciario" (in modo presumibilmente contrario alla stessa volontà del beneficiario). E lo stesso varrebbe per ulteriori misure adottabili dal "fiduciante" o lasciate al mercato (115). Deve essere, pertanto, un intervento eteroimperativo a colmare questa fisiologica asimmetria nella ripartizione dei rischi tra i soggetti del rapporto. Le corti dovrebbero, allora, intervenire in un duplice senso: da un lato, dovrebbero garantire regole certe nella disciplina dei rapporti fiduciari al fine di permettere lo sviluppo di un armonico *fiduciary law*, reso impellente dalle interdipendenze sempre più frequenti nella società globalizzata; dall'altro lato, dovrebbero fornire quegli strumenti in grado di azzerare i costi per la prevenzione degli abusi e ripristinare l'equilibrio tra le parti. Questo comporterebbe, altresì, un incentivo necessario all'instaurazione di rapporti fiduciari all'insegna della correttezza ("*fairness*").

L'idea che per spiegare le *fiduciary relationship* non si debba abbandonare l'orizzonte del mercato, luogo privilegiato per le negoziazioni, capace di sviluppare meccanismi endogeni in grado di funzionalizzare i comportamenti degli individui ivi operanti al bilanciamento dei rispettivi interessi, è condivisa da un autorevole filone dottrinale (116). Secondo questa visione,

(115) Tra questi si possono enumerare: impiegare soltanto "fiduciari" privi di interessi in conflitto con quelli del "fiduciante"; imporre controlli al "fiduciario"; imporre sistemi di monitoraggio dell'operato; ricorrere a *standard* comportamentali; utilizzare meccanismi di ricompensa per l'operato del "fiduciario" al fine di ridurre il rischio di abusi. In ogni caso, però, questi strumenti implicano un doppio svantaggio: *a*) comportano dei costi e, quindi, potrebbero non essere a disposizione di tutti i "fiducianti", e *b*) non eliminano del tutto il rischio di abusi. Per un'analisi più diffusa si veda *supra* par. 3.2.3.

(116) H.N. BUTLER & L.E. RIBSTEIN, *Opting Out of Fiduciary Duties: A Response to the Anti-Contractarians*, 65 *Wash. L. Rev.* 1 (1990), R. COOTER & B.J. FREEDMAN, *The Fiduciary Relationship:*

una *fiduciary relationship* sarebbe soltanto una peculiare tipologia di rapporto contrattuale, caratterizzato da costi di specificazione e di monitoraggio eccezionalmente elevati. I doveri fiduciari, quindi, fungerebbero da sostituti ("*gap fillers*") di clausole contrattuali molto dettagliate, mentre le corti, a loro volta, dovrebbero garantirne l'*enforcement* secondo la prospettiva di un "*hypothetical bargain*", ossia del contenuto negoziale che le parti avrebbero pattuito in assenza di costi transattivi.

In altri termini, i doveri fiduciari dovrebbero colmare il *gap* esistente tra fiduciario e beneficiario: essi sostituiscono l'elencazione specifica degli obblighi e i costi di supervisione con i deterrenti legati ad un'obbligazione *open-ended*, in modo da riallineare tendenzialmente gli interessi divergenti. Ecco che allora emergono le affinità con l'istituto dell'*agency* (sebbene nella declinazione economica del termine): il fiduciario, infatti, opera nell'interesse del beneficiario; c'è separazione tra responsabilità dell'attività e sopportazione dei rischi connessi a siffatta attività; esistono dei vincoli ai comportamenti del fiduciario per evitare che questi abusi dei poteri attribuitigli.

Più di recente, alcuni esponenti dello stessa scuola di pensiero (117) hanno definito *fiduciary relationship* quelle che implichino una "*contractual delegation of broad power over one's property*", con la conseguenza che i doveri fiduciari, strumentali alla limitazione della condotta discrezionale del fiduciario, sono imposti esclusivamente sulla base della struttura stessa del rapporto tra le parti e non, invece, in dipendenza della loro eventuale intrinseca vulnerabilità (in considerazione del loro relativo *baragining power*).

In contrapposizione all'impostazione giuseconomica si è sviluppato un antitetico filone dottrinale (118) che nega

---

Its Economic Character and Legal Consequences, cit., pp. 1045-1075, F.H. EASTERBROOK & D.R. FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., pp. 90-92, *ID.*, *Contract and Fiduciary Duty,* cit., p. 425, R. FLANNIGAN, *The Economics of Fiduciary Accountability*, 32 *Del. J. Corp. L.* 393 (2007), R.H. SITKOFF, *The Economic Structure of Fiduciary Law*, 91 *B.U. L. Rev.* 1039 (2011).

(117) L.E. RIBSTEIN, *Are Partners Fiduciaries*, 2005 *U. Ill. L. Rev.* 209 (2005).

(118) W.A. BRATTON, *The "Nexus of Contract" Corporation: A Critical Appraisal*, 74 *Cornell L. Rev.* 407 (1989), *ID.*, *Self-Regulation, Normative Choice and the Structure of Corporate Fiduciary Law*, 61 *Geo. Wash. L. Rev.* 1084 (1993), V. BRUDNEY, *Corporate*

l'idoneità sia del contratto sia del mercato come forze disciplinanti i vari rapporti coinvolti. Si rileva, infatti, che l'idea di contratto che sta alla base della teoria contrattualista sia una nozione essenzialmente metagiuridica poiché l'approccio metodologico in questione adotta le categorie concettuali degli economisti piuttosto che quelle dei giuristi e finisce per sostituire alla vincolatività propria dello strumento negoziale un diverso criterio fondato su un non meglio identificato criterio efficientistico.

3.2.5. Verso un'analisi più approfondita della categoria fiduciaria unitariamente concepita: frammenti ricostruttivi

3.2.5.1. Osservazioni preliminari

Un altro più analitico, criterio di indagine della copiosa produzione dottrinale e giurisprudenziale in tema di rapporti fiduciari consiste nel raggruppare i diversi contributi entro due macro-categorie: "*reductivist*" (o "riduzionista") e "*instrumentalist*" o ("funzionalista") (119). Per gli appartenenti alla prima classe, i rapporti fiduciari non hanno una propria peculiarità, bensì traggono la loro essenza giuridica da altre aree del diritto privato (*contract*, *property*, *tort*) (120) dalle quali, pertanto,

---

Governance, Agency Costs and the Rhetoric of Contract, 85 *Colum. L. Rev.* 1403 (1985), *ID.*, *Contract and Fiduciary Duty*, 38 *Bost. C. L. Rev.* 595 (1997), R.C. CLARK, *Agency Costs versus Fiduciary Duties*, in *Principals and Agents: The Structure of Business*, (J.W. PRATT & R.J. ZECKHAUSER eds., 1985), pp. 55 ss., *ID.*, *Contracts, Elites and Tradition in the Making of Corporate Law*, 89 *Colum. L. Rev.* 1703 (1989), J.C. COFFEE Jr., *No Exit?: Opting Out, the Contractual Theory of the Corporation and the Special Case of Remedies*, 53 *Brook. L. Rev.* 919 (1988), D.A. DeMOTT, *Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation*, cit., pp. 879-924, *EAD.*, *Breach of Fiduciary Duty: On Justifiable Expectations of Loyalty and Their Consequences*, cit., pp. 925 ss., S. FITZGIBBON, *Fiduciary Relationships Are Not Contracts*, 82 *Marq. L. Rev.* 303 (1999), T. FRANKEL, *Fiduciary Duties as Default Rules*, 74 *Or. L. Rev.* 1209 (1995), M.A. O'CONNOR, *How Should We Talk About Fiduciary Duty? Directors' Conflict-of-Interest Transactions and the ALI's* Principles of Corporate Governance, 61 *Geo. Wash. L. Rev.* 954 (1993).

(119) Secondo la perspicua nomenclatura proposta da P.B. MILLER, *Justifying Fiduciary Duties*, 58 *McGill L. J.* (2013), in corso di pubblicazione e disponibile presso il sito http://ssrn.com/abstract=2083855.

(120) La giustificazione "riduzionista" basata sul tort, un po' a sorpresa, non ha trovato praticamente alcun supporto accademico (sul punto si veda D.A. DeMOTT, *Causation in the Fiduciary Realm*, 91 *B.U. L.*

mutuano la *ratio* e l'apparato rimediale. Coloro che aderiscono alla seconda impostazione, al contrario, sostengono che i doveri fiduciari sono funzionali appunto al perseguimento di fini indipendenti dalla struttura della relazione ed il cui nucleo valoriale è dettato ora da ragioni di *policy* ora da principi etici.

Prima di procedere oltre con l'illustrazione delle categorie appena indicate, pare, però, opportuno chiarire alcune questioni di fondo concernenti i rapporti fiduciari.

In primo luogo, è necessario riconoscere che la *fiduciary relationship* rappresenta un *prius* logico rispetto ai *fiduciary duty*. Questo profilo metodologico – essenziale ai fini dell'analisi che segue – può apparire scontato in un sistema di *civil law*, sensibile al tema della sistematicità e della categorizzazione dogmatica. Non è, tuttavia, altrettanto scontato in un sistema di *common law*, come del resto conferma la circostanza che, nonostante la maggioranza delle opinioni converga sulla necessaria anteriorità del rapporto rispetto agli obblighi ([121]), talvolta

---

Rev. 851 (2011), EAD., *Fiduciary Obligation Under Intellectual Siege: Contemporary Challenges to the Duty to be Loyal*, (1992) 30 *Osgoode Hall L. J.* 471 (1992)). Sebbene, infatti, la violazione del dovere fiduciario sia stata talvolta definita un illecito aquiliano, tuttavia nessuno ha mai ricostruito (la violazione de) i doveri fiduciari soltanto in termini di illecito civile. Il *Restatement* (2nd) *of Torts* (§ 874), prevede infatti che un soggetto "*standing in a fiduciary relation with another is subject to liability to the other for harm resulting from a breach of duty imposed by the relation*." La difficoltà di questo punto di vista consiste nel fatto che la slealtà si può manifestare sotto forme – anche indebite, fraudolente, violente – che giustificherebbero la classificazione come illecito aquiliano. Il più delle volte, però, il dovere di fedeltà vieta i conflitti indipendentemente dal fatto che la loro realizzazione produca dei danni al beneficiario. Allo stesso modo (e di conseguenza), i rimedi fiduciari non sono volti esclusivamente alla compensazione (di un danno): il fiduciario può, infatti, essere chiamato a restituire profitti e beni al beneficiario indipendentemente dal fatto che la condotta sottostante abbia generato un danno. In definitiva, quindi, se considerata sia dal punto di vista delle condotte vietate sia da quello dei rimedi accordati, appare evidente che la violazione del dovere fiduciario non può essere (riduttivamente) considerata soltanto un illecito extracontrattuale.

([121]) R. COOTER & B.J. FREEDMAN, *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences*, cit., p. 1047, L.E. RIBSTEIN, *Are Partners Fiduciaries*, cit., p. 212, D.A. DeMOTT, *Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation*, cit., p. 879, L.A. STOUT & M.M. BLAIR, *Trust, Trustworthiness, and the Behavioral Foundations of Corporate Law*, 149 *U. Pa. L. Rev*. 1735 (2000-2001), L.E. MITCHELL, *The Fairness Rights of Corporate Bondholders*, 65 *N.Y.U. L. Rev*. 1165 (1990), *ID*., *The Death of*

è stata l'applicazione dei doveri a precedere la qualificazione del rapporto in termini fiduciari (122).

In secondo luogo, per quanto riguarda la gamma di doveri fiduciari, è dubbio se si debba riconoscere lo status fiduciario ad alcuni di quei doveri che sono considerati, secondo l'*id quod plerumque accidit*, fiduciari (123). In particolare, non è chiaro se il c.d. "*duty of confidence*", che disciplina la gestione e l'uso di informazioni riservate da parte dei fiduciari, debba effettivamente essere considerato un dovere fiduciario (124). Altrettanta incertezza circonda la natura del c.d. "*duty of care*", che richiede ai fiduciari di agire diligentemente nello svolgimento del loro mandato (125). È stato peraltro suggerito, sebbene non unanimemente, che i fiduciari sarebbero soggetti ad un dovere "positivo" di agire nell'interesse dei beneficiari (chiamato "*duty* to *care*" indipendente dal consueto "*duty* of *care*") (126).

Fiduciary Duty in Close Corporations, 138 *U. Pa. L. Rev*. 1675 (1989-1990), E.A. SCALLEN, *Promises Broken, Promises Betrayed: Metaphor, Analogy, and the New Fiduciary Principle*, 1993 *U. Ill. L. Rev*. 897 (1993).

(122) G.D. SMITH, *The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty*, cit., p. 1411, T. FRANKEL, *Fiduciary Law: Analysis, Definitions, Duties, Remedies Over History and Culture*, Anchorage, 2007, p. 26.

(123) J. VELASCO, *How Many Fiduciary Duties Are There in Corporate Law?*, 83 *So. Cal. L. Rev*. 1231 (2010), L.E. RIBSTEIN, *Fencing Fiduciary Duties*, 91 *B.U. L. Rev*. 899 (2011).

(124) Sul punto, ad esempio, si confronti R.D. MADOFF, *Unmasking Undue Influence*, 81 *Minn. L. Rev*. 571 (1997) ("*Confidential relationships can be understood as both a form and an extension of fiduciary relationships*") con J. GLOVER, *Is Breach of Confidence a Fiduciary Wrong? Preserving the Reach of Judge-Made Law*, 21 *Legal Stud*. 594 (2001) ("*Breach of confidence and breach of fiduciary duty may be committed by the same person at the same time and the same informational interest may be protected by each wrong. Yet the actions are quite distinct ... there is good reason for maintaining the difference between the doctrines and for avoiding the possibility of confidentiality claims being enveloped within fiduciary law*").

(125) Sul punto si confrontino W.A. GREGORY, *The Fiduciary Duty of Care: A Perversion of Words*, 38 *Akron L. Rev*. 181 (2005), K.A. ALCES, *Debunking the Corporate Fiduciary Myth*, 35 *J. Corp. L*. 239 (2009-2010), M. CONAGLEN, *Fiduciary Loyalty: Protecting the Due Performance of Non-Fiduciary Duties*, Portland, 2010, p. 35, con J. GETZLER, *Duty of Care*, in P. BIRKS & A. PRETTO (eds.), *Breach of Trust*, Oxford, 2002, p. 34.

(126) P. BIRKS, *The Content of the Fiduciary Obligation* (2000) 34 *Israel. L. Rev*. 3 (2000), M. CONAGLEN, *Fiduciary Loyalty: Protecting the Due Performance of Non-Fiduciary Duties,* cit., pp. 202-203.

D'altra parte, la dottrina e la giurisprudenza sono concordi su un punto: l'essenza del rapporto fiduciario si basa sul fondamentale "*duty of loyalty*" (127), che esige che il fiduciario agisca con fedeltà incondizionata verso il beneficiario. Il dovere di fedeltà si applica pertanto a tutti i fiduciari, indipendentemente dalle differenze tra i mandati in base ai quali essi agiscono. È inoltre ampiamente riconosciuto che il dovere di fedeltà vieta al fiduciario di agire in conflitto di interessi con il beneficiario. Tale divieto si declina generalmente in due (sotto)regole: la c.d. "*conflict of interest rule*", che vieta al fiduciario di perseguire interessi personali effettivamente o potenzialmente in conflitto con gli interessi del beneficiario (128); la c.d. "*conflict of duty rule*", che proibisce al fiduciario di agire in base a mandati in conflitto tra loro, ossia non consente l'assunzione di responsabilità nei confronti di beneficiari i cui interessi siano in conflitto (129). Mentre la prima regola sanziona le condotte sleali fondate sull'interesse proprio del fiduciario, la seconda impedisce quelle che obbediscono a incarichi non coerenti tra loro.

Un profilo particolarmente discusso, poi, è quello concernente la questione se il *duty of care* (con le riserve appena viste) e il *duty of loyalty* esauriscano (o meno) il novero dei doveri fiduciari. Di recente, soprattutto nell'ambito della dottrina e giurisprudenza giuscommercialistica, si è proposto un autonomo "*duty of good faith*" degli amministratori di società (130). Non è

(127) E.J. WEINRIB, *The Fiduciary Obligation*, 25 *U.T. L. J.* 16 (1975), G.D. SMITH, *The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty*, cit., p. 1408, D.A. DeMOTT, *Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation*, cit., p. 882, E. LEIB, *Friends as Fiduciaries*, 86 *Wash. U. L. Rev.* 665 (2008-2009), M. CONAGLEN, *Fiduciary Loyalty: Protecting the Due Performance of Non-Fiduciary Duties,* cit., p. 39.

(128) K.B. DAVIS, *Judicial Review of Fiduciary Decisionmaking: Some Theoretical Perspectives*, 80 *N.W. U. L. Rev.* 1 (1985-1986), J.H. LANGBEIN, *Questioning the Trust Law Duty of Loyalty: Sole Interest or Best Interest?*, 114 *Yale L. J.* 929 (2004-2005), M.B. LESLIE, *Trusting Trustees: Fiduciary Duties and the Limits of Default Rules*, 94 *Geo. L. J.* 67 (2006-2007).

(129) A. LABY, *Resolving Conflicts of Duty in Fiduciary Relationships*, 54 *Am. U. L. Rev.* 75 (2004), M. CONAGLEN, *Fiduciary Regulation of Conflicts between Duties*, 90 *Law Q. Rev.* 111 (2009), S.L. SCHWARCZ, *Fiduciaries with Conflicting Obligations*, 94 *Minn. L. Rev.* 1867 (2010).

(130) H.A. SALE, *Delaware's Good Faith*, 89 *Cornell L. Rev.* 456 (2004), A.S. GOLD, *The New Concept of Loyalty in Corporate Law*, 43 *U.C.*

tuttavia ben chiaro se questo rappresenti effettivamente un *tertium genus* ovvero se possa essere considerato semplicemente una declinazione particolare degli altri due doveri ovvero ancora se non possa essere, invece, ricondotto entro l'alveo, alternativamente, di uno degli altri due doveri.

Altrettanto controversa è, infine, la questione se l'obbligo di fedeltà includa una regola indipendente che vieti il conseguimento di vantaggi personali da parte dei fiduciari nello svolgimento del proprio mandato fiduciario. Mentre, infatti, la c.d. "*no profit rule*" è da tutti intesa proprio nel senso che il fiduciario sia tenuto a rinunciare a tutti gli utili percepiti in virtù del proprio ufficio fiduciario(131), è stata tuttavia messa in dubbio la sua

---

Davis L. Rev. 457 (2009), L.E. STRINE, Jr. *et al.*, *Loyalty's Core Demand: The Defining Role of Good Faith in Corporation Law*, 98 *Geo. L. J.* 629 (2010), M.A. EISENBERG, *The Duty of Good Faith in Corporate Law*, 31 *Del. J. Corp. L.* 1 (2005), S.M. BAINBRIDGE *et al.*, *The Convergence of Good Faith and Oversight*, 55 *U.C.L.A. L. Rev.* 559 (2008), D. ROSENBERG, *Making Sense of Good Faith in Delaware Corporate Fiduciary Law: A Contractarian Approach*, 29 *Del. J. Corp. L.* 491 (2005), S.J. GRIFFITH, *Good Faith Business Judgment: A Theory of Rhetoric in Corporate Law Jurisprudence*, 55 *Duke L. J.* 123 (2005), S.H. DUGGIN & S.M. GOLDMAN, *Restoring Trust in Corporate Directors: The Disney Standard and the New Good Faith*, 56 *Am. U. L. Rev.* 211 (2006), C.M. BRUNER, *Good Faith, State of Mind, and the Outer Boundaries of Director Liability in Corporate Law*, 41 *Wake Forest L. Rev.* 1131 (2006), C.G. BISHOP, *Directorial Abdication and the Taxonomic Role of Good Faith in Delaware Corporate Law*, 2007 *Mich. St. L. Rev.* 905 (2007), A. LUND, *Opting Out of Good Faith*, 37 *Fla. St. U. L. Rev.* 189 (2010), C.G. HINTMANN, *You Gotta Have Faith: Good Faith in the Context of Directorial Fiduciary Duties and the Future Impact on Corporate Culture*, 49 *St. Louis U. L. J.* 571 (2005), J.L. REED & M. NEIDERMAN, *"Good Faith" and the Ability of Directors to Assert § 102(b)(7) of the Delaware General Corporation Law as a Defense to Claims Alleging Abdication, Lack of Oversight, and Similar Breaches of Fiduciary Duty*, 29 *Del. J. Corp. L.* 111 (2004); M. PARGENDLER, *Modes of Gap Filling: Good Faith and Fiduciary Duties Reconsidered*, 82 *Tul. L. Rev.* 24 (2008). In giurisprudenza si vedano *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345 (Del. 1993), *Caremark International Inc. Derivative Litigation*, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996), *The Walt Disney Company Derivative Litigation*, 825 A.2d 275 (Del. Ch. 2003), *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362 (Del.Supr. 2006), *Lyondell Chemical Co. v. Ryan*, 970 A.2d 235 (Del.Supr. 2009).

(131) L. SEALY, *Some Principles of Fiduciary Obligation*, cit., p. 135, R. FLANNIGAN, *The Fiduciary Obligation*, 9 *Oxford J. Legal Stud.* 285 (1989), M. CONAGLEN, *Fiduciary Loyalty: Protecting the Due Performance of Non-Fiduciary Duties*, cit., pp. 114-125.

applicazione disgiunta dall'operatività (anche) del *duty of loyalty* (132).

Chiariti questi punti preliminari, si può quindi porre la questione di capire il motivo per cui una relazione cosiddetta fiduciaria faccia sorgere in capo al fiduciario il dovere di agire nell'esclusivo interesse del beneficiario.

3.2.5.2. Le tesi "riduzioniste"

(a) *ARGOMENTUM EX CONTRACTU*

L'argomento più importante della tesi "riduzionista" è quello secondo il quale – appartenendo relazione fiduciaria e contratto alla stessa categoria del diritto – i doveri fiduciari sono giustificati alla stessa stregua di normali obblighi contrattuali. L'"argomento da contratto" è radicato in tre suggestioni circa la responsabilità fiduciaria. La prima è che in genere i doveri fiduciari emergono nell'ambito di rapporti contrattuali o che sono, comunque, volontariamente accettati dal fiduciario. La seconda è che, effettivamente, i doveri fiduciari si pongono spesso come limiti a prestazioni di tipo negoziale. La terza è che l'applicazione stessa (o l'effetto) dei doveri fiduciari, nonché l'estensione della responsabilità per il loro inadempimento, può essere in parte determinata dal consenso del beneficiario (133). Pertanto, queste caratteristiche della responsabilità fiduciaria sembrano condurre alla giustificazione contrattuale di tali obblighi.

E' bene, però, precisare che esistono due varianti di questa prima impostazione. La prima (contrattualista pura o "*contractarian*") ritiene che i doveri fiduciari abbiano una *ratio* contrattuale perché, correttamente intesi, sarebbero null'altro che vere e proprie clausole contrattuali (134). La seconda variante ("consensuale") sostiene che i rapporti fiduciari vadano ricondotti nell'ambito dell'autonomia negoziale privata perché, in ogni caso, fondati su manifestazioni di volontà (o consenso) delle parti (o quantomeno del fiduciario).

---

(132) P. BIRKS, *The Content of the Fiduciary Obligation*, cit., p. 10.
(133) V. BRUDNEY, *Contract and Fiduciary Duty*, cit., p. 605.
(134) Si vedano F.H. EASTERBROOK & D.R. FISCHEL, *Contract and Fiduciary Duty*, cit., p. 427 secondo cui "*fiduciary duties are not special duties* ... [ma] *they are the same sort of obligations, derived and enforced in the same way, as other contractual undertakings*".

Per la tesi contrattualista pura (135), i doveri fiduciari dovrebbero essere intesi come clausole implicite ("*implied terms*") del contratto. Più in particolare, il dovere di lealtà sarebbe un termine implicito nei contratti di prestazione d'opera *intuitu personae* in cui un soggetto, dotato di peculiari competenze professionali, è incaricato da un altro soggetto, che, per varie ragioni, non possieda (o non voglia impiegare) dette cognizioni, di compiere uno o più atti giuridici, stante l'impossibilità (o l'inefficienza) di specificare in dettaglio i termini contrattuali (136). In tali contratti, colui che è privo delle apposite competenze affronta costi di *agency* – derivanti dalla potenziale carenza di sforzo o di comportamenti opportunistici – connessi alla delega all'esperto. I doveri fiduciari, pertanto, rappresenterebbero la protezione contro questi costi (137).

La teoria appena esposta, però, presenta evidenti deficit argomentativi. In primo luogo, essa non tiene in adeguato conto il fatto che non tutti i rapporti fiduciari hanno origine contrattuale, ma, al contrario, possono fondarsi, alternativamente, su un impegno unilateralmente assunto oppure trovare origine in forza di

(135) F.H. EASTERBROOK & D.R. FISCHEL, *Contract and Fiduciary Duty*, cit., p. 425, *ID.*, *The Corporate Contract*, 89 *Colum. L. Rev.* 1416 (1989), J.H. LANGBEIN, *The Contractarian Basis of the Law of Trusts*, cit., p. 625, R.H. SITKOFF, *The Economic Structure of Fiduciary Law*, cit., pp. 1039 ss.

(136) *One party to the contract may desire an objective (maximum income from an investment, a favorable outcome to litigation) but have neither an idea nor much concern how the objective is to be achieved. Specialists in achieving this objective (trustees, managers, lawyers) agree to lend their efforts. When the task is complex, when efforts will span a substantial time, when the principal cannot measure (or evaluate) the agent's effort, when an assessment of the outcome is not a good substitute for measuring effort ... and when a relative shortage of information hinders the drawing of conclusions even when the outcome may be highly informative, a detailed contract would be silly*. F.H. EASTERBROOK & D.R. FISCHEL, *Contract and Fiduciary Duty*, cit., p. 426.

(137) *When one party hires the other's knowledge and expertise, there is not much they can write down. Instead of specific undertakings, the agent assumes a duty of loyalty in pursuit of the objective and a duty of care in the performance. These legal duties reflect both the nature of the principal's choice (he is hiring expertise) and an obvious condition (the principal is unwilling to put himself at the mercy of an agent whose effort and achievements are both exceedingly hard to monitor)*. F.H. EASTERBROOK & D.R. FISCHEL, *Contract and Fiduciary Duty*, cit., p. 426.

norma di legge o di provvedimento giurisdizionale. In secondo luogo, l'argomento esclude tutte quelle relazioni che non prevedono il coinvolgimento di un esperto, la cui qualifica ("esperto"), peraltro, non ha una precisa valenza giuridica (138). In terzo luogo, l'argomento non spiega il contenuto dei doveri fiduciari. Se, infatti, il dovere di lealtà fosse un termine implicito del contratto, ci si aspetterebbe che il suo contenuto e la sua applicazione si basassero – o fossero comunque influenzati – da altri fatti materiali, quali ulteriori clausole contrattuali, dichiarazioni rese dalle parti, prassi negoziali etc. Invece, il contenuto principale del dovere di lealtà è fisso e si applica, a prescindere, ovunque esista un rapporto fiduciario (139). Infine, l'argomento non è coerente con la prassi giudiziaria: nel decidere se i doveri fiduciari devono governare un determinato rapporto, infatti, i giudici non ricorrono alle regole di interpretazione dei contratti. Piuttosto, determinano se un rapporto è fiduciario e da tale qualificazione ne fanno discendere l'imposizione dei relativi doveri.

Per altro verso, la rappresentazione in parola non riesce a dar conto della profonda differenza di presupposti tra rapporti contrattuali e fiduciari. Nel contratto, infatti, si presume che le parti agiscano nel perseguimento del proprio (egoistico) interesse. Nel rapporto fiduciario, al contrario, si presume che le parti instaurino tale relazione a beneficio esclusivo di una di esse soltanto (il beneficiario, appunto). Non vi è alcuna reciprocità, alcun obbligo di cooperazione, entro i limiti della buona fede, per il beneficiario. In secondo luogo, il fondamento contrattuale del rapporto fiduciario è quantomeno dubbio. I suoi sostenitori di tale ricostruzione, infatti, non ritengono che i doveri fiduciari siano termini contrattuali nel senso tradizionale del termine. Essi non si basano sulla volontà comune delle parti, espressa o implicita, che non indagano nemmeno. Piuttosto, tali doveri sono imposti dall'autorità giudiziaria in conformità ad una presumibile ma ipotetica ricostruzione di ciò che le parti avrebbero ragionevolmente pattuito in assenza di costi transattivi. Tuttavia, la differenza tra contratti ipotetici e reali è immensa.

(138) *Hi-Ho Tower, Inc. v. Com-Tronics, Inc.*, 761 A.2d 1268, 1280 (Conn. 2000) ("*Superior knowledge and skill alone do not create a fiduciary duty among the parties involved in a business transaction*.")
(139) W.A. SEAVEY, *Handbook of the Law of Agency*, New York, 1964, p. 4

Contratti ipotetici sono costruzioni *ex post* della ragione che mancano di quella forza vincolante, tipica dell'autonomia negoziale privata, dei reali contratti cui le parti accedono (il più delle volte) all'esito di vere e proprie trattative. Inoltre, tali contratti sarebbero il prodotto di un processo inferenziale che assume a suo fondamento l'ipostatizzazione di un modello metastorico – l'agente razionale – che non necessariamente corrisponde alla situazione nella quale i reali contraenti sono addivenuti al rapporto negoziale (in termini di preferenze, conoscenze o capacità).

La variante consensuale della teoria contrattuale (140) sostiene che i doveri fiduciari sono termini espliciti o impliciti di rapporti sorti per manifestazione di volontà del fiduciario, ossia di impegni volontariamente accettati dal fiduciario. I doveri fiduciari sarebbero impliciti in "*circumstances of trust, confidence, power, vulnerability and/or discretion*". In altri termini, fonte dell'obbligazione fiduciaria sarebbe, in questo caso, la volontà unilaterale del fiduciario. La relativa ampiezza andrebbe individuata per via interpretativa, determinando lo scopo (nelle intenzioni delle parti) della prestazione. Anche qui l'elemento volontaristico prevarrebbe su qualunque imposizione eteronormativa (141) fondata sulla struttura della relazione ovvero sullo status acquisito dalle parti (quello cioè di fiduciario e beneficiario).

Rispetto alla precedente impostazione, questa ha il pregio di ricondurre la nascita della relazione fiduciaria ad una concreta, e non solo ipotetica, manifestazione di volontà. In pratica, l'imposizione dei doveri fiduciari sarebbe giustificata dal fatto che coloro i quali sono vincolati a tali obbligazioni hanno acconsentito ad instaurare una siffatta relazione. Tuttavia, ammettere (come fa quest'impostazione) che il consenso può essere anche implicito ridimensiona il divario dalle istanze contrattualiste pure: anche in questo caso, infatti, ben potrebbe accadere che i doveri fiduciari siano imposti sulla base di una decisione giudiziaria che ne valuti la conformità con le ragionevoli aspettative dei soggetti; soltanto che, mentre i "*contractarians*" si concentrano

(140) J. EDELMAN, *When do Fiduciary Duties Arise?*, 126 *Law Q. Rev.* 302 (2010).

(141) A differenza che nel sistema italiano dove vige il principio di tipicità delle promesse unilaterali o, comunque, delle fonti dell'obbligazione non contrattuali

sull'accordo (quello che le parti ragionevoli di un contratto ipotetico avrebbero accettato), i "consensualisti" focalizzano l'attenzione sulla manifestazione unilaterale di consenso (quello che una persona ragionevole potrebbe aver prestato). Anche in questo caso, poi, l'imposizione di doveri fiduciari sulla base di un consenso (non autentico ma) ricostruito sulla base di standard (di ragionevolezza) giuridici o economici. Tuttavia, va ascritto a quest'ultima impostazione il merito di possedere un più alto potere esplicativo, se non altro perché la maggior parte delle obbligazioni fiduciarie vengono contratte volontariamente dal fiduciario, anche in assenza di un accordo negoziale. Inoltre, sebbene l'impegno di un fiduciario presupponga il suo consenso, esso non è di per sé sufficiente a qualificare un rapporto come fiduciario. I genitori, ad esempio, hanno doveri fiduciari verso i loro figli *ex lege* (142). Presumibilmente l'occupazione di questo ruolo è consensuale, ma il consenso (soltanto) non spiega l'imposizione di doveri fiduciari. Infine, l'elenco dei fattori che imporrebbero l'applicazione di doveri fiduciari impliciti pone la questione del nesso tra rapporto fiduciario e responsabilità fiduciaria in assenza di consenso esplicito, ma in presenza di condizioni strutturali ("*circumstances of trust, confidence, power, vulnerability and/or discretion*" (143)) delle quali non si precisa, però, la natura. Di qui, l'aspetto tautologico della teoria in questione: i rapporti fiduciari – che hanno le caratteristiche classiche di un rapporto fiduciario – generano doveri fiduciari. Quello che manca, però, è spiegare proprio perché tali rapporti fiduciari generano tali doveri fiduciari.

(b) *ARGUMENTUM EX REBUS*

Un altro argomento popolare del filone "riduzionista" afferma che i doveri fiduciari sorgerebbero incidentalmente al diritto di proprietà. Così intesi, i doveri fiduciari tutelerebbero la proprietà, facilitando la delega di poteri di disposizione dei beni e scoraggiandone l'indebita appropriazione altrui. Anche in questo caso (come nel caso del contratto) la giustificazione dei doveri fiduciari

(142) M. BRYAN, *Parents as Fiduciaries: A Special Place in Equity*, 3 *Int'l. J. Child. Rts*. 227 (1995), E.S. SCOTT & R.E. SCOTT, *Parents as Fiduciaries*, 81 *Va. L. Rev.* 2401 (1995).
(143) Per un'analisi di queste condizioni si veda P.B. MILLER, *A Theory of Fiduciary Liability*, 56 *McGill L. J.* 235 (2011).

sarebbe derivata da quella per il diritto "primario", ossia quello di proprietà. E anche in questo caso esistono due varianti della tesi in parola.

La prima variante tende a combinare elementi del diritto dei contratti e del diritto di proprietà perché ritiene che tutti i rapporti fiduciari "*involve the contractual delegation of broad power over one's property*" (144). Pertanto, l'imposizione dei doveri fiduciari sarebbe giustificata esclusivamente sulla base delle caratteristiche strutturali del rapporto fiduciario, così inteso. Sebbene questa impostazione condivida con quella contrattualista pura la considerazione che i doveri fiduciari sono clausole implicite del contratto, tuttavia, essa ritiene che i doveri fiduciari rispondano, piuttosto che all'esigenza di tutela in caso di reclutamento di esperti tecnici, all'esigenza di tutela in caso di delega di controllo e potere gestorio su determinati beni. Infatti, tutte le relazioni fiduciarie comportano la separazione tra proprietà e controllo di un bene. I proprietari-beneficiari sono "*residual claimant*" rispetto ai beni sottoposti ad amministrazione fiduciaria, mentre i fiduciari esercitano il controllo su di essi. I doveri fiduciari, pertanto, sarebbero norme di *default*, applicabili in assenza di convenzioni contrarie tra le parti, perché "*the fiduciary's discretion cannot readily be constrained by devices other than fiduciary duties without undermining the owner's objectives in delegating control*" (145).

Al di là degli aspetti critici già evidenziati con riferimento alla teoria contrattualista pura, occorre ribadire, in primo luogo, che, sebbene molti rapporti fiduciari comportino l'esercizio di potere discrezionale su beni di proprietà altrui (ad esempio *trustee-beneficiary*), tale condizione non è applicabile a tutti (si pensi, ad esempio, a quelli genitori-figli o avvocato-cliente). In secondo luogo, i doveri fiduciari non hanno come finalità solamente quella di impedire la cattiva gestione o l'appropriazione indebita di beni altrui, ma, più in generale, quella di vietare tutti quei comportamenti che potrebbero compromettere il perseguimento degli interessi del beneficiario. Peraltro, paradossalmente, ove il beneficiario non fosse proprietario del bene, il rapporto

(144) L.E. RIBSTEIN, *Are Partners Fiduciaries*, cit. pp. 209 ss. Nello stesso senso anche R. COOTER & B.J. FREEDMAN, *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences*, cit., p. 1046.
(145) L.E. RIBSTEIN, *Are Partners Fiduciaries*, cit. p. 215.

fiduciario non sorgerebbe, e le relative tutele non si applicherebbero, anche se, in realtà, la struttura del rapporto imporrebbe una qualificazione in termini di "fiduciarietà". Pertanto, si può dire che l'ordinamento tutela i diritti di proprietà fiduciaria soltanto in maniera incidentale rispetto allo scopo principale (di tutela degli interessi, globalmente considerati, del beneficiario).

La seconda variante di questa impostazione cerca di sfuggire alle critiche rivolte alla prima, sostituendo al concetto di "*property*" quello di "*resource*" (*rectius*: "*critical resource*") (146). Tale nozione, come già si è avuto modo di notare, "*like property, … may be tangible or intangible [and the] 'owner' of critical resources need not have legally enforceable rights in the same way that an owner of property has such rights, but she must have residual control rights that, at a minimum, provide practical control over the resources*" (147).

In quest'ottica, gli obblighi fiduciari sono giustificati dalla vulnerabilità del beneficiario derivante dalla sua incapacità di proteggersi contro l'opportunismo dal fiduciario per quanto riguarda la "*critical resource*". Pertanto, i doveri fiduciari spiegherebbero un effetto deterrente nei confronti dei comportamenti opportunistici del fiduciario.

Nonostante l'apprezzabile tentativo sistematico, tuttavia, la sostituzione di "*property*" con "*critical resource*" non aumenta significativamente il potere esplicativo dell'argomento. Il concetto chiave ("*critical resource*"), infatti, non è ben definito e nulla è detto circa il suo carattere, tranne il fatto che comprende beni materiali e immateriali. Inoltre, bisognerebbe sapere che cosa rende una risorsa "*critical*", che tipo di diritti o interessi si possano vantare nei suoi confronti e, infine, se e come tali interessi sono riconosciuti dalla legge. In ogni caso, questa ricostruzione non pare applicabile a tutti quei rapporti che

(146) G.D. SMITH, *The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty*, cit., p. 1403, secondo cui "*lawyers have long understood that one who deals with property on behalf of the beneficial owner of the property is subject to fiduciary duties. The quintessential fiduciary relationship – the trust – follows this pattern. Despite the obvious connection between property and fiduciary duty in the trust context, property-based theories of fiduciary duty have not commanded widespread support because so many fiduciary relationships appear to exist without the requisite property*".

(147) *ID.*, *The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty*, cit., p. 1444.

dispongono di oggetti che non possono essere ragionevolmente considerati come "risorse" (148).

3.2.5.3. Le tesi "funzionaliste"

(a) *ARGUMENTUM EX MORIBUS*

E' stato a volte sostenuto, pur senza molta elaborazione o analiticità, che il *fiduciary law* si preoccupa di garantire che i fiduciari si comportino in modo moralmente corretto oppure che il dovere di fedeltà richieda agli stessi di agire altruisticamente (149). Più spesso, però, si è impiegato un "argomento etico" più limitato. In particolare, si è detto che i doveri fiduciari trovino legittimazione (morale) nella funzione di garanzia che offrono alla fiducia tra gli individui. In altri termini, i doveri fiduciari sarebbero giustificati sulla base del fatto che promuovono la fiducia direttamente o indirettamente, garantendo quelle condizioni di affidabilità che rendono razionale riporre la propria fiducia nei soggetti che abbiano la qualità di fiduciari.

Il valore morale della fiducia può essere inteso come intrinseco o a sé stante (ad esempio, la fiducia è fondamentale per la prosperità umana data la interdipendenza tra gli individui) oppure in termini strumentali (per esempio, la fiducia consente agli individui di collaborare efficacemente verso il raggiungimento di fini socialmente desiderabili). In ambo i casi, la giustificazione per i doveri fiduciari è rappresentata appunto dal valore morale della fiducia. Alcuni autori (150) hanno, infatti, sostenuto che i doveri fiduciari rendono la fiducia razionale in relazioni per le quali la fiducia ha un significato "funzionale", ossia

---

(148) D.A. DeMOTT, *Breach of Fiduciary Duty: On Justifiable Expectations of Loyalty and Their Consequences*, cit., p. 935.

(149) A.W. SCOTT, *The Fiduciary Principle*, cit., p. 539, A. LABY, *The Fiduciary Obligation as the Adoption of Ends*, 56 *Buff. L. Rev.* 99 (2008), P. BIRKS, *The Content of the Fiduciary Obligation*, 34 *Israel. L. Rev.* 3 (2000), G.D. SMITH, *The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty*, cit., p. 1410, T. FRANKEL, *Fiduciary Law*, cit., p. 830. In giurisprudenza si vedano, *inter alia*, *Dolton v. Capitol Federal Savings and Loan Association* (1982) 642 P.2d 21, 23-24, *Canson Enterprises Ltd. et al. v Boughton & Co. et al.,* [1991] 85 D.L.R. (4th) 129, 154 (S.C.C.).

(150) L.E. MITCHELL, *The Naked Emperor: A Corporate Lawyer Looks at RUPA's Fiduciary Provisions*, 54 *Wash. & Lee L. Rev.* 465 (1997). Nello stesso senso, per certi versi, anche T. FRANKEL, *Fiduciary Duties As Default Rules*, cit., pp. 1227-1228.

facilita il coordinamento dell'attività produttiva (151). Pertanto, i rapporti fiduciari non sarebbero fondati sulla fiducia *tout court*, bensì sulle relative regole di responsabilità (fiduciaria) che renderebbero attendibile l'affidamento: gli attori razionali, infatti, sarebbero ben disposti a "(af)fidarsi" soltanto a condizione di sapere che l'eventuale violazione della fiducia verrebbe sanzionata dalla (minaccia della) responsabilità. Per altri autori (152), invece, i doveri fiduciari si fonderebbero sulla fiducia intesa come un bene con intrinseco valore etico-sociale. In altri termini, atteso che la fonte dell'obbligo fiduciario è la fiducia che si ripone in un altro soggetto, i doveri fiduciari sarebbero imposti allo scopo unico di presidiare l'integrità delle relazioni fondate sulla fiducia medesima (153).

Certamente si può concordare con queste teorie sul fatto che, nelle relazioni fiduciarie, coloro che assumono il ruolo di fiduciari siano in una posizione di potere e ciò genera un rischio di abuso. Ma questo non significa necessariamente che i rapporti fiduciari siano definiti dalla presenza della fiducia o che i doveri fiduciari servano a promuovere la fiducia. Anzi, nonostante i rapporti fiduciari possano indubbiamente implicare un certo grado di fiducia in senso lato, proprio il termine "fiducia" non ha un significato – semantico, prima ancora che giuridico – univoco, unanimemente condiviso (154). Inoltre, pur

(151) "*No contract is likely to substitute for the trust and mutual regard of the parties. But the law can be used in a way that will help to foster the development of trust and make it rational ... Fiduciary duty ... [makes] trust rational ... fiduciary duty gives each person a reason to trust the other in a long-term relationship of unforeseeable consequences because, backed by legal sanctions, it requires each party to act as if it were trustworthy*". *ID.*, *The Naked Emperor: A Corporate Lawyer Looks at RUPA's Fiduciary Provisions*, cit., pp. 480-481.

(152) R. FLANNIGAN, *Fiduciary Obligation in the Supreme Court*, 54 *Sask. L. Rev.* 45 (1990), *ID.*, *The Fiduciary Obligation*, 9 *Oxford J. Legal Stud.* 285 (1989).

(153) *The traditional rationale for fiduciary responsibility is straightforward. People trust others to act on their behalf or to perform tasks for them ... The mischief that can occur in such circumstances is that the trusted party will divert value away from the trusting party. The trust placed in the trusted party, in other words, will be abused. Public morality is offended by this kind of conduct. The courts, openly asserting this public morality or policy, formulated a liability rule to deter the abuse. ID.*, *Fiduciary Obligation in the Supreme Court*, cit., p. 46.

(154) *Trust may be any of a number of states of mind or forms of conduct. It may be both a state of mind and form of conduct (e.g., a*

prescindendo dal fatto che, essendo la fiducia concepita come una nozione relativa, il problema di individuare la *ratio* delle categoria fiduciaria si sposterebbe "a valle", ossia sull'indagine del motivo per cui la fiducia è stata riposta (155), il maggiore ostacolo interpretativo è rappresentato dal fatto che la fiducia non è necessariamente un elemento essenziale dei rapporti fiduciari. Questa costruzione, infatti, non tiene in debita considerazione (come già la tesi contrattualista pura) il fatto che le relazioni fiduciarie possono anche fondarsi, alternativamente, su un impegno unilateralmente assunto oppure in forza di norma di legge o di provvedimento giurisdizionale. Inoltre, come è stato osservato, "*trusting behaviour that a fiduciary relationship may engender does not adequately furnish a basis on which to differentiate among relationships or actors*" (156). Infatti, così come la fiducia può essere presente (o meno) nei rapporti fiduciari, allo stesso modo essa si può avere in rapporti non fiduciari (ad esempio quelli contrattuali). Il valore morale della fiducia non è quindi, da solo, sufficiente a spiegare o a giustificare i doveri fiduciari.

(b) *ARGUMENTUM EX "PUBLIC POLICY"*

E' opinione diffusa (più) in giurisprudenza e (meno) in dottrina che la responsabilità fiduciaria si fonda su considerazioni di ordine pubblico ("*public policy*") (157).

---

demonstrated attitude or emotion). In any event, there is no agreement about what trust consists in. There are other complexities. Trust may be unilateral or reciprocal. It applies to different levels and kinds of social interaction (interpersonal, organizational, public and political). It also has different objects (e.g., one can trust in the testimony of another, their promises, their competence, and so on). The correlative concept, trustworthiness, is equally unclear. It is uncertain whether trustworthiness is a function of the character, competencies or motivations of a person in whom trust is to be placed, the nature of the relationship between those who give and receive trust, or the social, political, organizational and legal contexts which might influence their motivation or behavior. P.B. MILLER, *Justifying Fiduciary Duties*, cit., p. 34.

(155) L.E. RIBSTEIN, *Law v. Trust*, 81 *B.U. L. Rev.* 553 (2001), F.B. CROSS, *Law and Trust*, 93 *Geo. L. J.* 1457 (2005).

(156) D.A. DeMOTT, *Breach of Fiduciary Duty: On Justifiable Expectations of Loyalty and Their Consequences*, cit., p. 935.

(157) In giurisprudenza, si vedano, ad esempio, *Guth v. Loft, Inc.,* 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939) ("*A public policy, existing through the years, and derived from a profound knowledge of human characteristics and motives, has established a rule that demands of a corporate officer or director, peremptorily and inexorably, the most scrupulous observance*

In altri termini, la categoria fiduciaria sarebbe "*an instrument of public policy. It has been used, and is demonstrably used, to maintain the integrity, credibility and utility of relationships perceived to be of importance in a society. And it is used to protect interests, both personal and economic, which a society is perceived to deem valuable*" (158).

In questo caso, si sottolinea, giustamente, l'importanza sociale di alcuni rapporti fiduciari (ad esempio, genitori-figli, medici-pazienti, amministratori-soci). Tuttavia, il collegamento tra la rilevanza pubblica di detti rapporti e la giustificazione, in termini di "*policy*", dei doveri fiduciari rimane generico. Se, infatti, non è individuato ciò che rende un rapporto fiduciario, diventa impossibile determinare se le sue caratteristiche implicano questioni di interesse pubblico e, se sì, in che modo. Inoltre, anche ammettendo che la natura del rapporto fiduciario sia tale da coinvolgere in qualche modo l'interesse pubblico, non è del tutto chiaro come i doveri fiduciari possano promuoverlo: infatti, non è automatico che se una persona sia incaricata di concentrarsi esclusivamente sugli interessi di un altro soggetto, ciò sia

---

of his duty, not only affirmatively to protect the interests of the corporation committed to his charge, but also to refrain from doing anything that would work to the injury of the corporation, or to deprive it of profit or advantage which his skill and ability might properly bring to it ... The rule that requires an undivided and unselfish loyalty to the corporation demands that there shall be no conflict between duty and self-interest"); *Dutton v. Willner,* 52 N.Y. 312, 319 (1873) ("*the duty of loyalty is founded upon considerations of policy ... not merely to afford a remedy for discovered frauds, but to reach those which may be concealed*"); *Lac Minerals Ltd. v. International Corona Resources Ltd.*, 61 D.L.R. (4th) 14, 47 (S.C.C) (1989) ("*the essence of the imposition of fiduciary obligations is its utility in the promotion and preservation of desired social behaviour and institutions*"); *Hodgkinson v. Simms,* 117 D.L.R. (4th) 161, 186 (S.C.C.) (1994) ("*The desire to protect and reinforce the integrity of social institutions and enterprises is prevalent throughout fiduciary law. The reason for this desire is that the law has recognized the importance of instilling in our social institutions and enterprises some recognition that not all relationships are characterized by a dynamic of mutual autonomy and that the marketplace cannot always set the rules. By instilling this kind of flexibility into our regulation of social institutions and enterprises, the law therefore helps to strengthen them*"). In dottrina, P. FINN, *Fiduciary Obligations*, cit., p. 1, *ID.*, *The Fiduciary Principle*, in T.G. YOUDAN (ed.), *Equity, Fiduciaries and Trusts*, Toronto, 1989, p. 1, *ID.*, *Contract and the Fiduciary Principle*, 12 U.N.S.W. L. J. 76 (1989).

(158) *ID.*, *The Fiduciary Principle*, cit., p. 26.

ipso facto suscettibile di far progredire il benessere sociale complessivo. Pertanto, sebbene non sia impossibile che la devozione assoluta verso l'interesse di un singolo soggetto o di una singola classe di individui – che il dovere di lealtà postula – promuova interessi pubblici, ciò, essendo di fatto controintuitivo, richiede un'adeguata ed articolata giustificazione.

Un'altra ragione di "ordine pubblico" potrebbe rinvenirsi nella necessità che (anche) le relazioni fiduciarie promuovano l'efficienza economica. Diversi autori, specie di matrice "contrattualista pura", hanno citato l'efficienza come giustificazione dei doveri fiduciari, tuttavia, nessuno ha sviluppato una teoria che fondi la *ratio* degli obblighi fiduciari esclusivamente su motivi di efficienza. Come detto, si è sostenuto che i doveri fiduciari siano clausole contrattuali implicite e di *default* in grado di risolvere le inefficienze transattive tipiche dei contratti (159). Tuttavia, un'eventuale teoria che intenda i rapporti fiduciari come mezzi strumentali al perseguimento dell'efficienza economica andrebbe depurata dalle pregiudiziali "*contractarian*" che, come già chiarito, danno erroneamente per scontato che tutte le relazioni fiduciarie sono rapporti contrattuali implicanti costi di *agency*.

(c) *ARGUMENTUM EX "NON-FIDUCIARY LAW"*

L'ultimo tipo di argomentazione "funzionalista" ritiene che i doveri fiduciari siano strumentali alla realizzazione di obiettivi ulteriori, talvolta impliciti, legati alla promozione di comportamenti leciti e, più in generale, alla promozione della legalità nel suo complesso. La *ratio* dei rapporti fiduciari sarebbe, pertanto, pur sempre strettamente giuridica, ma a tale categoria andrebbe negato qualsivoglia tratto distintivo che ne permetta la ricostruzione in termini organici (160). In altri termini, i doveri fiduciari rappresentano una forma di tutela ausiliaria e sussidiaria che l'ordinamento appronta a garanzia della corretta esecuzione di obbligazioni non

(159) H.N. BUTLER & L.E. RIBSTEIN, *Opting Out of Fiduciary Duties: A Response to the Anti-Contractarians*, cit., p. 71, R. COOTER & B.J. FREEDMAN, *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences*, cit., pp. 1064-1069.

(160) M. CONAGLEN, *Fiduciary Loyalty: Protecting the Due Performance of Non-Fiduciary Duties*, Portland, 2010, p. 15, *ID.*, *The Nature and Function of Fiduciary Loyalty*, 121 *Law Q. Rev.* 452 (2005).

fiduciarie. Essi, infatti, sorgono sempre in concomitanza con obbligazioni non fiduciarie e ampliano la soglia di tutela di queste ultime, impedendo che l'inquinamento derivante da una situazione di conflitto di interessi possa pregiudicarne l'esatto adempimento.

Questo contributo si segnala perché offre approfondimenti sulla responsabilità fiduciaria innovativi rispetto al resto delle opinioni dottrinali. In primo luogo, i doveri fiduciari sorgerebbero insieme ad altre obbligazioni, tipicamente contrattuali. In secondo luogo, essi servirebbero ad offrire protezione giuridica ad un'aspettativa del beneficiario (a che il fiduciario agisca nel suo esclusivo interesse), anche se tale aspettativa non è necessariamente (di per sé) oggetto di un preciso obbligo negoziale. Infine, essi accrescerebbero indirettamente il livello di difesa del beneficiario perché imporrebbero al fiduciario di evitare di versare in situazioni in conflitto con l'interesse del beneficiario.

Tuttavia, anche in questo caso, permangono delle perplessità euristiche. Intanto, non viene spiegato il carattere distintivo dell'illecito derivante dalla carenza di *loyalty* e dei rimedi (tipicamente fiduciari) per reprimerla. Questi ultimi, infatti, appaiono talvolta così rigorosi da sembrare persino eccessivamente punitivi in altri contesti. Inoltre, non si comprende appieno la peculiarità dei rimedi fiduciari – e la differenza con quelli non tipicamente fiduciari – se, di fatto, la sanzione non dovrebbe conseguire di per sé alla violazione dei doveri fiduciari, bensì a quella degli obblighi non fiduciari (o contrattuali). Infatti, se il dovere di lealtà è sussidiario e, quindi, la slealtà non è di per sé un illecito, i rimedi fiduciari dovrebbero seguire, e non attrarre o sostituire quelli per reagire ad una violazione contrattuale, come invece accade il più delle volte. Infine, non è chiaro perché il rischio di violazione di obblighi non fiduciari (o contrattuali) dovrebbe giustificare norme di comportamento tanto specifiche e gravose quali quelle tipicamente richieste per il rispetto del dovere di lealtà. La violazione degli obblighi non fiduciari (o contrattuali) è normalmente scoraggiata dal tradizionale apparato rimediale del diritto dei contratti e, in ogni caso, prevede proprie regole di responsabilità. Non può, pertanto, essere il rischio di violazione di un obbligo non fiduciario (o contrattuale), di per sé, a giustificare l'obbligo di totale lealtà richiesto ai fiduciari.

3.2.5.4. Una proposta innovativa

A nostro avviso, nessuna delle teorie fin qui individuate, per i motivi che si sono appena esposti, spiega appieno la peculiarità fiduciaria. Al contrario, riteniamo che la caratteristica principale della relazione fiduciaria, che la distingue da altri rapporti non fiduciari (perlopiù contrattuali), consista nel fatto che il fiduciario è responsabile della selezione e successiva gestione degli interessi del beneficiario. Gli atti compiuti dal fiduciario – che vincolano il beneficiario – sono il frutto di decisioni discrezionali compiute volontariamente dallo stesso fiduciario: questo, anzi, è proprio l'oggetto della prestazione che il fiduciario si è impegnato a compiere in favore e nell'interesse del beneficiario. In effetti, quando conferisce il mandato fiduciario, il beneficiario fa espressamente affidamento sulla capacità del fiduciario di valutare l'affare e sulle sue qualità di gestione dello stesso. Tuttavia, non è sufficiente che le modalità di esecuzione del mandato siano conformi agli standard di diligenza generalmente richiesti nell'esecuzione del contratto: sicuramente, ciò permette di valutare se il fiduciario si sia attestato al di sotto della soglia minima legale nel perseguimento del benessere dal beneficiario (che, a sua volta, può reagire all'inadempimento con l'azione di danni), ma è soltanto quest'ultimo che può valutare se il merito della decisione adottata sia conforme ai suoi interessi o meno (reagendo, se del caso, con la revoca del mandato).

Affinché la relazione fiduciaria possa operare nella sua piena fisiologia è necessaria la delega da parte di un soggetto ad un altro di un potere (anche di rappresentanza) che sia circoscritto, derivato e discrezionale. Il potere è "circoscritto" perché è limitato alle finalità specificamente connesse all'assunzione del ruolo fiduciario, come dettagliate tanto dall'autonomia privata quanto dalla fonte legislativa o giudiziale. Proprio la fonte (o le fonti) del potere ne spiega(no) il carattere "derivato", così che si assiste ad una traslazione di capacità negoziale piuttosto che una sua creazione *ex novo*([161]). Infine, la "discrezionalità" comporta che alla

([161]) E' all'uopo necessario precisare che solitamente, dato che il potere fiduciario è derivato dalla capacità d'agire di un altro soggetto, deve essere conferito mediante una qualche manifestazione di volontà del "cedente". Quale che sia l'origine del rapporto, però, il conferimento non è di solito efficace se non è accettato dal "cessionario", a meno che

persona investita di tale potere sia attribuita un'ampia latitudine di giudizio nel suo esercizio. Infatti, il potere in questione è conferito al fiduciario per consentirgli di agire (in nome e/o) per conto del beneficiario o, comunque, per servire i suoi interessi e, dunque, si tratta di un mezzo per raggiungere obiettivi propri del beneficiario. Il potere può pertanto essere impiegato sia per perseguire fini già individuati dal beneficiario sia, molto più significativamente, per fissare o determinare tali obiettivi ovvero i mezzi per raggiungerli.

Al contempo, però, allorquando un soggetto sia investito del potere fiduciario, il rapporto con il proprio beneficiario è giocoforza asimmetrico. La principale disuguaglianza risiede nel fatto che il fiduciario possa esercitare un'autorità, sia pur derivata, ma di cui il beneficiario si è, nei fatti, spogliato (salvi i casi, come detto, di revoca). E' essenziale, pertanto, che il beneficiario possa disporre di meccanismi adeguati di risposta alla violazione dei doveri fiduciari. I rimedi, infatti, devono essere capaci di garantire che le decisioni del fiduciario siano coerenti con gli interessi del beneficiario. In ultima analisi, la pregnanza dei doveri fiduciari dipende inevitabilmente dall'efficacia dei rimedi disponibili contro la loro violazione, efficacia da valutare in termini di adeguatezza con la peculiarità del rapporto e accessibilità (procedurale) nell'attivazione. Al fine di garantire, poi, che il beneficiario possa consapevolmente decidersi circa il ricorso a siffatti rimedi, è altresì necessario che il fiduciario lo mantenga periodicamente informato e gli comunichi – con modalità e cadenze da stabilire sulla base del rapporto – l'attività svolta.

D'altra parte, è importante ribadire che l'eventuale azione di danni è soltanto uno dei due modi mediante i quali è assicurata l'efficacia dei doveri fiduciari. Anzi, per certi versi, si tratta di rimedio successivo e sussidiario rispetto al diritto di revoca. Il diritto di revocare il fiduciario, infatti, è il meccanismo principale che permette al beneficiario di mantenere il controllo sull'operato del primo. In altre parole, date le caratteristiche tipiche del rapporto fiduciario, i rimedi servono in gran parte a garantire l'imparzialità del fiduciario e ad evitare conflitti di interesse. Essi completano la protezione offerta dal

esso sia imposto obbligatoriamente dallo Stato (nel qual caso i margini per il consenso del "cessionario" sono molto ridotti).

diritto di revoca, che permette di sindacare il modo in cui il fiduciario esercita il suo potere discrezionale. Con la revoca non si sanziona necessariamente l'inadempimento. Piuttosto, essa deriva dalla valutazione personale del beneficiario rispetto a quella che lui considera la politica corretta nel perseguimento dei propri interessi e sanziona l'eventuale non conformità della gestione del fiduciario a siffatta politica.

Per ciò che più attiene al profilo rimediale, un'ultima riflessione deve essere dedicata all'istituto del *disgorgement*, ossia la restituzione di tutti i profitti (ulteriori rispetto all'eventuale compenso) ottenuti dal fiduciario nell'espletamento del proprio mandato. Il *disgorgement* appare, infatti, difficile da giustificare soprattutto per il fatto che esso sfugge ad un rigido inquadramento all'interno delle tradizionali categorie della giustizia commutativa o retributiva.

Si prenda ad esempio il caso in cui il fiduciario abbia sì agito (consapevolmente o meno) in conflitto di interessi, ma lo abbia fatto evidentemente con l'intenzione e allo scopo principale di giovare il beneficiario. Se, quindi, il fiduciario ha agito in buona fede e nell'interesse del beneficiario, egli non dovrebbe essere tenuto a restituire (in tutto o in parte) i guadagni derivati dalla sua slealtà. Al contrario, gli dovrebbe essere consentito di trattenerli (in tutto o in parte), nella misura in cui il conseguimento di tale profitto sia stato comunque coerente con il perseguimento degli interessi del beneficiario. Ciò, a maggior ragione, dovrebbe accadere, quando il fiduciario sia effettivamente riuscito a realizzare gli interessi del beneficiario ovvero quando il comportamento in questione fosse ragionevolmente l'unico mezzo attraverso il quale gli interessi del beneficiario potessero essere perseguiti. Infatti, in casi come questo, non si può negare che il fiduciario abbia fatto tutto ciò che ci si poteva ragionevolmente attendere per perseguire il benessere del fiduciante e il profitto, incidentale alla situazione di conflitto, sembrerebbe innocuo, in quanto non contrario agli interessi del beneficiario.

Oppure si prenda il caso in cui il fiduciario abbia (ancora una volta, consapevolmente o meno) agito in conflitto di interessi e abbia conseguito un vantaggio nel farlo, ma il guadagno in questione sia tale per cui il beneficiario non aveva alcuna ragionevole aspettativa di ottenerlo (per incapacità, per divieto legale o perché non

ne fosse altrimenti in grado). Anche in questo caso, quindi, si dovrebbe concludere che il vantaggio ricevuto non sia stato conseguito a spese del beneficiario.

Si prenda, infine, il caso in cui il fiduciario abbia agito in conflitto di interessi e abbia altresì realizzato dei vantaggi in comune con il beneficiario, ma per raggiungere tali vantaggi abbia investito risorse personali (al di sopra e al di là di quelle eventualmente concordate per l'esecuzione del mandato, senza ottenere un compenso). In tali circostanze il *disgorgement* appare particolarmente ingiusto: non soltanto il beneficiario ha già ottenuto qualcosa che non avrebbe ottenuto altrimenti, ma anzi egli richiede qualcos'altro che con tutta evidenza non gli spetterebbe.

In tutti e tre casi pare che, seppur il fiduciario abbia forse indebitamente conseguito dei guadagni, egli abbia in ogni caso fatto quanto (o più di quanto) la lealtà in senso atecnico richiederebbe. Tuttavia, è pacifico che il beneficiario in tutti e tre i casi abbia a disposizione il rimedio del *disgorgement* senza limiti relativi all'*an* o al *quantum* ovvero senza *onera probandi* che gli impongano di dimostrare che il vantaggio ottenuto dal fiduciario sia avvenuto a sue spese.

La ragione risiede probabilmente nella struttura stessa della relazione fiduciaria, come da ultimo descritta: se, infatti, come detto, il fiduciario agisce in funzione di una traslazione di capacità negoziale, piuttosto che di una sua creazione *ex novo*, il carattere derivato del suo potere si riverbera "a valle" sul carattere derivato dei vantaggi che consegue grazie all'impiego di tale potere, così che egli sarà obbligato alla restituzione, a prescindere dalla sussistenza di un effettivo danno in capo al beneficiario.

4. Conclusioni

All'esito di questa indagine appare evidente che, in entrambi gli ordinamenti presi in considerazione, la relazione che lega gli amministratori ai soci di società di capitali abbia tratto la propria origine dalle figure, perlopiù antecedenti al fenomeno societario, dell'agire nell'interesse altrui. Tali figure sono state successivamente rimodellate (e trasfigurate?) in funzione di un loro adattamento al contesto societario. I meccanismi di adattamento rispondono, peraltro, alle peculiarità proprie dei sistemi di *civil law* e di *common law*: in Italia, infatti, sono state codificate puntualmente,

di volta in volta, formule di responsabilità del fiduciario e di tutela del fiduciante (a seconda dei vari contesti di applicazione); in USA, al contrario, si lascia alla giurisprudenza il compito di adattare plasticamente la figura della *fiduciary relationship* (seppur dai contorni incerti) ai vari casi concreti. Cionondimeno, in entrambi gli ordinamenti c'è stata una progressiva tendenza a temperare il rigore proprio delle originarie tipologie di relazioni fiduciarie allorché si valuti il rapporto fiduciario in ambito societario.

In prospettiva *de iure condendo* e ai fini di orientare l'interprete nell'analisi delle fattispecie concrete, occorre tuttavia ribadire o, forse più opportunamente, recuperare il carattere fiduciario del rapporto tra amministratori e soci. Infatti "*alla persona di fiducia si richiede un comportamento più rigoroso della normale correttezza di mercato*" (162). Ed è per questo che "*gli amministratori devono dedicarsi agli affari sociali con l'intento di promuovere l'interesse comune e non già il proprio*" (163), perché "*il conflitto di interessi inquina il rapporto fiduciario, ed è da questo inquinamento che il diritto deve proteggere*" (164). Il tentativo che più sopra si è offerto, di delineare i tratti tipizzanti della relazione fiduciaria capace di sviluppare una valida teoria generale delle relazioni fiduciarie, deve essere pertanto letto in questo senso. Ciò non soltanto permetterebbe lo sviluppo di un corpo di regole omogenee, in grado di adattarsi alle molteplici sfumature dei casi concreti, ma sarebbe altresì in grado, come è stato notato in passato (165), di sviluppare una rigorosa evoluzione a difesa dell'etica commerciale.

Come si avvertiva in apertura, però, non si possono ignorare le peculiarità tipiche dell'ambito societario. In particolare, a nulla varrebbe il recupero della pregnanza concettuale della categoria fiduciaria se poi questa fosse svuotata di contenuto alla luce della morfologia complessiva delle regole societarie.

---

(162) R. WEIGMANN, *Settimo: Non rubare*, in P. CENDON (a cura di), *I dieci comandamenti*, Milano, 1991, p. 121.
(163) *ID.*, *Settimo: Non rubare*, cit., p. 121.
(164) G. VISENTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, in www.archivioceradi.it, p. 4. Nello stesso senso si veda U. MATTEI, *Il conflitto di interessi come categoria ordinante. Interesse di un'ipotesi di lavoro*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, II, p. 249.
(165) R. WEIGMANN, *Settimo: Non rubare*, cit., p. 124.

Applicato al contesto societario, infatti, lo schema base del rapporto fiduciario risente di alcune variabili che condizionano sia le caratteristiche vere e proprie, sia l'efficacia del vincolo fiduciario. Le variabili in grado di condizionare la struttura e le caratteristiche del vincolo fiduciario sono: *a*) la configurazione degli assetti proprietari e *b*) l'architettura dei mercati finanziari. Le variabili, invece, che ne condizionano l'efficacia sono: *a*) le procedure di nomina/revoca degli amministratori; *b*) l'esperibilità dell'azione di danno per responsabilità civile; *c*) le regole di prevenzione del conflitto d'interessi; *d*) la qualità dell'informazione e l'indipendenza dei controlli.

In particolare, con riferimento alla prima categoria, va rilevato che nelle società a diffusa base azionaria i piccoli azionisti non ritengono conveniente sostenere i costi di una complessa attività di monitoraggio del *management* e dell'andamento dell'impresa, dovendo sostenerne da soli i costi, ma condividerne i benefici con tutti gli altri. A questo punto, perciò, l'azionista diventa "razionalmente apatico", cioè rinuncia scientemente ad esercitare i propri diritti di socio, mantenendo la partecipazione azionaria in vista soltanto della sua redditività. Al contrario, in sistemi nei quali la raccolta di capitali viene mediata da una rete di investitori istituzionali, in grado di detenere partecipazioni azionarie rilevanti nelle imprese di maggiori dimensioni, si assiste a forme di intervento attivo da parte degli azionisti nella vita della società. A sua volta, la struttura dei mercati finanziari condiziona gli assetti proprietari cosicché vengono a contrapporsi, per un verso, le economie nelle quali il finanziamento dell'industria dipende dal mercato mobiliare (mercato-centriche); per altro verso, le economie dipendenti dall'intermediazione bancaria (banco-centriche); per altro verso ancora, quelle che si trovano in posizione intermedia tra le precedenti (miste), spesso per via della presenza dell'attore di mercato "Stato", il quale, pur esercitando una significativa influenza sulle banche e sul finanziamento delle imprese, non soffoca del tutto la libertà di impresa privata. Pertanto, la diffusione delle azioni tra il pubblico e la natura del socio, unitamente alla struttura dell'economia, condizionano l'assetto del vincolo fiduciario.

Con riferimento, invece, alla seconda tipologia di variabili, per spiegarne l'incidenza sul rapporto fiduciario è necessario tenere in considerazione sia la questione della

titolarità del diritto di voto, sia quella delle modalità di espressione del voto medesimo. Inoltre, bisogna verificare in che misura, nella probabile inerzia della società, l'efficacia dell'azione di responsabilità contro l'amministratore per i danni arrecati al patrimonio sociale dipenda dalla possibilità del singolo socio di esperire un'azione derivativa (o, atecnicamente, surrogatoria). Peraltro, assumendo che nelle gestioni complesse, come l'amministrazione di società, il conflitto d'interessi può esaurire la sua influenza sul contenuto politico della decisione (*business judgment*) che non dà la possibilità di provare i vantaggi perduti rispetto ad un'ipotetica diversa politica, è decisivo accertare la soglia di *onus probandi* richiesta all'attore (ad es. inversione dell'onere della prova), nonché i corrispondenti rimedi processuali (ad es. *disgorgement*) per ottenere tutela dei propri interessi (166). D'altra parte, non meno rilevante è la disciplina relativa alla diffusione delle informazioni societarie e ai controlli sulla relativa correttezza: mentre, infatti, la congruità ed attendibilità delle informazioni contenute nei bilanci sono (o dovrebbero essere) attestate da revisori indipendenti – la cui efficienza dipende soprattutto dal loro carico di responsabilità in caso di certificazioni inesatte – l'imposizione di obblighi di *disclosure*, ove la società ricorra al finanziamento attraverso i mercati regolamentati, e le correlate esigenze di correttezza e trasparenza delle informazioni mirano a tutelare gli interessi degli investitori e del mercato.

Nel tentativo di isolare gli effetti di una delle variabili summenzionate sulla relazione fiduciaria in ambito societario, nelle pagine che seguono, si darà conto della alterazione funzionale del rapporto fiduciario tra amministratori e soci nel caso in cui questi ultimi siano titolari di azioni prive del diritto di voto. Atteso, infatti, che detti soci sono strutturalmente privati della possibilità di concorrere alla formazione della volontà sociale e delle prerogative di selezione e rimozione dei propri fiduciari, si verificherà quali siano i casi più frequenti di violazione di

(166) E' necessario, altresì, dar conto della recente prassi societaria, stimolata prevalentemente da fonti di *soft law* (ad es. i codici di *best practices*), di suddividere i consigli di amministrazione in comitati interni (ad es. *audit*, nomine, remunerazioni), nonché del sempre maggiore ricorso ad amministratori indipendenti quali membri del consiglio.

regole fiduciarie e, di converso, gli strumenti a loro disposizione per reagirvi.

SECONDO CAPITOLO

SOMMARIO: 1. Le azioni prive del diritto di voto negli Stati Uniti - 2. Le *preferred shares* - 3. Le origini - 4. Il perimetro normativo di riferimento - 5. Le caratteristiche - 5.1. I diritti patrimoniali - 5.2. I diritti amministrativi - 6. Le ragioni economiche dell'emissione di azioni privilegiate - 7. Gli interessi divergenti degli azionisti privilegiati e di quelli ordinari - 8. L'evoluzione della tutela giurisdizionale degli azionisti privilegiati - 8.1. I diritti degli azionisti privilegiati prima della sentenza *Jedwab* - 8.2. Il caso *Jedwab* - 8.3. Implicazioni pratiche (e problematiche) della decisione *Jedwab* - 8.4. La più recente giurisprudenza sui diritti delle *preferred shares*

1. Le azioni prive del diritto di voto negli Stati Uniti

L'evoluzione dei diritti di voto negli Stati Uniti non è stata del tutto lineare: infatti, dapprima si è fatto ricorso a meccanismi "*per capita*" ("una testa-un voto"), certamente influenzati dalle modalità di voto impiegate nelle società di persone, per poi passare al sistema "*one-share/one-vote*" ed infine, negli ultimi decenni, giungere all'introduzione di una serie di strumenti finanziari – *inter alia* categorie speciali di azioni, "*preferred shares*" (167), azioni a voto multiplo – che alterano la proporzionalità tra rischio e potere. I cambiamenti, come si vedrà appresso, sono stati guidati tanto dalle spinte provenienti dalle forze di mercato, quanto da iniziative regolamentari dirette.

In origine, il primo approccio del diritto statunitense è stato quello di limitare il potere di voto di ogni singolo azionista (168). La prima legge societaria del Delaware, ad esempio, permetteva alle società di determinare nei loro statuti "*what number of shares shall entitle the stockholders to one or more votes*" (169). Nel 1897, poi, la Costituzione dello Stato del Delaware è stata addirittura modificata per imporre l'obbligo "*one-share/one-vote*" in "*all elections where directors are managers of stock corporations*" (170). Ma il legislatore del Delaware ha rapidamente rimosso questo obbligo, sostituendolo con quella che è poi diventata la attuale *section* 212(a) del Delaware General Corporation Law (DGCL) che stabilisce che "*one-share/one-vote*" sia la regola "*unless otherwise provided in the certificate of incorporation*" (171). Di conseguenza, oggi in Delaware essa rappresenta la regola di *default*, ma si continua a consentire l'adozione di regimi di voto alternativi. Altri Stati americani hanno adottato approcci simili, anche se

(167) Ancora una volta una precisazione terminologica è necessaria: nel prosieguo del testo si impiegheranno indifferentemente le espressioni "*preferred shares*" o "azioni privilegiate" in contrapposizione a "*common shares*" o "azioni ordinarie" solo per comodità di redazione, ben sapendo, però, che le rispettive traduzioni non possiedono la stessa latitudine semantico-giuridica negli ordinamenti di riferimento.
(168) Per una descrizione retrospettiva della prassi dell'epoca, si veda *Providence & Worcester Co. v. Baker*, 378 A.2d 121, 125 (Del. 1977)
(169) 17 Del. L. Ch. 147, § 18 (1883).
(170) Delaware Constitution, Art. 9, § 6 (1897).
(171) DGCL § 212(a).

alcuni di essi la impongono come norma imperativa non derogabile dalle parti ([172]).

L'introduzione del requisito "*one-share/one-vote*" nei mercati degli Stati Uniti non fu dettata dalla concorrenza tra ordinamenti: la maggior parte degli Stati consentiva, e consente ancora, la creazione di categorie di azioni con diritto di voto limitato. Né, d'altra parte, la ragione è da rinvenire nelle pressioni provenienti inizialmente dagli operatori del mercato: nel corso del XX secolo, invero, le società non incontravano grosse difficoltà nel collocare azioni senza diritto di voto. Gli azionisti avevano, infatti, evidentemente compreso che il loro potere maggiore era rappresentato dalla minaccia di *exit*, vendendo le azioni, piuttosto che dalla titolarità del diritto di voto, che comunque sarebbe stato raramente esercitato ([173]). Al contrario, la stimolo verso "*one-share/one-vote*" derivò da un marcato ostracismo dell'opinione pubblica dell'epoca verso meccanismi alternativi nonché dalle preoccupazioni del New York Stock Exchange (NYSE) in merito a possibili interventi normativi federali in materia (e relativi danni alla sua reputazione).

([172]) Ad esempio, lo Stato di New York richiede che "*every stockholder of record must be entitled at every stockholders' meeting to one vote for every share standing in his name on the record of stockholders*" 9 N.Y. Jur. 2d Banks and Financial Institutions § 83. Altri Stati, invece, prevedono (o prevedevano) tale principio direttamente nelle rispettive Costituzioni, con la conseguenza che esso non fosse quindi modificabile nemmeno da una deliberazione assembleare adottata all'unanimità. Ad esempio, l'art. 11, sec. 4, della Costituzione del West Virginia (come interpretato nel caso *State ex rel. Dewey Portland Cement Co. v. O'Brien*, 142 W.Va. 451, 463-64 (1956)) sancisce "*that in all elections for directors or managers of incorporated companies, every stockholder shall have the right to vote, in person or by proxy, for the number of shares of stock owned by him, for as many persons as there are directors or managers to be elected*". Oppure la Costituzione del 1870 dell'Illinois prevedeva che "[t]*he General Assembly shall provide, by law, that in all elections for directors or managers of incorporated companies, every stockholder shall have the right to vote, in person or by proxy, for the number of shares of stock owned by him, for as many persons as there are directors or managers to be elected, or to cumulate said shares, and give one candidate as many votes as the number of directors multiplied by the number of his shares of stock shall equal, or to distribute them on the same principle among as many candidates as he shall think fit; and such directors or managers shall not be elected in any other manner*".

([173]) H.G. MANNE, *Some Theoretical Aspects of Share Voting*, 64 *Colum. L. Rev*. 1427 (1964).

Negli Anni Venti, infatti, le società cominciarono a ridurre progressivamente i diritti di voto di alcune categorie di azionisti. Tuttavia, nel 1925, quando alcune tra le più importanti società quotate procedettero a numerose emissioni di azioni ordinarie prive del diritto di voto, si levò un'accesa protesta popolare. In risposta, il NYSE iniziò a negare la quotazione di tali azioni. Pertanto, "[i]*n retrospect, the primary motivation for the NYSE's initial decision on nonvoting common stock was concern about public opinion*." (174).

Nel corso dei decenni successivi, il NYSE ha generalmente insistito con la prassi di negazione della quotazione alle società con azioni senza diritto di voto, salvo rare eccezioni, quando ragioni "politiche" o economiche consigliavano una minore intransigenza (175).

Negli Anni Ottanta, poi, il c.d. mercato del controllo societario diventò particolarmente attivo e, in tale contesto, i diritti di voto acquisirono notevole importanza. La minaccia di scalate ostili indusse gli amministratori a discostarsi dal regime "*one-share/one-vote*" in favore di altri, specie nell'ambito delle "*dual-class recapitalization*" come manovra difensiva (176). Gli amministratori, compreso che il sistema "*one-share/one-vote*" era divenuto troppo rischioso (e costoso) per loro, cominciarono a fare pressioni lobbistiche perché il NYSE modificasse la sua prassi operativa. Contemporaneamente, lo stesso NYSE, dopo aver goduto per decenni di una posizione

(174) J. SELIGMAN, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, 54 *Geo. W. L. Rev*. 687, 695 (1986).

(175) Ad esempio, nel 1956 il NYSE ammise la quotazione di una categoria di azioni della Ford Motor Company, sebbene la famiglia Ford controllasse il 40% dei diritti di voto. In tema si veda R.B. THOMPSON, *Collaborative Corporate Governance: Listing Standards, State Law and Federal Regulation*, 38 *Wake Forest L. Rev*. 961, 977 (2003). Il NYSE fece lo stesso con le azioni New York Times, sebbene, in questo caso, ogni azione detenuta dal pubblico dei risparmiatori dava diritto ad un voto soltanto, mentre quelle della famiglia al comando a 10 (per azione).

(176) In una "*dual-class recapitalization*", una società procede ad un aumento di capitale emettendo una nuova categoria di azioni ordinarie con diritto di voto superiori a quelli delle azioni già emesse. Queste ultime in genere ricevono, in compensazione, dividendi più elevati. La ragione per cui il *board* procede all'emissione di una nuova classe di azioni con diritto di voto superiori è che, se queste sono sottoscritte da soggetti comunque vicini al *management*, i possessori probabilmente si opporranno ad un'eventuale scalata ostile.

incontrastata sul mercato, subì la concorrenza del NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation) e dell'AMEX (American Stock Exchange), nessuno dei quali richiedeva "*one-share/one-vote*". In risposta a queste pressioni, di stampo politico e concorrenziale, il NYSE abbandonò la sua prassi precedente e cominciò a permettere sistemi di voto diversi da "*one-share/one-vote*", formalizzando definitivamente il suo approccio più liberale nel 1986 (177).

La dottrina dell'epoca fu, in genere, molto critica nei confronti del cambio di *policy* del NYSE (178). Di riflesso, supportata anche in questo caso dalla maggior parte degli autori (179), nel 1988 la SEC emanò la *Rule* 19c-4, che imponeva alle società di gestione dei mercati regolamentati di negare la quotazione a quelle società che avessero "*shares with unequal voting rights unless initially offered to the market in that structure*" (180). Tuttavia, due anni dopo, la Corte d'Appello del Circuito di D.C. ritenne che tale norma andasse al di là della competenza regolamentare della SEC, abrogando quindi la *Rule* (181). Alla fine, la SEC esercitò una pressante opera di

(177) L'effetto della concorrenza fu evidente sin dal 1982, allorquando General Motors acquistò EDS e mise sul mercato azioni a voto limitato, sfidando il NYSE a negarne la quotazione. Di riflesso, il NYSE stesso mitigò il proprio approccio, di fatto incoraggiando altre società a ricorrere a tipologie di azioni a voto differenziato.

(178) S.J. GROSSMAN & O.D. HART, *One Share-One Vote and the Market for Corporate Control*, 20 *J. Fin. Econ*. 175 (1988); M. HARRIS & A. RAVIV, *Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules*, 20 *J. Fin. Econ*. 203 (1988). In generale, si veda D.M. BRANSON, *Corporate Governance "Reform" and the New Corporate Social Responsibility*, 62 *U. Pitt. L. Rev*. 205, 209 (2001).

(179) *Voting Rights Listing Standards – Disenfranchisement Rule*, Exchange Act Release No. 25891 (July 7, 1988) (ove i commenti di Ronald Gilson, Jeffrey Gordon, Roberta Karmel, Manning Warren, Elliott Weiss in favore della regola). Nello stesso senso anche S.M. BAINBRIDGE, *The Short Life and Resurrection of Rule 19c-4*, 69 *Wash. U. L. Q*. 565 (1991); J.C. COFFEE, Jr., *Racing Toward the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on Corporate Governance*, 102 *Colum. L. Rev*. 1757 (2002); M.G. WARREN III, *One Share, One Vote: A Perception of Legitimacy*, 14 *J. Corp. L*. 89, 93 (1988), R.J. GILSON, *Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes*, 73 *Va. L. Rev*. 807 (1987). *Contra* L. LOWENSTEIN, *Shareholder Voting Rights: A Response to SEC Rule 19c-4 and to Professor Gilson*, 89 *Colum. L. Rev*. 979 (1988).

(180) Ossia che avessero cercato di ridurre i diritti di voto di qualsiasi categoria di azionisti successivamente alla quotazione di quelle azioni.

(181) *Business Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990)

moral suasion che convinse le società di gestione ad adottare talune misure che limitassero l'emissione di azioni senza diritto di voto o più categorie di azioni con diritti di voto differenziati. Attualmente, i regolamenti dei mercati consentono alle società quotate di emettere categorie di azioni senza diritto di voto o a voto limitato, ma soltanto a determinate condizioni e con certe garanzie ([182]): esse, cioè, possono emetterle al momento della quotazione (ad esempio in un IPO), ma non possono successivamente adottare meccanismi che (modifichino o) limitino i diritti di voto delle azioni già esistenti.

Durante gli ultimi due decenni, poi, le prassi di mercato hanno continuato ad evolversi e la recente ondata di innovazione finanziaria ancora una volta ha inciso sulle modalità e sulle tecniche di voto. Le società hanno aggiunto nuovi strumenti – la maggior parte dei quali sprovvisti di diritto di voto – alle loro strutture finanziarie, tra cui i titoli ibridi, le azioni correlate e i titoli i cui diritti di voto dipendono dalla durata del periodo di relativo possesso.

D'altro canto, i legislatori (statale e federale) sono ormai più attenti a come l'esercizio del diritto di voto sia influenzato – ad esempio – dalle tecniche di difesa contro le scalate ostili o dalle regole sulla sollecitazione delle deleghe, piuttosto che da come il diritto di voto in sé sia allocato tra gli azionisti.

In definitiva, "*one-share/one-vote*" rimane la regola dominante, seppur con eccezioni di rilievo. Tuttavia, come detto, la prassi e le norme sul punto si sono evolute principalmente in risposta a timori di regolamentazione federale o per iniziative normative dirette. Al contrario, le pressioni del mercato e la concorrenza tra Stati, e tra società di gestione dei mercati, hanno spinto nella direzione opposta. Ciò è accaduto nonostante si sia sempre sostenuto che il meccanismo in questione sia utile a riallineare proprietà e controllo, quindi, almeno in via di principio, strumentale ad un efficientamento della *governance*. In conclusione, sebbene la qualificazione della regola "*one-share/one-vote*" come modello più efficiente possibile ([183]), alla luce dello sviluppo storico del suo

([182]) NYSE Listed Company Manual, 313.00(B)(1)-(3) *Voting Rights* (2004).
([183]) Di questo avviso, F.H. EASTERBROOK & D.R. FISCHEL, *Voting in Corporate Law*, cit., p. 403, B.S. BLACK & R. KRAAKMAN, *A Self-*

impiego, sia una ricostruzione parziale, si può convenire sul fatto che essa rimanga un'utile regola di *default*, con una propria, innegabile, funzionalità ([184]).

2. Le *preferred shares*

Tra le azioni a voto ristretto o limitato emesse negli Stati Uniti, una particolare attenzione – per le ragioni esplicitate nell'Introduzione del presente lavoro – va rivolta alle "*preferred shares*", in considerazione del fatto, se non altro, che esse rappresentano ormai una categoria socialmente tipica.

Le azioni privilegiate, infatti, sono uno strumento finanziario spesso definito "ibrido" perché esse mutuano caratteristiche sia dal capitale di rischio ("*equity*") che da quello di debito ("*debt*"). Le azioni privilegiate, infatti, sono tali perché le pretese dei relativi possessori sono soddisfatte con priorità rispetto agli azionisti ordinari per quanto riguarda la distribuzione dei dividendi (trimestrali) e del patrimonio netto in sede di liquidazione. In particolare, con riferimento alla prima prerogativa, la società emittente è tenuta a pagare agli azionisti privilegiati il dividendo di loro spettanza prima di poter distribuirli agli azionisti ordinari. Con riferimento alla seconda prerogativa, in sede di liquidazione, l'emittente deve corrispondere agli azionisti privilegiati un certo ammontare – cioè un importo specificato – incrementato di eventuali dividendi già maturati ma non pagati, prima di poter versare le risorse residue agli azionisti ordinari. Alla luce di tali caratteristiche, le azioni privilegiate rappresentano un investimento meno rischioso rispetto a

---

Enforcing Model of Corporate Law, cit., pp. 1945-1946. *Contra* J. SELIGMAN, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, cit. pp. 695- 696, S. MARTIN & F. PARTNOY, *Encumbered Shares*, 2005 *U. Ill. L. Rev*. 775 (2005).

([184]) R. LA PORTA *et al*., *Legal Determinants of External Finance*, 52 *J. Fin*. 1131, 1142 (1997); S. CLAESSENS *et al*., *On Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia*, World Bank, Working Paper No. 2088, 1999, disponibile presso il sito http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstractid=202390, B.S. BLACK & R. KRAAKMAN, *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*, 109 *Harv. L. Rev*. 1911, 1945 (1996); B.S. BLACK, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, 48 *UCLA L. Rev*. 781 (2000), J.N. GORDON, *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 *Cal. L. Rev.* 3, 60 (1988).

quelle ordinarie, ma più rischioso rispetto alle obbligazioni.

Per quanto concerne le ulteriori caratteristiche delle azioni privilegiate, esse sono dotate di limitati (ove, addirittura, non totalmente assenti) diritti di voto; possono essere riscattate a discrezione della società o su richiesta dei soci; possono, inoltre, essere convertibili in azioni ordinarie della società o scambiabili con titoli di debito dagli attributi simili. In realtà, però, la concreta fisionomia della maggior parte di questi altri diritti è rimessa all'autonomia privata: essi, cioè, devono formare oggetto di specifica negoziazione tra la società emittente e i potenziali acquirenti.

Come detto, le azioni privilegiate sono simili, per certi versi, alle azioni ordinarie e, per altri, alle obbligazioni. Le caratteristiche che le avvicinano alle azioni ordinarie sono: 1) dividendi distribuiti a discrezione del consiglio di amministrazione, ma solo in ottemperanza alle regole sull'integrità del capitale sociale, se previste dallo Stato di costituzione della società; 2) (limitati) doveri fiduciari degli amministratori verso gli azionisti privilegiati; 3) indeducibilità ai fini fiscali dei dividendi corrisposti alle azioni privilegiate; 4) durata illimitata dell'investimento, almeno fino al momento dell'eventuale riscatto; 5) subordinazione rispetto ai creditori della società in sede di liquidazione; 6) diritti, obblighi e caratteristiche indicati nell'atto costitutivo della società o sue successive modificazioni. Al contrario, le caratteristiche che le avvicinano alle obbligazioni sono: 1) valore nominale elevato (appunto simile a quello delle obbligazioni); 2) dividendi periodici e di ammontare (perlopiù) definito (simili agli interessi sul debito); 3) diritto di conversione; 4) diritto di riscatto; 5) limitati diritti di voto; 6) priorità rispetto alle azioni ordinarie in sede di liquidazione; 7) diritti e obblighi principalmente contrattuali. Tuttavia, i dividendi spettanti alle azioni privilegiate sono pagabili a discrezione del consiglio di amministrazione della società e, peraltro, solo con fondi residui dopo il pagamento di tutte le obbligazioni sociali. Inoltre, a differenza degli obbligazionisti, gli azionisti privilegiati non possono chiedere il fallimento della società.

In definitiva, sebbene le corti considerino le azioni privilegiate come capitale di rischio ([185]), ciò non ha impedito agli azionisti privilegiati di sostenere il contrario, soprattutto, quando la società è in difficoltà finanziarie, ossia quando l'ordine di soddisfazione dei *claimants* diventa di attualità ([186]).

3. Le origini

Fin dall'inizio del loro impiego – nell'Inghilterra del 1840 – le "*preferred shares*" ([187]) sono state un titolo ibrido, dalla fisionomia incerta, a metà tra strumento di rischio (capitale) e di debito (obbligazioni). Alle origini, infatti, esse si svilupparono in Gran Bretagna per superare la resistenza di quegli azionisti recalcitranti all'emissione di nuove azioni – a seguito di aumenti di capitale a pagamento – in considerazione del rischio di vedere diluita la propria partecipazione al capitale medesimo. Tali azioni "*usually combined the features of both fixed-income and equity securities. They provided a set rate, thus in some ways resembling common stock. Moreover, a corporation could not be forced into "receivership" (i.e. the ancient form of bankruptcy) if dividends, unlike bond interest, fell in arrears*" ([188]).

4. Il perimetro normativo di riferimento

Come anticipato in precedenza, sebbene i diversi Stati americani possano avere regole parzialmente divergenti, in generale, le leggi vigenti non impongono che tutte le azioni emesse dalla società possiedano il diritto di voto. Né, tantomeno, richiedono che tutte le azioni dotate di diritti di voto rechino eguali diritti amministrativi ([189]).

([185]) Per tutte, si veda *HB Korenvaes Investments, LP v Marriott Corp*., 1993 WL 205040 (Del. Ch.).
([186]) Per tutte, si veda *Harbinger Capital Partners Master Fund I, Ltd. v. Granite Broadcasting Corp*., 906 A.2d 218 (Del. Ch.) 2006.
([187]) Per ulteriori riferimenti alla giurisprudenza e alla dottrina dell'epoca, si veda C. COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio (nell'organizzazione della società per azioni)*, Milano, 1984, pp. 31 ss.
([188]) J. BARRON BASKIN & P.J. MIRANTI Jr., *A History of Corporate Finance*, Cambridge, 1997, pp. 151-157.
([189]) W.T. ALLEN *et al*., *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, New York, 3 ed., 2009, p. 202.

Con riferimento alla legge societaria modello, cioè il c.d. *Revised Model Business Corporation Act* ("RMBCA") del 1984 ([190]), ad esempio, viene in rilievo, in primo luogo,

([190]) Il *Model Act* è un testo "paralegislativo", un articolato cioè che non ha efficacia giuridica di per sé, ma soltanto in quanto venga replicato in atti dotati di forza di legge emanati dai singoli Stati. Di seguito, quindi, si riportano le disposizioni di due tra le leggi societarie più importanti negli Stati Uniti, quelle del Delaware e di New York.
In particolare, la *section* 151 ("*Classes and Series of Stock; Rights etc.*") del *Delaware General Corporation Law* ("DGCL") recita:

> "*(a) Every corporation may issue one or more classes of stock or one or more series of stock within any class thereof, any or all of which classes may be of stock with par value or stock without par value and which classes or series may have such voting powers, full or limited, or no voting powers, and such designations, preferences and relative, participating, optional or other special right, and qualifications, limitations or restrictions thereof, as shall be stated and expressed in the certificate of incorporation or of any amendment thereto, or in the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors pursuant to authority expressly vested in it by the provisions of its certificate of incorporation [...]*
>
> *[...]*
>
> *(c) The holders of preferred or special stock of any class or of any series thereof shall be entitled to receive dividends at such rates, on such conditions and at such times as shall be stated in the certificate of incorporation or in the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors as hereinabove provided, payable in preference to, or in such relation to, the dividends payable on any other class or classes or of any other series of stock, and cumulative or noncumulative as shall be so stated and expressed. When dividends upon the preferred and special stocks, if any, to the extent of the preference to which such stocks are entitled, shall have been paid or declared and set apart for payment, a dividend on the remaining class or classes or series of stock may then be paid out of the remaining assets of the corporation available for dividends as elsewhere in this chapter provided.*
>
> *(d) The holders of the preferred or special stock of any class or of any series thereof shall be entitled to such rights upon the dissolution of, or upon any distribution of the assets of, the corporation as shall be stated in the certificate of incorporation or in the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors as hereinabove provided.*
>
> *(e) Any stock of any class or of any series thereof may be made convertible into, or exchangeable for, at the option of either the holder or the corporation or upon the happening*

of a specified event, shares of any other class or classes or any other series of the same or any other class or classes of stock of the corporation, at such price or prices or at such rate or rates of exchange and with such adjustments as shall be stated in the certificate of incorporation or in the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors as hereinabove provided.

(f) If any corporation shall be authorized to issue more than 1 class of stock or more than 1 series of any class, the powers, designations, preferences and relative, participating, optional, or other special rights of each class of stock or series thereof and the qualifications, limitations or restrictions of such preferences and/or rights shall be set forth in full or summarized on the face or back of the certificate which the corporation shall issue to represent such class or series of stock, provided that, except as otherwise provided in § 202 of this title, in lieu of the foregoing requirements, there may be set forth on the face or back of the certificate which the corporation shall issue to represent such class or series of stock, a statement that the corporation will furnish without charge to each stockholder who so requests the powers, designations, preferences and relative, participating, optional, or other special rights of each class of stock or series thereof and the qualifications, limitations or restrictions of such preferences and/or rights. Within a reasonable time after the issuance or transfer of uncertificated stock, the corporation shall send to the registered owner thereof a written notice containing the information required to be set forth or stated on certificates pursuant to this section or § 156, § 202(a) or § 218(a) of this title or with respect to this section a statement that the corporation will furnish without charge to each stockholder who so requests the powers, designations, preferences and relative participating, optional or other special rights of each class of stock or series thereof and the qualifications, limitations or restrictions of such preferences and/or rights. Except as otherwise expressly provided by law, the rights and obligations of the holders of uncertificated stock and the rights and obligations of the holders of certificates representing stock of the same class and series shall be identical.

(g) When any corporation desires to issue any shares of stock of any class or of any series of any class of which the powers, designations, preferences and relative, participating, optional or other rights, if any, or the qualifications, limitations or restrictions thereof, if any, shall not have been set forth in the certificate of incorporation or in any amendment thereto but shall be provided for in a resolution or resolutions adopted by the board of directors pursuant to authority expressly vested in it by the certificate of incorporation or any amendment

thereto, a certificate of designations setting forth a copy of such resolution or resolutions and the number of shares of stock of such class or series as to which the resolution or resolutions apply shall be executed, acknowledged, filed and shall become effective, in accordance with § 103 of this title. Unless otherwise provided in any such resolution or resolutions, the number of shares of stock of any such series to which such resolution or resolutions apply may be increased (but not above the total number of authorized shares of the class) or decreased (but not below the number of shares thereof then outstanding) by a certificate likewise executed, acknowledged and filed setting forth a statement that a specified increase or decrease therein had been authorized and directed by a resolution or resolutions likewise adopted by the board of directors. In case the number of such shares shall be decreased the number of shares so specified in the certificate shall resume the status which they had prior to the adoption of the first resolution or resolutions. When no shares of any such class or series are outstanding, either because none were issued or because no issued shares of any such class or series remain outstanding, a certificate setting forth a resolution or resolutions adopted by the board of directors that none of the authorized shares of such class or series are outstanding, and that none will be issued subject to the certificate of designations previously filed with respect to such class or series, may be executed, acknowledged and filed in accordance with § 103 of this title and, when such certificate becomes effective, it shall have the effect of eliminating from the certificate of incorporation all matters set forth in the certificate of designations with respect to such class or series of stock. Unless otherwise provided in the certificate of incorporation, if no shares of stock have been issued of a class or series of stock established by a resolution of the board of directors, the voting powers, designations, preferences and relative, participating, optional or other rights, if any, or the qualifications, limitations or restrictions thereof, may be amended by a resolution or resolutions adopted by the board of directors. A certificate which: (1) states that no shares of the class or series have been issued; (2) sets forth a copy of the resolution or resolutions; and (3) if the designation of the class or series is being changed, indicates the original designation and the new designation, shall be executed, acknowledged and filed and shall become effective, in accordance with § 103 of this title. When any certificate filed under this subsection becomes effective, it shall have the effect of amending the certificate of incorporation; except that neither the filing of such certificate nor the filing of a restated certificate of incorporation pursuant to § 245 of this title shall prohibit the board of directors from subsequently adopting such resolutions as authorized by this subsection".

Al contrario, la *section* 501 ("*Authorized shares*") del *New York Business Corporation Law* ("NYBCL") recita:

> "*(a) Every corporation shall have power to create and issue the number of shares stated in its certificate of incorporation. Such shares may be all of one class or may be divided into two or more classes. Each class shall consist of either shares with par value or shares without par value, having such designation and such relative voting, dividend, liquidation and other rights, preferences and limitations, consistent with this chapter, as shall be stated in the certificate of incorporation. The certificate of incorporation may deny, limit or otherwise define the voting rights and may limit or otherwise define the dividend or liquidation rights of shares of any class, but no such denial, limitation or definition of voting rights shall be effective unless at the time one or more classes of outstanding shares or bonds, singly or in the aggregate, are entitled to full voting rights, and no such limitation or definition of dividend or liquidation rights shall be effective unless at the time one or more classes of outstanding shares, singly or in the aggregate, are entitled to unlimited dividend and liquidation rights.*
> *(b) If the shares are divided into two or more classes, the shares of each class shall be designated to distinguish them from the shares of all other classes. Shares which are entitled to preference in the distribution of dividends or assets shall not be designated as common shares. Shares which are not entitled to preference in the distribution of dividends or assets shall be common shares, even if identified by a class or other designation, and shall not be designated as preferred shares.*
>
> *(c) Subject to the designations, relative rights, preferences and limitations applicable to separate series and except as otherwise permitted by subparagraph two of paragraph (a) of section five hundred five of this article, each share shall be equal to every other share of the same class. With respect to corporations owning or leasing residential premises and operating the same on a cooperative basis, however, provided that (1) liquidation or other distribution rights are substantially equal per share, (2) changes in maintenance charges and general assessments pursuant to a proprietary lease have been and are hereafter fixed and determined on an equal per-share basis or on an equal per-room basis or as an equal percentage of the maintenance charges, and (3) voting rights are substantially equal per share or the certificate of incorporation provides that the shareholders holding the shares allocated to each apartment or dwelling unit owned by the corporation shall be entitled to one vote in the aggregate regardless of the number of shares allocated to*

il disposto della *Section* 6.01 ("*Authorized Shares*"), che recita:

> *(a) The articles of incorporation must set forth any classes of shares and series of shares within a class, and the number of shares of each class and series, that the corporation is authorized to issue. If more than one class or series of shares is authorized, the articles of incorporation must prescribe a distinguishing designation for each class or series and must describe, prior to the issuance of shares of a class or series, the terms, including the preferences, rights, and limitations, of that class or series. [...]*
>
> *(b) The articles of incorporation must authorize:*
>
> > *(1) one or more classes or series of shares that together have unlimited voting rights, and*
> >
> > *(2) one or more classes or series of shares (which may be the same class or classes as those with voting rights) that together are entitled to receive the net assets of the corporation upon dissolution.*
>
> *(c) The articles of incorporation may authorize one or more classes or series of shares that:*
>
> > *(1) have special, conditional, or limited voting rights, or no right to vote [...] except to the extent prohibited by this Act.*
> >
> > *(2) are redeemable or convertible as specified in the articles of incorporation:*
> >
> > > *(i) at the option of the corporation, the shareholder, or another person or upon the occurrence of a specified event;*

---

the apartment or dwelling unit or the number of shareholders holding such shares, shares of the same class shall not be considered unequal because of variations in fees or charges payable to the corporation upon sale or transfer of shares and appurtenant proprietary leases that are provided for in proprietary leases, occupancy agreements or offering plans or properly approved amendments to the foregoing instruments".

> *(ii) for cash, indebtedness, securities, or other property; and*
>
> *(iii) at prices and in amounts specified, or determined in accordance with a formula;*
>
> *(3) entitle the holders to distributions calculated in any manner, including dividends that may be cumulative, noncumulative, or partially cumulative; or*
>
> *(4) have preference over any other class or series of shares with respect to distributions, including distributions upon the dissolution of the corporation.*

Questa disposizione richiede, in primo luogo, che l'atto costitutivo preveda l'emissione di almeno una classe ([191]) di azioni dotate delle due caratteristiche considerate fondamentali, ossia diritto di voto "pieno" e il diritto di ricevere una quota proporzionale degli utili netti e, in caso di liquidazione della società, del patrimonio netto residuo. Una classe di azioni che gode di queste caratteristiche viene definita "*common stock*". Tuttavia, più di una classe di azioni può essere qualificata come "*common stock*", a patto che ciascuna rechi una "*distinguishing designation*" che permetta di individuare i diritti speciali di cui i loro possessori possono godere ([192]).

Al di là di queste scarne indicazioni prescrittive, tuttavia, alla società è data grande libertà nell'emissione di "*preferred shares*", ovvero, come detto, titoli con una qualche preferenza di ordine patrimoniale rispetto alle azioni ordinarie. Dette preferenze, però, devono essere chiaramente indicate e descritte nell'atto costitutivo prima

([191]) Anche in questo caso pare opportuna una precisazione terminologica: come si è visto nei testi normativi riportati, l'ordinamento statunitense distingue le "classi" ("*classes*") dalle "serie" ("*series*") di azioni. Una traduzione italiana, forse non del tutto congruente, potrebbe assimilare le "*classes*" alle "categorie" e le "*series*" alle "sottocategorie". Ancora una volta, per comodità di redazione, nel prosieguo si impiegheranno indifferentemente i termini "classe", "serie" o "categoria".

([192]) § 6.01(a) RMBCA, *Official Comment*, 1.a.

dell'emissione delle relative azioni ([193]). La lista di cui alla *section* 6.01(c) deve essere intesa come puramente esemplificativa e non esaurisce le varianti, come individuate dall'autonomia privata, ammissibili ai sensi di legge ([194]).

In particolare, per quanto concerne i diritti di voto, è importante notare che la medesima *section* 6.01(c) consente ad una società di emettere azioni senza diritto di voto "*except to the extent prohibited by this Act*". Altre disposizioni del RMBCA (specificamente le §§ 7.26, 10.04, 11.04) all'uopo stabiliscono che le "*shares that are designated to be nonvoting [...] vote as separate voting groups on amendments to articles of incorporation and other organic changes in the corporation that directly affect that class*" ([195]).

In alternativa, piuttosto che descrivere puntualmente i termini di ogni classe di azioni emesse, l'atto costitutivo può attribuire al consiglio di amministrazione il potere di definire i tratti caratterizzanti di una nuova categoria di azioni ("*blank check preferred stock provision*"), a condizione che nessuna azione di tale classe sia già stata precedentemente emessa. Infatti, ai sensi della *section* 6.02 ("*Terms of Class or Series Determined by Board of Directors*"):

> *(a) If the articles of incorporation so provide, the board of directors is authorized, without shareholders approval, to:*

([193]) Quando una società ha più di una serie di azioni privilegiate in circolazione in un dato momento, generalmente le si individua definendole, in ordine progressivo, "serie A", "serie B", "serie C", e così via. In assenza di disposizioni dell'atto costitutivo in senso contrario, i possessori di una serie di azioni privilegiate sono posti sullo stesso piano, in termini di priorità nelle preferenze (c.d. "*pari passu*"), rispetto ai possessori delle azioni appartenenti a tutte le altre serie. Pertanto, in sede di liquidazione, ove la società non disponesse di fondi necessari per poter soddisfare tutte le preferenze dei vari azionisti privilegiati, essa distribuirà tra tutti loro le risorse disponibili su base proporzionale. In giurisprudenza, in senso conforme, si veda *Burton v. Exxon Corp*., 583 F.Supp. 405 (S.D.N.Y. 1984)).

([194]) § 6.01(c) RMBCA, *Official Comment*, 3.g.

([195]) § 6.01(c) RMBCA, *Official Comment*, 3.b.

> *(1) classify any unissued share into one or more classes or into one o more series within a class,*
>
> *(2) reclassify any unissued shares of any class into one or more classes or into one or more series within one or more classes, or*
>
> *(3) reclassify any unissued shares of any series of any class into one or more classes or into one or more series within a class.*
>
> *(b) If the board of directors acts pursuant to subsection (a), it must determine the terms, including the preferences, rights and limitations, to the same extent permitted under section 6.01, of:*
>
> *(1) any class of shares before the issuance of any shares of that class, or*
>
> *(2) any series within a class before the issuance of any shares of that series.*
>
> *(c) Before issuing any shares of a class or series created under this section, the corporation must deliver to the secretary of state for filing articles of amendment setting forth the terms determined under subsection (a).*

In tal modo, gli amministratori non hanno bisogno di convocare un'assemblea *ad hoc*, al fine di essere delegati – mediante una votazione degli azionisti – all'emissione di nuove "*preferred shares*". Tuttavia, è pur sempre necessario che gli azionisti (verosimilmente soltanto quelli "comuni") abbiano già approvato un'apposita modifica dell'atto costitutivo che preveda la "*blank check rule*". Il più delle volte, invero, le clausole dell'atto costitutivo che autorizzano il consiglio di amministrazione ad emettere "*preferred shares*" sono redatte in modo molto ampio, al fine di garantire al cda un elevato grado di flessibilità in relazione alle operazioni di finanza straordinaria ([196]).

([196]) R.T. McDERMOTT, *Legal Aspects of Corporate Finance*, New York, 4 ed., 2006, p. 301. Inoltre, § 6.02 RMBCA, *Official Comment*, afferma che tale disposizione "*permits the board of directors, if authority to do so is contained in the articles, to fix the terms of a class*

Le società cercano di emettere azioni privilegiate in modo da poter sfruttare le fluttuazioni del tasso di sconto. Poiché le opportunità in tal senso possono concretizzarsi, ma al contempo svanire, molto rapidamente, per le imprese non sarebbe conveniente attendere fino all'apposita assemblea degli azionisti che approvi la modifica dell'atto costitutivo per l'emissione delle azioni privilegiate. Questo, peraltro, è particolarmente vero per le società quotate, che devono rispettare le regole sulla sollecitazione delle deleghe, contenute nel *Security and Exchange Act* del 1934, quando si cerchi l'adozione di una delibera assembleare.

Quando fa ricorso a questo strumento, il *board*, come detto, adotta una delibera consiliare che verrà inserita in un c.d. "*certificate of designation*" o "*certificate of amendment*" (a seconda dello Stato in cui è stata costituita la società). Una volta che tali documenti siano depositati presso gli uffici competenti (equivalenti al registro delle imprese italiano), diventano parte dell'atto costitutivo della società ([197]). La necessità di ottenere l'approvazione degli azionisti, a questo punto, è pertanto evitata.

In definitiva, i diritti dei possessori di "*preferred shares*" e i correlativi obblighi della società emittente sono definiti direttamente nell'atto costitutivo o, in alternativa, nella risoluzione che il Consiglio di Amministrazione abbia adottato, ove l'atto costitutivo stesso ammetta ciò ([198]).

---

of shares to meet the corporate needs, including current requirements of the securities market or the exigencies of negotiations for acquisition of other corporations or properties, without the necessity of holding a shareholders' meeting to amend the articles".

([197]) La necessità di ottenere l'approvazione degli azionisti in questo momento è pertanto evitata (cfr. DGCL §§ 102(a)(4) e 151(g)).

([198]) In queste fonti viene specificato, anzitutto, se una data serie di azioni privilegiate è *cumulative* o *noncumulative* e sarà stabilito l'ammontare della preferenza nella distribuzione dei dividendi e del patrimonio netto in sede di liquidazione. Inoltre, a seconda di quanto concordato tra società emittente e (futuri) azionisti privilegiati, possono essere fornite queste ulteriori indicazioni: 1) numero di azioni offerte e prezzo per azione; 2) rendimento annuo; 3) priorità rispetto ad altri strumenti finanziari; 4) diritti di voto; 5) diritto di riscatto; 6) diritto di conversione, 7) diritto di scambio con strumenti di debito; 8) diritti di partecipazione (agli utili).

Queste fonti sono generalmente indicate come "*preferred shareholders' contract*" ([199]). Come è stato osservato, tuttavia, è essenziale constatare che tale "contratto" con i "*preferred shareholders*" non sempre – o non necessariamente – è un contratto integralmente negoziato su un piano paritetico dalle parti. Al contrario, esso potrebbe facilmente diventare un "contratto di adesione" ([200]). In altre parole, a meno che un potenziale investitore abbia direttamente concordato i termini della sua partecipazione al capitale di rischio, il più delle volte è l'*underwriter* (vale a dire, solitamente, una banca di investimento) che contratta con la società l'introduzione di alcuni termini specifici all'interno dell'atto costitutivo. In tal modo, quest'ultimo è solo preoccupato del fatto che alcune clausole (che quindi tendenzialmente si standardizzano nella prassi) siano presenti al fine di garantire che tali azioni siano effettivamente sottoscritte. L'investitore finale, invece, ha solo una scelta "*take-it-or-leave-it*": egli, infatti, non può che "aderire" al "contratto" così come convenuto dai promotori (o dagli azionisti originari) e dall'*underwriter* ([201]).

Naturalmente – soprattutto se si accetta la teoria dei mercati efficienti – si potrebbe supporre che i "*preferred shareholders*" paghino per queste azioni un prezzo che riflette puntualmente la mancanza di potere contrattuale al momento in cui le decisioni di investimento sono state adottate ([202]). La loro "acquiescenza" alle

([199]) Di questo avviso R.M. BUXBAUM, *Preferred Stock – Law and Draftsmanship*, 42 *Cal. L. Rev.* 243 (1954). In giurisprudenza si veda *Rothschild Int'l Corp. v. Liggett Corp.*, Del. Supr., 474 A.2d 133, 136 (1984) ("*A certificate of incorporation is viewed as a contract among shareholders, and general rules of interpretation apply to its terms*").

([200]) R.W. HAMILTON & R.A. BOOTH, *Corporation Finance*, St. Paul, 3 ed., 2001, p. 313.

([201]) Più in generale, per quanto concerne le modalità di emissione, le "*preferred shares*" potrebbero essere parte di un IPO rivolta alla generalità degli investitori. Successive emissioni potrebbero avvenire in sede di aumento del capitale, attraverso l'esercizio del diritto di opzione da parte degli attuali azionisti o di sottoscrizione con pagamento di sovrapprezzo da parte del resto degli investitori. aumenti del capitale. Si veda E. BANKS, *Finance – The Basics*, New York, 2 ed., 2011, p. 97.

([202]) R.W. HAMILTON & R.A. BOOTH, *Corporation Finance*, cit., p. 313. Ad esempio, se si adottasse un modello di valutazione del valore delle "*preferred shares*" basato sul dividendo cui tali strumenti danno diritto, assumendo che sia in cifra fissa predeterminata (denominata ("*perpetuity*"), il meccanismo per calcolarne il valore sarebbe il

condizioni di investimento esistenti, tuttavia, non significa necessariamente rimettere le proprie sorti agli amministratori e agli azionisti ordinari: parrebbe pertanto erroneo, o almeno arbitrario, inferire che essi abbiano scientemente rinunciato ad ogni protezione ulteriore rispetto a quelle previste nell'atto costitutivo. Allo stesso modo, parrebbe altresì arbitrario fondare la tutela degli azionisti privilegiati esclusivamente sul loro potere contrattuale semplicemente perché essi hanno alla fine accettato le disposizioni dell'atto costitutivo.

5. Le caratteristiche

Le "*preferred shares*", in aggiunta alle azioni ordinarie ("*common shares*"), possono essere raggruppate nella categoria del capitale di rischio, cioè una delle due principali fonti di finanziamento della società (in alternativa al capitale di debito) ([203]). Dal punto di vista strettamente giuridico, poi, le "*preferred shares*" sono considerate alla stessa stregua delle azioni ordinarie ([204]): per esempio, esse sono incluse nella sezione del patrimonio netto (capitale) del bilancio (insieme con le azioni

---

seguente: $PP = D/(1+CP)^{t1} + D/1+CP)^{t2} + ... \rightarrow D/CP$, laddove PP indica il valore delle *preferred*, D rappresenta il dividendo (periodico) che attribuiscono e CP denota il costo. Si veda E. BANKS *Finance – The Basics*, cit., p. 93.

D'altra parte, il numero di azioni offerte e il prezzo per azione dipendono dalla quantità di capitale che la società sta cercando di raccogliere. Poiché, infatti, le azioni privilegiate sono tipicamente emesse al loro valore nominale, il numero di azioni è determinato dividendo l'ammontare di capitale raccolto per il valore nominale del titolo deciso al momento della sua emissione.

([203]) Questo di solito viene definito "*external financing*", in contrasto con l'"*internal financing*", in base al quale la società impiega gli utili non distribuiti (e le riserve) come fonte di capitale per nuovi investimenti.

([204]) In giurisprudenza, per tutte, si veda *HB Korenvaes Investments, L.P. v. Marriott Corp*., 1993 WL 205040 (Del. Ch.). Gli azionisti privilegiati hanno talvolta tentato – senza successo – di sostenere che essi avevano diritto di fruire dei rimedi di cui godono solitamente i creditori – *Harbinger Capital Partners Master Fund I, Ltd. v. Granite Broadcasting Corp*., 906 A.2d 218 (Del. Ch. 2006) – anche se, in realtà, questi titoli possono presentare caratteristiche che assomigliano alle obbligazioni (valore nominale elevato, dividendi periodici e regolari, simili ai pagamenti di interessi, diritti di voto limitati, diritti di conversione, priorità rispetto alle azioni ordinarie in sede di liquidazione, altri diritti definiti contrattualmente), per la cui analisi si veda *infra* nel testo.

ordinarie); inoltre, la normativa fiscale assimila i dividendi distribuiti agli azionisti privilegiati alle distribuzioni di utile netto agli azionisti (ordinari), piuttosto che considerarli un costo (deducibile) per la società, come nel caso degli interessi pagati agli obbligazionisti ([205]); poi, ove la società versi in stato di crisi, qualsiasi atto di disposizione del patrimonio della società stessa a favore degli azionisti privilegiati potrebbe essere reso inefficace a seguito di revocatoria ("*fraudulent conveyance laws*"); infine, le disposizioni della normativa fallimentare assegnano a qualsiasi classe di debitori la priorità nell'ordine di soddisfazione in sede di liquidazione rispetto agli azionisti privilegiati ([206]).

Al di là di queste osservazioni generali, poco altro è precisato a livello normativo. In particolare, nulla è specificato circa i diritti e gli obblighi cui danno vita le azioni privilegiate. Al contrario, come già visto, le disposizioni in questione autorizzano le "*blank check provisions*", quelle cioè che permettono all'atto costitutivo

([205]) La §243(a)-(c) dell'*Internal Revenue Code* (IRC) rende le azioni privilegiate particolarmente utili nelle operazioni di finanziamento infra-gruppo: infatti, nel caso di finanziamenti basati su contratti di mutuo, la società debitrice otterrebbe una deduzione fiscale sugli interessi pagati, ma la società creditrice dovrebbe includere il pagamento integrale degli interessi come reddito d'impresa tassabile; al contrario, strutturando la stessa operazione come un investimento in azioni privilegiate, è pur vero che la società debitrice non otterrebbe alcuna deduzione per i dividendi distribuiti (in luogo degli interessi), ma per contro la società creditrice conseguirebbe il beneficio di ricevere dividendi esenti da imposte. Più in particolare, la deduzione è (1) pari al 70% del dividendo ricevuto da una società se la società ricevente possiede meno del 20 per cento delle azioni (per valore e diritto di voto) della società che lo eroga; (2) pari all'80% se la società ricevente possiede tra il 20% e l'80% della società che lo eroga; (3) il 100% se la società ricevente possiede più dell'80% della società che lo eroga.
D'altro canto, però, emettere azioni privilegiate a persone fisiche non crea alcun beneficio fiscale, in quanto, per un verso, i dividendi non sarebbero deducibili dalla società debitrice, mentre, per altro verso, non sarebbe riconosciuta alcuna esenzione fiscale per gli individui dividendi ricevuti. R.W. HAMILTON & R.A. BOOTH, *Corporation Finance*, cit., p. 313.

([206]) Si veda W.W. BRATTON, *Corporate Finance – Cases and Materials*, New York, 6 ed., 2008, pp. 486-487. Inoltre, il pagamento di un dividendo o il riscatto delle azioni potrebbero entrare in conflitto con le regole sul capitale, atteso che, come detto, quelle privilegiate sono pur sempre "*equity*". Peraltro, il dividendo non può essere erogato se alla società non residuano utili disponibili dopo che tutti i debiti sono stati soddisfatti.

di autorizzare l'emissione di nuove (classi di) azioni privilegiate – le cui condizioni sono stabilite con deliberazioni del consiglio di amministrazione senza necessità di votazione dell'assemblea – in termini "*open-ended*" (207).

In tale contesto normativo, è evidente che è stata la prassi a trasformare questa creatura amorfa in uno strumento finanziario (apparentemente) appetibile. Come il nome stesso suggerisce, infatti, la caratteristica principale delle azioni privilegiate, semplificando al massimo, consiste nel fatto che ad esse è riconosciuto un tal quale tipo di preferenza rispetto alle azioni ordinarie (208). Inoltre, si può – altrettanto genericamente – soggiungere che esse sembrano combinare alcuni degli attributi delle due modalità classiche di finanziamento delle imprese, vale a dire le azioni ordinarie (cioè rischio) e le obbligazioni (cioè debito): quindi, esse sono spesso descritte come "ibrido" (209). In teoria, gli azionisti privilegiati dovrebbero beneficiare della flessibilità offerta da questo tipo di strumento, dato che possono combinare i tratti più interessanti delle azioni e delle obbligazioni. In pratica, però, gli interessi di tali azionisti possono essere seriamente compromessi, in assenza di protezioni legali, contrattuali o fiduciarie. Infatti, come è stato sostenuto, "*preferred stock is generally viewed as representing the worst of both possible worlds*" (210).

---

(207) W.W. BRATTON, *Corporate Finance – Cases and Materials*, cit., pp. 486-487.

(208) A. STONE DEWING, *The Financial Policy of Corporations*, New York, 5 ed., 1953, p. 128, per il quale "*the use of the word "preferred" carries no necessary or invariable implications except that somewhere and somehow the stock is alleged to have at least one preference right*". In giurisprudenza, si veda *Gaskill v. Gladys Bell Oil Co*., Del. Ch., 146 A. 337, 339 (1929) ("*the mere word "preferred" unless it is supplemented by a definition of its significance conveys no special meaning. The holder of preferred stock must, therefore, refer to the appropriate language of the corporate contract for the ascertainment of his rights*").

(209) Per tutti si vedano W.A. KLEIN *et al*., *Business Organization and Finance – Legal and Economic Principles*, New York, 11 ed., 2010, p. 305 ("*They are also referred to as "compromise securities*") e J.D. COX & T. LEE HAZEN, *Business Organizations Law*, New York, 3 ed., 2011, p. 540.

(210) R.W. HAMILTON & R.A. BOOTH, *Corporation Finance*, cit., p. 313 secondo i quali "*the holder obtains neither the enforceable claim to interest and repayment of principal that is provided by debt nor the rights of the residual owner that is provided by common shares*".

In generale, sebbene le azioni privilegiate emesse da società diverse possano presentare differenze, anche significative, tra di loro, tuttavia, esse tendenzialmente mostrano alcune caratteristiche di base comuni. Questi attributi possono essere raggruppati in due categorie: i diritti patrimoniali e i diritti amministrativi (essenzialmente di voto).

5.1. I diritti patrimoniali

In primo luogo, le azioni privilegiate hanno diritto a ricevere (periodicamente) i dividendi con priorità rispetto alle azioni ordinarie ([211]). L'ammontare di tali distribuzioni può consistere tanto in una percentuale della somma originariamente versata al momento dell'emissione oppure una cifra predeterminata (per azione). Tuttavia, questo diritto è stato tradizionalmente definito come "negativo": in altre parole, alle azioni ordinarie non può essere distribuito un dividendo, prima che sia pagato per l'intero quello di spettanza degli azionisti privilegiati; ma se non è distribuito alcun dividendo (neanche agli azionisti ordinari), gli azionisti privilegiati non hanno diritto ad esercitare le proprie prerogative ([212]).

([211]) L'ampia autonomia privata permette comunque alle società di emettere azioni privilegiate con preferenza limitata alla sola fase di liquidazione. Sul punto si veda *Shintom Co., Ltd. v. Audiovox Corporation*, 888 A.2d 225 (Del. Supr. 2005).

([212]) In assenza di specifiche clausole dell'atto costitutivo che dispongano il contrario, gli amministratori godono di ampia discrezionalità nel decidere di non distribuire dividendi (a prescindere dalla natura – come si dirà appresso – cumulativa o meno delle azioni privilegiate). Il punto, originariamente non pacifico in giurisprudenza, si è ormai consolidato: per tutte si vedano *Wabash Railway Co. v. Barclay*, 280 U.S. 197 (1930), *Guttmann v. Illinois Central R. Co*., 189 F.2d 927 (2nd Cir.), cert. denied, 342 U.S. 867 (1951), *In re Sunstates Corp. Shareholder Litigation*, 788 A.2d 530 (Del. Ch. 2001). In senso contrario, *Sanders v. Cuba Railroad Co*., 21 N.J. 78, 85, 120 A.2d 849, 852 (1956), *Leeds & Lippincott Co. v. Nevius*, 144 A.2d 4 (N.J. Super. 1958).
Talvolta, l'atto costitutivo può prevedere che i dividendi siano distribuiti soltanto se l'utile di esercizio supera una certa soglia. Ammettono questa possibilità *L.L. Constantin & Co. v. R.P. Holding Corp.*, 56 N.J.Super. 411, 153 A.2d 378 (Ch. Div. 1959), *Arizona Western Ins. Co. v. L.L. Constantin & Co*., 247 F.2d 388 (3rd Cir. 1957).

Quando l'azione privilegiata è "*noncumulative*", i dividendi che gli amministratori non dichiarano e non distribuiscono negli esercizi precedenti, non maturano, ossia non sono oggetto di diritti degli azionisti in quelli successivi. Pertanto, la decisione di non pagare un dividendo in un dato esercizio significa, in quasi tutti gli Stati, che esso non può essere legalmente pagato in un secondo momento, pur se il *board* sia disposto e la società abbia i fondi disponibili per farlo. Tuttavia, se tale dividendo non viene corrisposto alle azioni privilegiate, la società non può distribuire dividendi alle azioni ordinarie. In questo caso, si dice quindi che all'azione privilegiata spetta un diritto soltanto eventuale ("*contingent*") a ricevere un dividendo ([213]).

Al contrario, quando l'azione privilegiata è "*cumulative*", i dividendi che il *board* non ha dichiarato e distribuito negli esercizi precedenti (c.d. "*arrearages*") non si estinguono, ma anzi maturano. Pertanto, nessun dividendo può essere distribuito alle azioni ordinarie se prima non vengono pagati agli azionisti privilegiati anche gli "*arrearages*" ([214]). Quando, poi, l'azione privilegiata è "*fully cumulative*", la società è tenuta a versare somme ulteriori agli azionisti privilegiati rispetto a quelle loro spettanti per via della preferenza.

In definitiva, nel caso di azioni privilegiate *noncumulative*, tale strumento si avvicina molto alle azioni ordinarie, viceversa, ove esse siano *cumulative* (o

---

([213]) J.D. COX & T. LEE HAZEN, *Business Organizations Law*, cit., pp. 542-543. W.H.S. STEVENS, *Rights of Non-Cumulative Preferred Stockholders*, 34 *Colum. L. Rev.* 1439 (1934), ha individuato "*three principal kinds of non-cumulative preferred share, including a) discretionary dividend type; b) cumulative-if-earned or "mandatory dividend" type; c) dividend credit type*". In giurisprudenza si vedano *Dohme v. Pacific Coast Co.*, 5 N.J.Super. 477, 68 A.2d 490 (1949), *Guttmann v. Illinois Central R. Co.*, 189 F.2d 927 (2nd Cir.), cert. denied, 342 U.S. 867 (1951), *Sanders v. Cuba Railroad Co.*, 21 N.J. 78, 85, 120 A.2d 849, 852 (1956). In dottrina, Note, *Dividend Rights of Non-Cumulative Preferred Stock*, 61 *Yale L.J.* 245 (1952), Note, *Right of Non-Cumulative Preferred Stockholders to Back Dividends Earned But Unpaid*, 74 *U. Pa. L. Rev.* 605 (1926).

([214]) J.W. MARKHAM & T. LEE HAZEN, *Corporate Finance – Cases and Materials*, St. Paul, 2004, p. 276, avvertono comunque che "*cumulative preferred stock that is in arrears on dividends will usually trade at a discount. This provides an opportunity for the corporation to buy up those shares at a price less than their liquidating value and accrued dividends or to otherwise avoid those preferences*".

fully cumulative) mentre nel primo caso è molto più vicino alle obbligazioni ([215]).

In secondo luogo, le azioni privilegiate hanno diritto alla priorità nella distribuzione del patrimonio netto in sede di liquidazione. Ciò li tutela in caso di andamento negativo della *performance* societaria, al contrario La priorità rispetto agli azionisti ordinari per quanto di quella concernente la distribuzione dei dividendi (trimestrali) che beneficia gli azionisti privilegiati in caso di risultati positivi della società. Infatti, in sede di liquidazione, una volta che i creditori siano stati pienamente soddisfatti, le azioni privilegiate hanno diritto di ricevere le quote di spettanza del patrimonio netto residuo con priorità rispetto alle azioni ordinarie. Tuttavia, l'importo del pagamento è (di solito) limitato alla somma oggetto del conferimento originario, cui si aggiungono i c.d. "*arrearages*", vale a dire, come noto, tutti i dividendi maturati negli esercizi precedenti, ma non ancora distribuiti. Inoltre, se lo scioglimento è volontario,

([215]) Il rendimento annuale, o "*yield*" di una nuova categoria di azioni privilegiate riflette i valori attuali dei tassi di interesse del mercato a causa, come già detto, delle caratteristiche delle azioni privilegiate che le avvicinano ai titoli di debito. Tali azioni, quindi, rappresentano un investimento più rischioso delle obbligazioni. Il loro rendimento, pertanto, è di solito superiore al tasso di interesse per un titolo di debito equivalente. Il rendimento di una data categoria di azioni privilegiate spesso viene indicato in percentuale annua nello stesso nome di quella categoria (ad esempio, "*5% Convertible Series B Preferred Stock*, *par value $25 per share*) o, talvolta, è indicato il rendimento annuale in quota fissa (ad esempio "*$2.25 Convertible Series C Preferred Stock, par value $50 per share*").
E' possibile altresì emettere azioni privilegiate a rendimento variabile. Particolari tipologie di azioni privilegiate sono le "*remarketed preferred stock*", che pagano un dividendo a tasso variabile che viene rideterminato periodicamente da un *remarketing agent* e che consente al possessore di cedere la propria azione al valore nominale (come rideterminato) o al prezzo originario d'acquisto, oppure le "*auction-rate preferred stock*", anch'esse a dividendo variabile, il cui ammontare viene modificato a precisi intervalli mediante un'asta in cui gli offerenti ne determinano il valore. Queste variazioni sono solitamente impiegate per ragioni di tipo fiscale o prudenziale. In particolare, per la descrizione di questi e di altri strumenti adottati dalle banche per rispettare i limiti di capitale, si veda T.H. EVESON, *Financial and Bank-Holding Company Issuance of Trust Preferred Securities*, 6 N.C. Banking Institute 315-317 (2002).

alle azioni privilegiate sono spesso riconosciute somme supplementari ([216]).

Nel caso in cui la società non disponga di fondi sufficienti a pagare a tutti gli azionisti privilegiati la loro preferenza, le risorse residue vengono divise in modo proporzionale tra di essi. D'altra parte, però, il valore di questa preferenza ben potrebbe essere solamente apparente, allorquando la società sia profondamente indebitata durante la fase di liquidazione.

In terzo luogo, le azioni privilegiate sono (di solito) riscattabili a richiesta dell'emittente ("*callable shares*") ([217]), ad un prezzo definito (di solito in base al valore

([216]) Ormai si è soliti specificare nell'atto costitutivo se una determinata operazione (ad esempio, una fusione, la vendita degli *asset* o un'altra operazione straordinaria) rappresenti un evento da assimilare alla liquidazione – tale da permettere agli azionisti privilegiati di esercitare i propri diritti preferenziali – al fine di evitare equivoci terminologici che possono condurre al contenzioso. In giurisprudenza, si vedano ad esempio *Anderson v. Cleveland-Cliffs Iron Co.*, 87 N.E.2d 384, 387 (1948) ("*It is clear that the term "dissolution" as used in the preferred shareholders contract means statutory dissolution*"), *Robinson v. T.I.M.E.-DC*, Inc., 566 F. Supp. 1077, 1079 (1983) ("*Neither the merger nor consolidation ... nor a sale, transfer or lease of all or any part of the assets of the Corporation, shall be deemed to be a liquidation, dissolution, or winding up of the Corporation ...*"). In argomento si vedano altresì *Matthews v. Groove Networks*, 2005 WL 3498423 (Del. Ch.), *In re Appraisal of Ford Holdings, Inc. Preferred Stock*, 698 A.2d 973 (Del. Ch. 1997), *Rothschild Int'l Corp. v. Liggett Corp.*, Del. Supr., 474 A.2d 133, 136 (1984), *Treves v. Menzies*, 37 Del. Ch. 330, 142 A.2d 520 (1958), *Maffia v. American Woolen Co.*, 125 F.Supp. 465 (S.D.N.Y. 1954), *Langfelder v. Universal Laboratories, Inc.*, 163 F.2d 804 (3rd Cir. 1947), *Adams v. United States Distributing Corp.*, 184 Va. 134, 149, 34 S.E.2d 244, (1945), *Craddock-Terry Co. v. Powell*, 181 Va. 417, 25 S.E.2d 363 (1943), *Jones v. St. Louis Structural Steel Co.*, 267 Ill. App. 576 (1932), *Geiger v. American Sending Machine Co.*, 124 Ohio St. 222, 177 N.E. 594 (1931), *Petry v. Harwood Electric Co.*, 280 Pa. 142, 124 A. 302 (1924).
Nelle operazioni di *venture capital*, però, gli investitori cercano di ottenere, nella speranza di realizzare un profitto dal proprio investimento, azioni privilegiate convertibili in caso di opa o di acquisizione della società. T.J. HARRIS, *Modeling the Conversion Decisions of Preferred Stock*, 58 *Bus. Law.* 587 (2002-2003). In tale scenario, pertanto, è essenziale che vengano indicati gli eventi che fanno scattare il diritto di conversione. R.T. McDERMOTT, *Legal Aspects of Corporate Finance*, cit., p. 344.

([217]) Gli azionisti privilegiati le cui azioni sono state riscattate non sono più tecnicamente azionisti della società, una volta che la data del riscatto sia trascorsa. Le azioni di coloro che non hanno materialmente restituito i titoli oltre quella data rappresentano un

nominale, al valore in sede di liquidazione o al prezzo originario di emissione) ([218]), aumentato, se le azioni sono "*cumulative*", di tutti i dividendi maturati ma non ancora pagati, oltre a un ulteriore, eventuale, premio (in genere modesto). In tal caso ("riscatto volontario" o "*voluntary redemption*") ([219]), gli azionisti privilegiati impegnano il loro investimento nell''impresa a tempo indeterminato ([220]) – almeno fino alla liquidazione della società – proprio come fanno gli azionisti ordinari. Quando, però, sono previsti obbligatoriamente degli accantonamenti in un c.d. "*sinking fund*" – come quelli che divennero popolari alla fine del 1970 e all'inizio del 1980 per contrastare gli elevati tassi di inflazione – destinato a soddisfare le pretese degli azionisti privilegiati, tali azioni assomigliano di più alle obbligazioni ([221]). Un "*sinking fund*" è

---

titolo che li legittima soltanto a ricevere il prezzo del riscatto, senza ulteriori interessi, da parte della società, successivamente a quella data.

Anche in questo caso è opportuno specificare se una fusione o altre operazioni straordinarie rappresentano eventi che giustificano o impongono il riscatto. In assenza di siffatta clausola, "*under the Delaware General Corporation Law, a conversion of shares to cash that is carried out in order to accomplish a merger is legally distinct from a redemption of shares by a corporation*" (*Rauch v. RCA Corporation*, 861 F.2d 29, 30 (2nd Cir. 1988)).

([218]) La § 6.01(c) del RMBCA precisa che le azioni privilegiate "*are redeemable or convertible as specified in the articles of incorporation: (i) at the option of the corporation, the shareholder, or another person or upon the occurrence of a specified event; (ii) for cash, indebtedness, securities, or other property; and (iii) at prices and in amounts specified, or determined in accordance with a formula*". Nello stesso senso si vedano le §§ 512 e 513 del NYBCL e le §§ 151(b), 160, 243 del DGCL.

([219]) Il riscatto può essere anche "obbligatorio" ("*compulsory*") per la società ad una determinata data ovvero quando si verifica un determinato evento (ad esempio in occasione di un mutamento del controllo azionario ovvero in un giorno specifico di un determinato anno). In alternativa, gli azionisti privilegiati possono obbligare la società a riscattare le le proprie azioni (ad una data predeterminata o quando essi ritengano opportuno) allorché sia stata loro accordata un'opzione "*put*" nel contratto. Questo genere di clausole sono di solito incluse al fine di rendere tali azioni più attraenti per quegli investitori che mostrano maggiore avversione al rischio. In questo senso si esprimono § 6.01(c) RMBCA, *Official Comment*, 3.c, e, in dottrina, J.D. COX & T. LEE HAZEN, *Business Organizations Law*, cit., p. 547.

([220]) Tuttavia, gli azionisti privilegiati possono talvolta ottenere che per un certo numero di anni, a seguito dell'emissione, le loro azioni non siano riscattabili ("*call protection*").

([221]) M.J. GOMBOLA & W. OGDEN, *Effects of a Sinking Fund on Preferred Stock Marketability: A Probit Analysis*, 27 *Q. J. Bus. Econ.*

essenzialmente un conto separato finanziato attraverso alcune risorse che la società si impegna a dedicare a

---

41 (1988), W.W. BRATTON, *Corporate Finance – Cases and Materials*, cit., pp. 486-487. Un altro strumento usato in quel periodo fu il c.d. "*adjustable dividend rate preferred stock*" i cui possessori hanno diritto ad un dividendo – che nel caso in cui l'azionista della società emittente sia un'altra società sarà in larga misura esente da imposta – legato all'indice dei titoli del Tesoro statunitense e variabile ogni trimestre entro un valore minimo ed uno massimo. R.T. McDERMOTT, *Legal Aspects of Corporate Finance*, cit., p. 335.
Inoltre, nello stesso periodo le azioni privilegiate diventarono particolarmente interessanti per quegli investitori che, a causa di vincoli normativi, non potevano detenere azioni ordinarie, ma miravano cionondimeno ad ottenere vantaggi fiscali simili a quelli che garantivano gli strumenti di debito. Questo sviluppo ha indotto la SEC ad adottare norme che imponessero di trattare le azioni privilegiate obbligatoriamente riscattabili in modo simile a quello delle obbligazioni ai fini della loro iscrizione in bilancio e del relativo trattamento contabile. *SEC Presentation in Financial Statements of "Redeemable Preferred Stocks"*, Securities Act Release No. 6097, Accounting Series Release No. 268 July 27, 1979.
Di conseguenza le norme tributarie (ed in particolare la § 305(c) dell'IRC) furono modificate al fine di considerare reddito imponibile il prezzo di riscatto superiore allo 0.25% all'anno. L'articolo in questione così recita:

> "(c) *Certain transactions treated as distributions*
> *For purposes of this section and section 301, the Secretary shall prescribe regulations under which a change in conversion ratio, a change in redemption price, a difference between redemption price and issue price, a redemption which is treated as a distribution to which section 301 applies, or any transaction (including a recapitalization) having a similar effect on the interest of any shareholder shall be treated as a distribution with respect to any shareholder whose proportionate interest in the earnings and profits or assets of the corporation is increased by such change, difference, redemption, or similar transaction. Regulations prescribed under the preceding sentence shall provide that - (1) where the issuer of stock is required to redeem the stock at a specified time or the holder of stock has the option to require the issuer to redeem the stock, a redemption premium resulting from such requirement or option shall be treated as reasonable only if the amount of such premium does not exceed the amount determined under the principles of section 1273(a)(3), (2) a redemption premium shall not fail to be treated as a distribution (or series of distributions) merely because the stock is callable, and (3) in any case in which a redemption premium is treated as a distribution (or series of distributions), such premium shall be taken into account under principles similar to the principles of section 1272(a)*".

questo scopo. Comunemente, tali fondi sono rappresentati da accantonamenti periodici di patrimonio netto in eccesso rispetto al capitale, individuati sulla base di quanto dettagliato nel contratto ([222]).

Alla luce delle caratteristiche appena descritte, appare chiaro che, anche se sono formalmente considerate "*equity*", le azioni privilegiate non godono della caratteristica più interessante delle azioni ordinarie, vale a dire il diritto di beneficiare dell'incremento di valore della società. Tuttavia, l'atto costitutivo può offrire questa opportunità anche agli azionisti privilegiati in due modi: da un lato, ad essi può essere concesso il diritto di convertire le proprie azioni in ordinarie (ossia di scambiare una o più azioni privilegiate con un certo numero di azioni ordinarie, secondo un determinato rapporto) ([223]); dall'altro lato, gli azionisti privilegiati

([222]) J.D. COX & T. LEE HAZEN, *Business Organizations Law*, cit., p. 548.

([223]) Questo importante diritto – come confermato, nella prassi, dal fatto che ad esempio il principale strumento di investimento del finanziere Warren Buffet è rappresentato proprio da azioni privilegiate convertibili – è di solito attivato a discrezione di ogni azionista privilegiato, che decide in autonomia di convertire le sue azioni in ordinarie ad un prezzo (di conversione) determinato. Tuttavia, la conversione può anche essere automatica, quando avviene al verificarsi di determinati eventi. La conversione, anzi, è particolarmente utile proprio in quei casi in cui non esiste un mercato liquido nel quale gli azionisti privilegiati possono agevolmente disinvestire. Allo stesso tempo, però, il diritto di conversione si può prestare a manipolazioni fraudolente, finalizzate a deprimere artificialmente il prezzo delle azioni ordinarie, in modo da acquistarne un maggior numero in sede di conversione (si veda in proposito in giurisprudenza *Internet Law Library, Inc. v. Southridge Capital Management*, LLC, 223 F.Supp.2d 474, 479 (S.D.N.Y. 2002)). Questo può avvenire in particolare quando la conversione si basa su un rapporto variabile ("*floating*"), così che le azioni sono definite "*floorless convertible*", "*toxic convertible*" o "*death spiral convertible*" (*Log On America, Inc. v. Promethean Asset Management L.L.C.*, 223 F.Supp. 2d435, 439, n. 3 (S.D.N.Y. 2001)). Per un'analisi dettagliata delle scelte che gli azionisti privilegiati potrebbero adottare, a seconda del loro diritto di conversione, si veda T.J. HARRIS, *Modeling the Conversion Decisions of Preferred Stock*, cit., pp. 587 ss.
Talvolta poi la conversione può essere subordinata al preventivo esercizio della facoltà di riscatto volontario da parte della società. Ove la società indichi che intende esercitare il diritto di riscatto, la società di fatto spinge gli azionisti privilegiati a convertire i loro titoli, se il valore aggregato delle azioni ordinarie che l'azionista privilegiato riceve al momento della conversione è superiore al prezzo di riscatto (di quelle privilegiate). In tale circostanza, la società trova

possono sia "partecipare" ai dividendi – cioè viene loro riconosciuto il diritto di concorrere con gli azionisti ordinari nella distribuzione di utili ulteriori (supplementari rispetto a quelli che hanno già ricevuto in virtù delle loro preferenze) ([224]) – sia "partecipare" durante la fase di liquidazione, ossia, ancora una volta, concorrere con gli azionisti ordinari anche nella distribuzione del patrimonio netto in sede di liquidazione della società, in aggiunta a quanto già è stato pagato in ossequio alla loro preferenza ([225]). Si parla perciò in entrambi i casi di "*participating preferred stock*". In tali circostanze, dapprima gli azionisti privilegiati hanno diritto di percepire una somma fissa; poi anche agli azionisti ordinari viene versato un importo fisso; infine, qualsiasi ammontare residuo è diviso tra privilegiati e ordinari, secondo parametri prestabiliti e in base ad un rapporto predeterminato. Così facendo, gli azionisti privilegiati possono beneficiare di qualsiasi incremento di valore, mantenendo la preferenza in caso di relativo decremento.

---

conveniente "forzare" la conversione in modo da non dover pagare i dividendi agli azionisti privilegiati al momento del riscatto. La società, tuttavia, deve, adeguatamente e in tempo utile, informare i possessori di azioni privilegiate convertibili del fatto che essa voglia esercitare il diritto di riscatto in modo che gli azionisti privilegiati siano in grado di convertire le loro azioni prima del riscatto, ove decidano di farlo. In questo senso, in giurisprudenza si veda *Van Gemert v. Boeing Co*., 520 F.2d 1373 (2d Cir. 1975).

([224]) Sebbene la maggioranza delle corti statunitensi ritenga che, in assenza di un'apposita clausola dell'atto costitutivo che disponga espressamente in merito, agli azionisti privilegiati spetti soltanto la somma fissa e determinata derivante dalla loro preferenza (tra le altre si vedano *Englander v. Osborne*, 104 A. 614 (Pa. 1918), *St. Louis Southwestern Ry. Co. v. Loeb*, 318 S.W.2d 246 (Mo. 1958), *Squires v. Balbach Co.*, 177 Neb. 465, 129 N.W.2d 462 (1964)), tuttavia è stato talvolta sostenuto, al contrario, che ad essi debba essere riconosciuto il diritto di partecipare in modo paritetico con gli azionisti ordinari delle prerogative di questi ultimi (così *Niles v. Ludlow Valve Mfg. Co*., 202 F. 141 (2nd Cir. 1913)).

([225]) Secondo J.D. COX & T. LEE HAZEN, *Business Organizations Law*, cit., p. 548 (e la giurisprudenza *ivi* citata), "[L]*iquidation preference most often includes a right to receive any arrears of cumulative dividends in priority to any distribution of assets to the common shareholders. It has generally been held that a liquidation preference including accrued dividends is valid, whether or not there are accumulated earnings or surplus available for dividends. The formerly prevalent rule that dividends cannot be paid out of capital is applicable only to a going concern, not on final liquidation and winding up after payment of the corporation's debts*".

5.2. I diritti amministrativi

Anche per quanto riguarda i diritti amministrativi la legge non è di particolare ausilio nell'individuare i tratti distintivi delle azioni privilegiate. Le disposizioni normative, per lo più dispositive, non impongono precise limitazioni alle azioni privilegiate in ordine, ad esempio, al diritto di voto: esse, infatti, in principio potrebbero sia essere dotate del diritto di voto sia non esserlo. Di solito, però, i poteri di voto accordati alle azioni privilegiate non sono particolarmente significativi. Da un punto di vista funzionale, il motivo è abbastanza comprensibile: dato che il titolare di tali azioni è di solito in una posizione (funzionalmente) simile a quella di chi detiene obbligazioni – specie quando egli abbia il solo diritto di percepire un reddito fisso e non sia un vero e proprio "*residual claimant*" – il suo interesse verso la gestione della società dovrebbe essere presumibilmente limitato. Cionondimeno, come anticipato, considerata l'ampia libertà concessa dalla legge in sede di redazione dell'atto costitutivo, ben potrebbe accadere che venga riconosciuto alle azioni privilegiate il diritto di voto (o generale o circoscritto a specifiche materie). Tuttavia, se tale diritto si limitasse al riconoscimento della legittimità per tali azionisti di manifestare la propria (come classe) opinione su una o più questioni, in modo concorrente – seppur talvolta dissenziente – rispetto agli azionisti ordinari, allora il valore di un tale diritto sarebbe pressoché irrilevante. Il più delle volte, infatti, il numero di azioni ordinarie è di gran lunga superiore di quello delle azioni privilegiate. Pertanto, in assenza di qualsivoglia meccanismo che compensi lo squilibrio in termini di peso specifico nella formazione della volontà sociale, gli azionisti privilegiati non avrebbero quasi mai la possibilità di esercitare significativamente il proprio diritto di voto.

La situazione è leggermente diversa, quando l'atto costitutivo accorda agli azionisti privilegiati alcune prerogative specifiche. Ad esempio, si può stabilire che su determinate materie si voti per classe, piuttosto che per azione, nel senso che, ai fini dell'approvazione della delibera, devono necessariamente concorrere i voti favorevoli sia degli azionisti ordinari che di quelli privilegiati. In tal modo, il rapporto tra azioni ordinarie e privilegiate – che come si è appena visto è generalmente

favorevole alle ordinarie – può essere invertito (ancor più in considerazione del numero delle classi di azioni privilegiate). Oppure, in alternativa, si può riservare uno o più posti all'interno del *board* da destinare ai candidati eletti dagli azionisti privilegiati ([226]).

In particolare, con riferimento a quest'ultimo diritto, esso potrebbe essere subordinato alla mancata distribuzione di dividendi da parte della società emittente per un certo numero di esercizi (ovvero alla violazione di altre condizioni previste nell'atto costitutivo) ([227]). Nonostante le leggi societarie non prescrivano tale diritto, tuttavia, la sua fonte non è esclusivamente negoziale in senso proprio (ossia fissata soltanto nell'atto costitutivo). Infatti, i regolamenti dei mercati di borsa richiedono alle società quotate (*rectius*: le cui azioni privilegiate siano quotate) di attribuire agli azionisti privilegiati il potere di eleggere "*a minimum of two directors upon default of the equivalent of six quarterly dividends*" ([228]).

Gli amministratori che gli azionisti privilegiati eleggono di solito si aggiungono ai consiglieri di amministrazione già esistenti. Pertanto, il consiglio si accresce all'uopo per accogliere i nuovi amministratori. Una volta che i dividendi arretrati siano stati corrisposti agli azionisti privilegiati, i "temporanei" diritti di voto di questi ultimi cessano e i membri del consiglio da loro eletti devono dimettersi dalla carica ([229]).

([226]) Per una questione paradigmatica circa l'interpretazione del *dies a quo* per la nomina degli amministratori eletti dagli azionisti privilegiati, si veda *FGC Holdings Ltd. v Teltronics, Inc*., 2005 WL 2334357 (Del. Ch.).

([227]) Talvolta tali amministratori, così eletti, sono chiamati "*watchdog directors*" perché "*although they are directors in every sense of the term and are vested with rights and obligations of directors generally, their special purpose on the board is to further the interest and protect the rights of the holders of preferred stock*". Così si esprime R.T. McDERMOTT, *Legal Aspects of Corporate Finance*, cit., p. 345

([228]) *NYSE Listed Company Manual*, § 313.00(e)(C). Allo stesso modo l'American Stock Exchange richiede che agli azionisti privilegiati venga riconosciuto il diritto di votare ed eleggere degli amministratori "*no later than two years after an incurred default in the payment of fixed dividends*". *AMEX Listing Standards*, *Policies and Requirements*, § 124.

([229]) Talvolta però, a seconda delle clausole contrattuali, può essere attribuito agli azionisti privilegiati il diritto di eleggere la maggioranza dei membri del consiglio. In questo caso, detti amministratori possono legittimamente gestire la società alla stessa

Lo stato dei diritti di voto degli azionisti privilegiati è diverso allorché si tenga conto del fatto che ciò che viene talvolta definito "contratto" con tali azionisti altro non è che l'atto costitutivo della società. Ogni modifica di tale "contratto" rappresenta pertanto una modifica dell'atto costitutivo (a meno che, come già si è avuto modo di segnalare, il Consiglio di Amministrazione sia stato preventivamente autorizzato – nell'atto costitutivo – ad approvare modifiche successive a tale "contratto" mediante proprie deliberazioni). A questo proposito, le modifiche dell'atto costitutivo e i relativi diritti di voto degli azionisti per approvarle sono aree ampiamente disciplinate dalle leggi societarie ([230]).

Tuttavia, come già sottolineato, in assenza di apposite tutele, gli azionisti privilegiati rischiano di essere comunque "ostaggio" degli azionisti ordinari (che rappresentano la maggioranza) e degli amministratori da loro eletti. Pertanto, al fine di evitare, o quantomeno contenere, tale rischio, le leggi societarie impongono che ogni modifica dell'atto costitutivo, tale da alterare (*rectius*: modificare in *pejus*) i diritti degli azionisti privilegiati, debba essere approvata anche (con voto di classe) da questi ultimi.

In particolare, la *section* 10.04 ("*Voting on Amendments by Voting Groups*") del *Revised Model Business Corporation Act*, *in parte qua*, così recita:

> *"(a) If a corporation has more than one class of shares outstanding, the holders of the outstanding shares of a class are entitled to vote as a separate voting group (if shareholder voting*

---

stregua (quindi con gli stessi obblighi) dei normali amministratori eletti dagli azionisti ordinari (*rectius*: dotati del diritto di voto in assemblea ordinaria). Sul punto, in giurisprudenza, si veda *Baron v. Allied Artist Pictures Corporation*, 337 A.2d 653 (Del. Ch. 1975) ove i giudici hanno respinto le richieste degli azionisti ordinari, i quali sostenevano che il ruolo degli amministratori eletti dagli azionisti privilegiati fosse esclusivamente quello di gestire la società in modo tale da pagare ai privilegiati i dividendi arretrati non distribuiti così che, una volta raggiunto l'obiettivo, il controllo sul *board* potesse essere restituito agli originari amministratori eletti dagli azionisti ordinari.

([230]) In generale, in merito ai diritti di voto degli azionisti sulle principali operazioni che incidono sulla vita della società (quali operazioni straordinarie, liquidazioni, modifiche dell'atto costitutivo) si vedano RMBCA §§ 10.03(e), 10.04, 11.04, 12.02, 14.02; DGCL §§ 242(b), 251, 271, 275; NYBCL §§ 803-804, 903, 909, 1001-1002.

is otherwise required by this Act) on a proposed amendment to the articles of incorporation if the amendment would:

(1) effect an exchange or reclassification of all or part of the shares of the class into shares of another class;

(2) effect an exchange or reclassification, or create the right of exchange, of all or part of the shares of another class into shares of the class;

(3) change the rights, preferences, or limitations of all or part of the shares of the class;

(4) change the shares of all or part of the class into a different number of shares of the same class;

(5) create a new class of shares having rights or preferences with respect to distributions that are prior or superior to the shares of the class;

(6) increase the rights, preferences, or number of authorized shares of any class that, after giving effect to the amendment, have rights or preferences with respect to distributions that are prior or superior to the shares of the class;

(7) limit or deny an existing preemptive right of all or part of the shares of the class; or

(8) cancel or otherwise affect rights to distributions that have accumulated but not yet been authorized on all or part of the shares of the class.

[...]

(d) A class or series of shares is entitled to the voting rights granted by this section although

> *the articles of incorporation provide that the shares are nonvoting shares*" ([231]).

([231]) La *section* § 242(b)(2) ("*Amendment of certificate of incorporation after receipt of payment for stock; nonstock corporations*") del DGCL così recita:

> "*(b) Every amendment authorized by subsection (a) of this section shall be made and effected in the following manner: [...]*
> *(2) The holders of the outstanding shares of a class shall be entitled to vote as a class upon a proposed amendment, whether or not entitled to vote thereon by the certificate of incorporation, if the amendment would increase or decrease the aggregate number of authorized shares of such class, increase or decrease the par value of the shares of such class, or alter or change the powers, preferences, or special rights of the shares of such class so as to affect them adversely. If any proposed amendment would alter or change the powers, preferences, or special rights of 1 or more series of any class so as to affect them adversely, but shall not so affect the entire class, then only the shares of the series so affected by the amendment shall be considered a separate class for the purposes of this paragraph. The number of authorized shares of any such class or classes of stock may be increased or decreased (but not below the number of shares thereof then outstanding) by the affirmative vote of the holders of a majority of the stock of the corporation entitled to vote irrespective of this subsection, if so provided in the original certificate of incorporation, in any amendment thereto which created such class or classes of stock or which was adopted prior to the issuance of any shares of such class or classes of stock, or in any amendment thereto which was authorized by a resolution or resolutions adopted by the affirmative vote of the holders of a majority of such class or classes of stock*".

Al contrario, la *section* 803 ("*Authorization of amendment or change*") del NYBCL recita:

> "*(a) Amendment or change of the certificate of incorporation may be authorized by vote of the board, followed by vote of a majority of all outstanding shares entitled to vote thereon at a meeting of shareholders; provided, however, that, whenever the certificate of incorporation requires action by the board of directors, by the holders of any class or series of shares, or by the holders of any other securities having voting power by the vote of a greater number or proportion than is required by any section of this article, the provision of the certificate of incorporation requiring such greater vote shall not be altered, amended, or repealed except by such greater vote; and provided further that an amendment to the certificate*

> *of incorporation for the purpose of reducing the requisite vote by the holders of any class or series of shares or by the holders of any other securities having voting power that is otherwise provided for in any section of this chapter that would otherwise require more than a majority of the votes of all outstanding shares entitled to vote thereon shall not be adopted except by the vote of such holders of class or series of shares or by such holders of such other securities having voting power that is at least equal to that which would be required to take the action provided in such other section of this chapter*",

mentre la *section* 804 ("*Class Voting on Amendment*") del NYBCL così recita:

> "*(a) Notwithstanding any provision in the certificate of incorporation, the holders of shares of a class shall be entitled to vote and to vote as a class upon the authorization of an amendment and, in addition to the authorization of the amendment by a majority of the votes of all outstanding shares entitled to vote thereon, the amendment shall be authorized by a majority of the votes of all outstanding shares of the class when a proposed amendment would: (1) Exclude or limit their right to vote on any matter, except as such right may be limited by voting rights given to new shares then being authorized of any existing or new class or series. (2) Change their shares under subparagraphs (b) (10), (11) or (12) of section 801 (Right to amend certificate of incorporation) or provide that their shares may be converted into shares of any other class or into shares of any other series of the same class, or alter the terms or conditions upon which their shares are convertible or change the shares issuable upon conversion of their shares, if such action would adversely affect such holders, or (3) Subordinate their rights, by authorizing shares having preferences which would be in any respect superior to their rights.*
>
> *(b) If any proposed amendment referred to in paragraph (a) would adversely affect the rights of the holders of shares of only one or more series of any class, but not the entire class, then only the holders of those series whose rights would be affected shall be considered a separate class for the purposes of this section*".

In giurisprudenza, si veda *Dalton v. American Investment Co.*, 490 A.2d 574 (Del. Ch. 1985). Per un diverso, ma più restrittivo approccio verso le modificazioni dei diritti delle azioni privilegiate, si veda *Bove*

D'altra parte, il voto degli azionisti privilegiati è altresì necessario per l'approvazione di alcune operazioni straordinarie che possono mettere a repentaglio i loro diritti ([232]). Ad esempio la *subsection* 11.04(f) ("*Action on a Plan of Merger or Share Exchange*") del *Revised Model Business Corporation Act* così recita:

"*(f) Separate voting by voting groups is required:*

(1) on a plan of merger, by each class or series of shares that:

(i) are to be converted under the plan of merger into other securities, interests, obligations, rights to acquire shares, other securities or interests, cash, other property, or any combination of the foregoing; or

(ii) would be entitled to vote as a separate group on a provision in the plan that, if contained in a proposed amendment to articles of incorporation, would require action by separate voting groups under section 10.04;

(2) on a plan of share exchange, by each class or series of shares included in the exchange, with each class or series constituting a separate voting group; and

(3) on a plan of merger or share exchange, if the voting group is entitled under the articles of incorporation to vote as a voting group to approve a plan of merger or share exchange".

---

v. Community Hotel Corp., 105 R.I. 36, 249 A.2d 89 (1969), che, nell'interpretare la legge del Rhode Island, ha ribadito che è necessario il voto unanime nel caso di talune modifiche.

([232]) Prima della revisione generale del MBCA del 1998, la § 13.02 prevedeva anche il diritto di opposizione o di "*appraisal*" (cioè di stima del valore della propria partecipazione azionaria) per quelle categorie di azioni i cui diritti fossero "*materially and adversely affected*" da modifiche dell'atto costitutivo. Dopo il 1998 tale disposizione è stata soppressa. Tuttavia, il MBCA è stato modificato nel 1999 per richiedere una votazione distinta per classe per ciascuna categoria di azioni da convertire da scambiare in una fusione o in un'acquisizione. Si veda *infra* nel testo.

Questa disposizione assegna il diritto di voto a tutte le azioni di una società *target* nell'ambito di una fusione che preveda il pagamento in denaro ("*cash for stock*") o lo scambio di titoli ("*stock for stock*"), a prescindere dal fatto che, secondo l'atto costitutivo della *target*, tali azioni siano ordinarie o privilegiate. Più in particolare, ad ogni classe di azioni deve essere riconosciuto il diritto di voto allorquando l'atto costitutivo venga modificato ovvero i loro interessi vengano pregiudicati da una fusione o altra operazione straordinaria ([233]).

In Delaware, però, in contrasto con l'approccio di New York ([234]), agli azionisti privilegiati non è assegnato il

([233]) § 11.04(f) RMBCA, *Official Comment.*

([234]) Sul punto gli approcci del Delaware e di New York divergono profondamente. Il Delaware, infatti, non garantisce agli azionisti privilegiati un diritto di voto *ad hoc* nel caso in cui i loro diritti siano messi a repentaglio da una potenziale fusione, mentre la *section* 903 del *New York Business Corporation Law*, come modificato nel 1998, riconosce un tale diritto. Infatti, la *section* 903 ("*Authorization by Shareholders*") così recita:

> "*(a) The board of each constituent corporation, upon adopting such plan of merger or consolidation, shall submit such plan to a vote of shareholders in accordance with the following: (1) Notice of meeting shall be given to each shareholder of record, as of the record date fixed pursuant to section 604 (Fixing record date), whether or not entitled to vote. A copy of the plan of merger or consolidation or an outline of the material features of the plan shall accompany such notice. (2) The plan of merger or consolidation shall be adopted at a meeting of shareholders by (i) for corporations in existence on the effective date of this clause the certificate of incorporation of which expressly provides such or corporations incorporated after the effective date of subclause (A) of clause (ii) of this subparagraph, a majority of the votes of the shares entitled to vote thereon or (ii) for other corporations in existence on the effective date of this clause, two-thirds of the votes of all outstanding shares entitled to vote thereon. Notwithstanding any provision in the certificate of incorporation, the holders of shares of a class or series of a class shall be entitled to vote together and to vote as a separate class if both of the following conditions are satisfied: (A) such shares will remain outstanding after the merger or consolidation or will be converted into the right to receive shares of stock of the surviving or consolidated corporation or another corporation, and (B) the certificate or articles of incorporation of the surviving or consolidated corporation or of such other corporation immediately after the*

diritto di voto in siffatti scenari. Tuttavia, secondo la § 151(a) – da leggere in combinato disposto con le §§ 242 e 251 – l'atto costitutivo può riconoscere tale diritto di voto alle azioni privilegiate, pur nel silenzio della legge ([235]).

> *effectiveness of the merger or consolidation would contain any provision which, is not contained in the certificate of incorporation of the corporation and which, if contained in an amendment to the certificate of incorporation, would entitle the holders of shares of such class or such one or more series to vote and to vote as a separate class thereon pursuant to section 804 (Class voting on amendment). In such case, in addition to the authorization of the merger or consolidation by the requisite number of votes of all outstanding shares entitled to vote thereon pursuant to the first sentence of this subparagraph (2), the merger or consolidation shall be authorized by a majority of the votes of all outstanding shares of the class entitled to vote as a separate class. If any provision referred to in subclause (B) of clause (ii) of this subparagraph would affect the rights of the holders of shares of only one or more series of any class but not the entire class, then only the holders of those series whose rights would be affected shall together be considered a separate class for purposes of this section.*
> *(b) Notwithstanding shareholder authorization and at any time prior to the filing of the certificate of merger or consolidation, the plan of merger or consolidation may be abandoned pursuant to a provision for such abandonment, if any, contained in the plan of merger or consolidation*".

([235]) Sul punto, in giurisprudenza, si confrontino *Warner Communications Inc. v. Chris-Craft Industries*, Inc., 583 A.2d 962 (1989) (che ha ritenuto che, in assenza di riferimenti specifici alle fusioni quali eventi che fanno scattare il voto di classe, agli azionisti privilegiati non spetta tale voto) e *Sullivan Money Management Inc. v. FLS Holding Inc*., Del. Ch. C.A. No. 12731, 18 Del. J. Corp. L. 1183, 1190, [1993 Del. LEXIS 251] 1992 WL 345453 (Nov. 20, 1992), aff'd, Del. Supr., 628 A.2d 84 (1993) (che ha sostenuto che l'atto costitutivo non richiedesse il voto di classe in caso di "*cash-out merger*", perché l'espressione "*or otherwise*" non poteva essere chiaramente applicata al caso delle fusioni) con *Elliott Associates v. Avatex Corporation*, 715 A.2d 843, 851 (1998) ("*The path for future drafters to follow in articulating class vote provisions is clear. When a certificate ... grants only the right to vote on an amendment, alteration or repeal, the preferred have no class vote in a merger. When a certificate ... adds the terms "whether by merger, consolidation or otherwise" and a merger results in an amendment, alteration or repeal that causes an adverse effect on the preferred, there would be a class vote*"). Si vedano, inoltre, *Benchmark Capital Partners IV, L.P. v. Vague*, 2002 WL 1732423 (Del. Ch. 2002) e *Glazer v. Pasternak*, 693 A.2d 319 (Del. 1997).
In Note, *Arrearage Elimination and the Preferred Stock Contract: A Survey and a Proposal for Reform*, 9 *Cardozo L. Rev*. 1335 (1988), i

Esso pertanto è rimesso all'autonomia negoziale delle parti.

6. Le ragioni economiche dell'emissione di *preferred shares*

Come già visto, i possessori di azioni privilegiate, in genere, ricevono trattamenti preferenziali rispetto agli azionisti ordinari in termini di dividendi e di quote di patrimonio netto residuo all'esito della liquidazione. Tuttavia, mentre il valore delle azioni ordinarie è legato alla *performance* della società, la remunerazione delle azioni privilegiate avviene essenzialmente in misura fissa, stabilita nell'atto costitutivo, con eventuali apprezzamenti dipendenti soltanto dalle eventuali modificazioni del tasso di interesse. Contrariamente agli strumenti di debito (che impongono contrattualmente alla società il pagamento periodico), però, una società non è giuridicamente obbligata a distribuire puntualmente i dividendi ai propri azionisti privilegiati. Piuttosto, essa deve semplicemente preferire tali azionisti rispetto agli ordinari, se decide di effettuare siffatte distribuzioni. Allo stesso modo, le prerogative in sede di liquidazione impongono alla società soltanto una preferenza rispetto agli azionisti ordinari, pur sempre subordinata, però, alla sussistenza di fondi residui una volta che si siano adempiute tutte le proprie ulteriori obbligazioni ([236]). Per sottolineare la doppia, ibrida, natura di questi titoli, essi possono essere definiti "*contractual second-last residual claimants*".

L'emissione di azioni privilegiate, tuttavia, risponde a precise esigenze economiche. In primo luogo, il loro impiego è particolarmente diffuso nelle società chiuse perché spesso è utile per separare gli interessi patrimoniali (*id est* speculativi) dei risparmiatori dal governo effettivo di tali società (obiettivo che si realizza destinando le azioni ordinarie ai promotori dell'affare e le privilegiate agli investitori). In tal modo, quindi, si riduce la quantità di investimenti necessari per mantenere il

risultati di un'indagine condotta sulle emissioni (97) di azioni privilegiate (di 52 imprese industriali aventi sede in Delaware) hanno mostrato che solo il 14% di tali emissioni aveva previsto il voto di classe in caso di fusione.

([236]) P. HUNT *et al*., *Basic Business Finance: A Text*, Homewood, 5 ed., 1974, pp. 360-361.

controllo (di diritto) sulla società, pur non pregiudicandone la salute patrimoniale. In secondo luogo, tali azioni permettono di attirare investitori avversi al rischio, i quali sono spinti a sottoscriverle in ragione delle appetibili condizioni economiche che offrono (preferenza nel dividendo, elevati rendimenti, protezione in caso di liquidazione), ma vogliono cionondimeno evitare le incognite legate alle azioni ordinarie. In terzo luogo, siffatte azioni consentono alle banche o ad altre istituzioni finanziarie di rispettare i limiti per loro stabiliti in termini di adeguatezza patrimoniale. Infine, esse forniscono alla società una maggiore flessibilità in quanto la stessa è legittimata in ogni momento a scegliere di trattenere e non distribuire i dividendi agli azionisti privilegiati (a differenza degli obbligazionisti a favore dei quali deve comunque effettuare i previsti pagamenti periodici) ([237]).

L'ambito elettivo di impiego delle *preferred shares* è rappresentato dalle operazioni di *venture capital*. In tale contesto, spesso si preferisce acquistare azioni privilegiate, *noncumulative* ma convertibili in ordinarie e dotate di diritto di voto, in società *start-up* che (ancora) non facciano ricorso al mercato del capitale di rischio. A siffatto investimento si procede, di solito, per una pluralità di ragioni. *In primis*, perché non converrebbe pagare un prezzo maggiore per ottenere la caratteristica *cumulative* in uno scenario, quale quello delle *start-up*, nel quale è poco verosimile che, almeno nei primi anni destinati fisiologicamente agli investimenti, si distribuiscano dividendi. Allo stesso tempo, l'assenza di tale caratteristica potrebbe agevolare il reperimento di risorse finanziarie, essendo gli enti finanziatori (soprattutto le banche) più incentivati ad erogare credito. Al contrario, la preferenza che ha più valore, nel contesto delle *start-up*, è sicuramente quella in caso di liquidazione, essendo ben possibile che il progetto imprenditoriale di ingresso nel mercato fallisca per qualsivoglia motivo. Di riflesso, al fine di beneficiare *in toto* dell'eventuale incremento di valore dell'impresa nel caso di successo della società, assume grande importanza possedere la caratteristica della convertibilità in azioni ordinarie, di modo che il possessore delle azioni privilegiate possa agevolmente modificare il proprio titolo partecipativo al capitale sociale. Infine,

([237]) W.W. BRATTON, *Corporate Finance – Cases and Materials*, cit., p. 494.

godere dei diritti di voto – solitamente finalizzati all'elezione di uno o più amministratori – permette di mantenere un certo controllo sulla società, pur con l'investimento in azioni privilegiate prive del diritto di voto pieno.

7. Gli interessi divergenti dei *preferred shareholders* e degli azionisti ordinari

Date le caratteristiche delle azioni privilegiate, come sono state finora descritte, è ragionevole ritenere che possano sorgere dei conflitti, di varia natura, tra azionisti ordinari e privilegiati. Naturalmente, però, la gravità di tali conflitti dipende in larga misura dalla situazione di fatto che concretamente si viene a determinare. In particolare, "*while common shareholders benefit mainly from an appreciation in stock price, preferred stockholders realize their gain from fixed dividends and receive little benefit from improved corporate performance*" ([238]). Pertanto, alla luce di quanto precede, gli interessi dei due gruppi di azionisti non sono solitamente congruenti.

Tali conflitti possono essere raggruppati, a meri fini descrittivi ed esemplificativi, in due grandi categorie: da un lato, i c.d. "conflitti orizzontali", che sussistono tra le due tipologie di azionisti allorquando gli amministratori, piuttosto che incrementare il valore complessivo della società, si limitano a trasferire ricchezza dall'uno all'altro gruppo di azionisti; dall'altro lato, i c.d. "conflitti verticali" ([239]) o, forse, più correttamente, "sia verticali che orizzontali" ([240]), che ricorrono ogni qual volta gli

([238]) L.E. MITCHELL, *The Puzzling Paradox of Preferred Stock (and Why We Should Care About It)*, 51 *Bus. Law*. 443 (1996). Nello stesso senso N.M. HOLLADAY, *The Limited Fiduciary Duties Owed by Corporate Managers to Preferred Stockholders: A Need for Change*, 88 *Ky. L.J.* 87 (1999-2000) e M.M. McELLIN, *Rethinking Jedwab: A Revised Approach to Preferred Shareholders Rights*, 2010 *Colum. Bus. L. Rev*. 895 (2010).

([239]) *Rosan v. Chicago Milwaukee R.R. Corp*., 1990 WL 13482 7-8 (Del. Ch. 1990), *Dart v. Kohlberg, Kravis, Roberts & Co*., 1985 WL 21145 (Del. Ch. 1985), reh'd denied, 1985 WL 11566 (Del. Ch. 1985), *Security National Bank v. Peters, Writer & Christensen, Inc.*, 569 P.2d 875, 881 (Colo. Ct. App. 1977).

([240]) *Dalton v. American Investment Co.*, 490 A.2d 574 (Del. Ch. 1985), *Eisenberg v. Milwaukee Railroad Corp.*, 537 A.2d 1051 (Del. Ch. 1987).

amministratori versino in situazioni di conflitto di interessi perché possessori di azioni ordinarie ([241]).

Tra i casi di conflitti del primo tipo, si può annoverare, ad esempio, una fusione. In tale situazione, se il progetto di fusione è stato approvato – assumendo che non sia riconosciuto il diritto di voto ai privilegiati – questi ultimi possono essere agevolmente eliminati, pagando loro il valore delle azioni come determinato nella necessaria perizia di stima ("*appraisal rights*"). Considerando la modifica sostanziale del loro rapporto con la società, però, è probabile che gli azionisti privilegiati abbiano tutto l'interesse a far sì che l'evento fusione venga considerato tale da essere assimilato ad una liquidazione della società, in modo che i loro diritti preferenziali in tale scenario vengano attivati. Al contrario, gli azionisti ordinari probabilmente preferiscono (tanto è vero che l'hanno approvata con il loro voto) che la fusione vada in porto perché, in tal modo, possono beneficiare *in toto* dell'eventuale incremento di valore delle loro azioni a seguito dell'operazione, mentre, in caso di liquidazione, sarebbero legittimati ad ottenere soltanto quanto residua dopo il pagamento di tutte le obbligazioni sociali. Tuttavia, considerato che gli amministratori sono stati eletti dagli azionisti ordinari, e verso di questi provano un più alto senso di fedeltà, è verosimile ritenere che essi, quando devono decidere se procedere o meno alla fusione, siano naturalmente inclini a sostenere gli interessi degli azionisti ordinari piuttosto che quelli dei privilegiati ([242]).

Un altro esempio di "conflitti orizzontali" si può rinvenire nelle operazioni di aumento di capitale ("*recapitalization*"). Ancora una volta, gli amministratori, eletti dagli azionisti comuni, devono decidere e rischiano di sacrificare gli interessi dei privilegiati a favore di quelli degli ordinari. Anche in questo caso, il "*perceived duty*" da parte degli amministratori di agire nell'interesse degli azionisti ordinari fa sì che gli azionisti privilegiati raramente prevalgono in caso di conflitti orizzontali, anche se – occorre notare – le corti impongono che

([241]) Propongono questa classificazione L.E. MITCHELL, *The Puzzling Paradox of Preferred Stock (and Why We Should Care About It)*, cit., pp. 463-470 e M.M. McELLIN, *Rethinking Jedwab: A Revised Approach to Preferred Shareholders Rights*, cit., p. 902.
([242]) Inserire …

l'aumento non rappresenti un mezzo fraudolento per "liberarsi" dei privilegiati ([243]).

Infine, un altro caso di "conflitto orizzontale" può sorgere quando la società approccia la fase di insolvenza. In questo scenario, se le preferenze in sede di liquidazione delle azioni privilegiate fossero considerate come una vera e propria passività (da iscrivere cioè dal lato passivo del bilancio), causerebbero tecnicamente l'insolvenza della società, innescando quindi proprio le suddette preferenze che quegli azionisti, date le precarie condizioni finanziarie della società, hanno tutto l'interesse a reclamare. D'altra parte, gli azionisti ordinari hanno incentivi piuttosto differenti. Essi, infatti, sono portati a sfruttare qualsiasi opportunità residua ed impegnare la società in operazioni "*high-risk-high-return*". Ove queste ultime abbiano successo, gran parte del beneficio andrebbe a vantaggio degli azionisti ordinari. Al contrario, in caso di esito negativo, le perdite sarebbero sopportate in gran parte, non dagli azionisti ordinari, ma da quelli privilegiati ([244]).

Tra gli esempi di conflitto "sia verticale che orizzontale", si può annoverare un *leveraged buyout*, supportato da amministratori che possiedano azioni ordinarie. In questo caso, gli azionisti privilegiati rischiano di rimanere in una società nella quale i loro diritti sono stati significativamente ridotti. Naturalmente, il pregiudizio per gli azionisti privilegiati è funzione della quantità di azioni ordinarie detenute dagli amministratori o, in alternativa, del rapporto tra azioni ordinarie (ragionevolmente di più) e azioni privilegiate (ragionevolmente di meno) che gli amministratori hanno nei loro portafogli di investimento. Pertanto, a seconda di

([243]) R.B. CAMPBELL, Jr., *A Positive Analysis of the Common Law of Corporate Fiduciary Duties*, 84 *Ky. L.J.* 455, 477 (1996), N.M. HOLLADAY, *The Limited Fiduciary Duties Owed by Corporate Managers to Preferred Stockholders: A Need for Change*, cit., pp. 91-92. In giurisprudenza, si veda *Barrett v. Denver Tramway Corp.*, 53 F. Supp. 198, 205 (D. Del. 1944) che ha ritenuto che gli amministratori hanno dei doveri fiduciari nei confronti degli azionisti privilegiati nell'ambito degli aumenti di capitale, ma questi ultimi hanno l'onere di dimostrare la "*bad faith*" o la "*gross unfairness*" del comportamento degli amministratori.

([244]) M.J. ROE, *Bankruptcy and Corporate Reorganization*, New York, 3 ed., 2011, p. 509. In giurisprudenza, si vedano *Equity-Linked Investors, L.P. v. Adams*, 705 A.2d 1040 (Del. Ch. 1997), *Quadrangle Offshore (Cayman) LLC v. Kenetech Corp*., 1999 WL 89357, aff'd, 751 A.2d 878 (Del. 2000).

queste due variabili, gli amministratori saranno propensi a sostenere il *buyout* per ottimizzare il loro guadagno personale ([245]).

In un certo senso, la seconda categoria di conflitti può essere considerata più propriamente una sotto-categoria della prima. Anche in questo caso, in fondo, gli interessi degli azionisti privilegiati sono sacrificati a favore di quelli ordinari. L'unica differenza è che tali conflitti coinvolgono anche gli amministratori: essii, però, sono interessati più nella loro veste di azionisti che solamente in quella di amministratori. Questi conflitti (orizzontali) possono, pertanto, essere etichettati come "verticalmente orientati" ([246]).

Per certi versi, almeno in teoria, il secondo tipo di conflitti sarebbe meno pericoloso per gli azionisti privilegiati: infatti, nonostante il fatto che gli amministratori siano anche azionisti (ordinari) non comporti *ipso facto* uno scrutinio più penetrante da parte dei giudici, tuttavia, tanto maggiore è la probabilità che l'operazione (favorevole agli azionisti ordinari) venga sottoposta a sindacato giurisdizionale, quanto più evidente appaia il conflitto degli amministratori. Eppure, è difficile, anche in questo scenario, che gli azionisti privilegiati riescano a prevalere: ad esempio, sarebbe sufficiente agli amministratori detenere (o acquistare) anche azioni privilegiate per poter convincere le corti che essi non abbiano agito a detrimento degli interessi degli azionisti privilegiati, avendo anch'essi un forte interesse personale in tali titoli, e paralizzarne pertanto ogni velleità intrusiva ([247]).

8. L'evoluzione della tutela giurisdizionale dei *preferred shareholders*

L'approccio dei giudici americani nei confronti degli azionisti privilegiati, se osservato diacronicamente, sembra "circolare". Addirittura, forse, adesso il quadro appare ancora peggiore rispetto alle origini.

([245]) M.M. McELLIN, *Rethinking Jedwab: A Revised Approach to Preferred Shareholders Rights*, cit., p. 904.
([246]) *EAD., Rethinking Jedwab: A Revised Approach to Preferred Shareholders Rights*, cit., p. 905
([247]) *EAD., Rethinking Jedwab: A Revised Approach to Preferred Shareholders Rights*, cit., p. 905.

Il paradigma dominante, per lungo tempo, ha inteso i diritti degli azionisti privilegiati come "*purely contractual in nature*". Solo nel 1986 la Court of Chancery del Delaware – nel caso *Jedwab* (248) – ha riconosciuto che essi sono destinatari dei doveri fiduciari da parte degli amministratori allo stesso modo degli ordinari. Da quel momento in poi, però, paradossalmente anche i diritti "contrattuali" sono stati messi in pericolo, dato il peculiare approccio ermeneutico adottato dai giudici nell'interpretare *Jedwab*. La giurisprudenza più recente, infatti, non solo sembra limitare le prerogative degli azionisti privilegiati all'ambito esclusivamente contrattuale, ma sostiene anche che, in caso di conflitto tra azionisti ordinari e privilegiati, i primi devono prevalere in base al principio "*fiduciary trumps contract*".

8.1. I diritti dei *preferred shareholders* prima della sentenza *Jedwab*

Come già osservato, alle caratteristiche "preferenziali" delle azioni privilegiate negli Stati Uniti è riconosciuta una matrice prevalentemente contrattuale, posto che i relativi termini sono fissati o nell'atto costitutivo della società ovvero nelle deliberazioni del consiglio di amministrazione che tale atto vanno ad integrare e modificare (genericamente e atecnicamente definiti contratto). Prima della decisione *Jedwab*, i diritti degli azionisti privilegiati – tutti i diritti – sono stati trattati come esclusivamente contrattuali (249).

(248) *Jedwab v. MGM Grand Hotels*, Inc., 509 A.2d 584 (Del. Ch. 1986).
(249) *Gaskill v. Gladys Bell Oil Co.*, Del. Ch., 146 A. 337, 339 (1929). Molte altre decisioni hanno confermato l'impostazione accolta in *Gaskill* e hanno ritenuto che "*preferential rights must be strictly construed*". Si vedano sul punto, ad esempio, *Pennington v. Commonwealth Hotel Constr. Co.*, Del. Ch., 151 A. 228, 234 (1930), *rev'd, in part*, 155 A. 514 (1931) ("*The general rule is that preferred stock enjoys only those preferences which are specifically defined ...*"), *Holland v. National Automotive Fibres, Inc.*, Del. Ch., 194 A. 124, 126 (1937) ("*Nothing should be presumed in their favor*"), *Goldman v. Postal Telegraph Inc.*, 52 F. Supp. 763, 767 (D. Del. 1943), *Barron v. Allied Artists Pictures Corp.*, Del. Ch. 337 A.2d 653, 657 (1975) ("*Preferences attaching to stock are the exception and are to be strictly construed*"), *Waggoner v. Laster*, 581 A.2d 1127, 1134 (Del. Sup. Ct. 1990) ("*Preferences are to be strictly construed and nothing is to be presumed in their favor*").

Inoltre, le corti hanno perlopiù ritenuto che tali diritti fossero gli unici che gli azionisti privilegiati potessero vantare ([250]), osservando che, "*for most purposes, the rights of the preferred shareholders as against the common shareholders are fixed by the contractual terms agreed upon when the class of preferred stock is created*" ([251]). Tuttavia, dapprima alcune decisioni della Court of Chancery del Delaware ([252]), seguita poi da altri tribunali in altri Stati ([253]), hanno iniziato a poco a poco ad applicare i doveri fiduciari anche a favore degli azionisti privilegiati. In ogni caso, questa prassi non si è definitivamente generalizzata fino al caso *Jedwab*.

([250]) *Judah v. Del. Trust Co*., 378 A.2d 624, 628 (Del. 1977) ("*Generally, the provisions of the certificate ... govern the rights of the preferred shareholders ... with only those rights which are embodied in the certificate granted to preferred shareholders*").

([251]) *Wood v. Coastal States Gas Corp*., Del. Supr. 401 A.2d 932, 937 (1979).

([252]) *David J. Greene & Co. v. Schenley Industries, Inc.*, 281 A.2d 30 (Del. Ch. 1971), *Lewis v. Great Western United Corporation*, Del. Ch., C.A. No. 5397, Brown V.C. (1977), *Dart v. Kohlberg, Kravis, Roberts & Co*., 1985 WL 21145 (Del. Ch. 1985) ("*Although the plaintiff has not shown any legal basis for his claim that the preferred stockholders should have been permitted to vote as a separate class on the entire merger, inequitable action does not become permissible simply because it is legally possible*" (citando *Schnell v. Chris-Craft Industries*, Inc. 285 A.2d 437 (Del. Supr. 1971))). Talvolta gli azionisti privilegiati sono stati autorizzati ad esperire un'azione derivativa contro gli amministratori per violazione dei doveri fiduciari di questi ultimi. Sul punto, *Rosan v. Chicago Milwaukee R.R. Corp*., 1990 WL 13482 7-8 (Del. Ch. 1990), *Dart v. Kohlberg, Kravis, Roberts & Co*., 1985 WL 21145 (Del. Ch. 1985), reh'd denied, 1985 WL 11566 (Del. Ch. 1985).

([253]) *Security National Bank v. Peters, Writer & Christensen, Inc*., 569 P.2d 875, 881 (Colo. Ct. App. 1977) ("*In effect, the directors gambled with property which should have been used to redeem the preferred shares of PWC, and they did so without informing the preferred shareholders as to their plan. By these actions, the defendants breached the fiduciary duty they owed plaintiffs, and their conduct constitutes constructive fraud as a matter of law*"), *Robinson v. T.I.M.E.-DC, Inc*., 566 F. Supp. 1077, 1084 (N.D. Tex. 1983) ("*The board of directors of T.I.M.E.-DC owed a fiduciary duty not only to the preferred shareholders, but also to T.I.M.E.- DC's common shareholders. These duties can sometimes conflict, and balancing them is a difficult task. As a result, the courts will ordinarily refuse to disturb the decisions of a board of directors, which enjoy a presumption of sound business judgment, if they can attributed to any rational business purpose*").

8.2. Il caso *Jedwab*

La decisione *Jedwab* rappresenta un punto di svolta nell'analisi delle prerogative degli azionisti privilegiati, in particolare, con riferimento al fatto se ad essi debbano essere riconosciuti diritti fiduciari (definiti "*equitable rights*") o, comunque, diritti ulteriori rispetto a quelli esclusivamente contrattuali.

Nel caso in questione, l'attore, azionista privilegiato della società MGM, agiva in giudizio per ottenere dalla corte un provvedimento esecutivo volto ad impedire la realizzazione di un progetto di fusione tra MGM e Bally Manufacturing. L'attore lamentava l'ingiustificata disparità di trattamento nella proposta divisione dei proventi della fusione tra azionisti ordinari e privilegiati, evidentemente a discapito dei secondi. In particolare, si contestava l'imparzialità della decisione del socio di controllo di offrire 18 dollari per ogni azione ordinaria e 14 dollari per ogni azione privilegiata. Poiché l'atto costitutivo non specificava, tra le sue clausole, il trattamento da riservare agli azionisti privilegiati in caso di fusione, i cosiddetti "diritti contrattuali" non potevano essere azionati.

I giudici hanno pertanto cercato di colmare il vuoto di tutela degli azionisti privilegiati e hanno quindi stabilito la seguente regola: quando vengono in rilievo i diritti "preferenziali" – in quelle situazioni cioè nelle quali "*preferences or limitations distinguish preferred stock from common stock*" – allora "*the duty of the corporation and its directors is essentially contractual and the scope of the duty is appropriately defined by reference to the specific words evidencing that contract ...*" ([254]). D'altra parte, quando "*the right asserted is not to a preference as against the common stock but rather a right shared equally with the common*" ([255]) – quelli cioè che sono stati definiti, come detto, "*equitable right*" – si applicano, anche a vantaggio degli azionisti privilegiati, i (tradizionali) doveri fiduciari.

In altri termini, *Jedwab* stabilisce che i diritti "*equitable*" degli azionisti privilegiati sono fiduciari, mentre i diritti "*preferential*" sono puramente

([254]) *Jedwab v. MGM Grand Hotels*, Inc., 509 A.2d 584, 594 (Del. Ch. 1986).
([255]) *Ibid.*

contrattuali. La regola è basata sull'idea che le azioni privilegiate, seppur diverse da quelle ordinarie, in ragione dei relativi termini preferenziali, sono pur sempre una forma di azioni, cioè di *equity*. Pertanto, in assenza di patto contrario, tutte le azioni devono godere degli stessi diritti, perché quelli preferenziali spettanti alle azioni privilegiate sono "*built onto (or carved from) the foundation of the stockholder's basic equity. In other words, the equity is obviously prior to the preference. It is the equity that thus establishes the basis for the fiduciary relationship*" ([256]).

8.3. Implicazioni problematiche della decisione *Jedwab*

Un aspetto importante del caso *Jedwab* è che per la prima volta quello che è stato definito "contratto" degli azionisti privilegiati – ossia, giova ribadirlo, l'atto costitutivo o la deliberazione del consiglio di amministrazione ove sono fissate le prerogative degli azionisti privilegiati – è stato chiaramente riconosciuto come (inevitabilmente) incompleto. Pertanto, al fine di assicurare il necessario grado di protezione agli azionisti privilegiati, è opportuno riconoscere loro diritti ulteriori – c.d. *equitable* – rispetto a quelli esclusivamente contrattuali ([257]). Tuttavia, sebbene *Jedwab* abbia apparentemente chiarito la questione di quali siano i diritti degli azionisti privilegiati e di quando tali diritti possano essere fatti valere, la giurisprudenza successiva ha revocato in dubbio il fatto che gli azionisti privilegiati possano in concreto difendere con successo tali diritti, soprattutto quando questi interferiscano con quelli degli azionisti ordinari.

([256]) L.E. MITCHELL, *The Puzzling Paradox of Preferred Stock (and Why We Should Care About It)*, cit., p. 459. In giurisprudenza si veda anche *In re FLS Holdings, Inc. Shareholders Litigation*, 1993 WL 104562 (Del. Ch.) ("*In allocating the consideration of this merger, the director, although they were elected by the common stock, owed fiduciary duties to both the preferred and common stockholders, and were obligated to treat the preferred fairly*" (citando *Jedwab*)).

([257]) R.B. CAMPBELL, Jr., *A Positive Analysis of the Common Law of Corporate Fiduciary Duties*, cit., p. 469, M.M. McELLIN, *Rethinking Jedwab: A Revised Approach to Preferred Shareholders Rights*, cit., p. 910.

Questa regola, infatti, ha ben presto rivelato complicazioni interpretative ed applicative difficili da risolvere. Talvolta i giudici hanno ritenuto che gli amministratori "*are fiduciaries for the preferred stockholders, whose interests they have a duty to safeguard, consistent with the fiduciary duties owed by those directors to* [the corporation's] *other shareholders and* [the corporation] *itself*" (258). Altri hanno detto che *Jedwab* è "*often cited for the rule that preferred shareholders are only owed fiduciary duties insofar as common shareholders are owed fiduciary duties*" (259). Infine, anche in Delaware si è offerta un'interpretazione di *Jedwab* tale per cui i diritti "*equitable*" (o fiduciari) degli azionisti privilegiati andrebbero ulteriormente limitati, dal momento che "*preferred stockholders have no fiduciary duty claims against directors that are not also fiduciary duty claims of common stockholders*" (260).

In concreto, ciò significa che, dato che gli amministratori hanno dei doveri fiduciari nei confronti sia degli azionisti ordinari che di quelli privilegiati, quando, come spesso avviene, gli interessi di questi due gruppi di azionisti siano in conflitto, è plausibile che il consiglio tenda a favorire gli azionisti ordinari a discapito di quelli privilegiati, sia perché solo i primi hanno il diritto di voto nell'assemblea ordinaria (che elegge gli amministratori), sia perché, laddove gli amministratori si impegnino a massimizzare gli interessi degli azionisti ordinari, il loro comportamento sarebbe protetto dalla *business judgment rule* (261).

La giurisprudenza recente ha confermato questa tendenza. Nel caso *Kohl's v. Kenetech Corp.* (262), infatti, il giudice – analizzando il comportamento degli amministratori che (secondo l'attore) non avevano

(258) *Eisenberg v. Milwaukee Railroad Corp*., 537 A.2d 1051, 1062 (Del. Ch. 1987).
(259) N.M. HOLLADAY, *The Limited Fiduciary Duties Owed by Corporate Managers to Preferred Stockholders: A Need for Change*, cit., p. 96 e giurisprudenza *ivi* citata.
(260) *Amazon.com, Inc. v. Hoffman*, 2009 WL 2031789 3 (Del. Ch. 2009).
(261) N.M. HOLLADAY, *The Limited Fiduciary Duties Owed by Corporate Managers to Preferred Stockholders: A Need for Change*, cit., p. 102, M.M. McELLIN, *Rethinking Jedwab: A Revised Approach to Preferred Shareholders Rights*, cit., p. 912.
(262) *Kohl's v. Kenetech Corp.*, 791 A.2d 763 (Del. Ch. 2000).

rispettato le preferenze dei privilegiati in sede di liquidazione della società, una volta che questa aveva approcciato la fase di insolvenza – ha dichiarato che, poiché l'interesse degli azionisti ordinari era quello di far vendere la società al più alto prezzo possibile (in modo che essi potessero conservare un certo valore, scongiurando fallimento), le decisioni degli amministratori "*were reasonable in light of* [the corporation's] *situation and comported with the board's fiduciary duties towards its common shareholders*" ([263]).

Questo caso è paradigmatico perché illustra chiaramente come gli azionisti privilegiati, anche quando vengano loro riconosciuti diritti fiduciari, non sono praticamente in grado di azionarli allorquando siano in conflitto con quelli degli azionisti comuni. Pertanto, la soluzione che la Corte ha adottato, lasciando, però, i privilegiati senza adeguata protezione, è che, una volta che i doveri fiduciari nei confronti degli azionisti ordinari siano rispettati, gli amministratori sono immuni da potenziali azioni legali esercitate dai privilegiati ([264]). In altri termini, la Corte ha precisato che non esistono specifici doveri fiduciari nei confronti degli azionisti privilegiati, distinti da quelli dovuti agli azionisti ordinari, bensì, soltanto nella misura in cui "*their interests are harmonious, preferred shareholders share with common shareholders the right to demand loyalty and care from the fiduciaries entrusted with managing the corporation*" ([265]). Dal momento che il caso in questione coinvolgeva diritti antagonistici rispetto a quelli degli azionisti ordinari, i giudici hanno concluso che ulteriori doveri fiduciari (specificamente rivolti ai privilegiati e diversi da quelli verso gli ordinari) non fossero ammissibili.

In definitiva, nonostante l'intento dei giudici nel caso *Jedwab* fosse quello di ampliare i diritti degli azionisti privilegiati, in pratica si è finito per ridimensionare l'ambito di tutela con riferimento ai c.d. "*equitable rights*".

Tuttavia, la situazione non è migliore per gli azionisti privilegiati nemmeno se si prendono in considerazione i c.d. "*preferential rights*". Infatti, ai fini di

([263]) *Ibid.*
([264]) M.M. McELLIN, *Rethinking Jedwab: A Revised Approach to Preferred Shareholders Rights*, cit., p. 913.
([265]) *Kohl's v. Kenetech Corp.*, 791 A.2d 763, 771 (Del. Ch. 2000).

una corretta applicazione della regola contenuta in *Jedwab*, è metodologicamente necessario individuare quali diritti siano "preferenziali", quindi puramente contrattuali, e quali siano condivisi con gli altri azionisti, quindi fiduciari ([266]). Questo, però, solleva due ordini di problemi. Il primo, che secondo alcuni autori([267]) è un vero e proprio paradosso, è che distinguere i due tipi di diritti è essenzialmente una questione di interpretazione e i primi che sono chiamati ad interpretare tale contratto sono gli stessi amministratori che, quindi, sono in grado di definire l'estensione dei loro obblighi fiduciari nei confronti dei privilegiati. Inoltre, "*the central question left unanswered by Jedwab, and the truly important one, is whether directors are to approach their interpretation of the preferred contract as fiduciary or at arm's length*" ([268]). Si potrebbe sostenere, tuttavia, che, anche se questo sembra un difetto del sistema, esso potrebbe essere curato *ex post* da parte dei giudici che sono chiamati a sindacare le operazioni coinvolte e, di conseguenza, l'interpretazione offerta da parte degli amministratori. Il punto (e questo è il secondo problema di cui sopra), però, è che la giurisprudenza successiva ha dimostrato di seguire pedissequamente i precedenti anteriori alla sentenza *Jedwab*, interpretando restrittivamente i diritti contrattuali degli azionisti privilegiati. In altre parole, "*once "preferential rights" are concerned, the preferred shareholders cannot prevail in a horizontal conflict claim unless the particular situation in question is covered under the literal terms of the contract, which courts interpret narrowly at arm's-length*" ([269]).

Inoltre, un'analisi della più recente giurisprudenza che si è trovata ad applicare la regola stabilita in *Jedwab* rivela un'ulteriore conseguenza, non ancora del tutto

([266]) L.E. MITCHELL, *The Puzzling Paradox of Preferred Stock (and Why We Should Care About It)*, cit., p. 448.
([267]) *ID., The Puzzling Paradox of Preferred Stock (and Why We Should Care About It)*, cit., p. 448.
([268]) *ID.*, *The Puzzling Paradox of Preferred Stock (and Why We Should Care About It)*, cit., p. 449.
([269]) M.M. McELLIN, *Rethinking Jedwab: A Revised Approach to Preferred Shareholders Rights*, cit., pp. 914-915. Nello stesso senso, in giurisprudenza, si vedano *HB Korenvaes Investments, L.P. v. Marriott Corp*., 1993 WL 205040 (Del. Ch.), *Quadrangle Offshore (Cayman) LLC v. Kenetech Corp*., 1999 WL 89357, aff'd, 751 A.2d 878 (Del. 2000), *Elliott Associates v. Avatex Corporation*, 715 A.2d 843, 851 (1998).

analizzata, di quella decisione. Essa è stata determinata da una fuorviante interpretazione della massima "*fiduciary duty trumps contract*" ([270]). E' stato sostenuto, infatti, che, quando i diritti fiduciari degli azionisti ordinari confliggano con i diritti contrattuali dei privilegiati, il consiglio di amministrazione può favorire gli azionisti ordinari, perfino quando l'operazione controversa rientri nei termini letterali del contratto di quelli privilegiati ([271]).

8.4. La più recente giurisprudenza sui diritti delle *preferred shares*

Nel caso *In re Trados Inc. Shareholder Litigation* ([272]), l'accordo di fusione tra Trados e SDL aveva fatto scattare la preferenza in sede di liquidazione per gli azionisti privilegiati, per un ammontare di 57,9 milioni di dollari. Pertanto, dei circa 60 milioni di dollari di corrispettivo offerto da SDL, circa 52 milioni di dollari sarebbero stati di spettanza degli azionisti privilegiati a soddisfazione della loro preferenza. Inoltre, in virtù di una clausola del progetto di fusione con finalità di incentivazione del *management*, gli amministratori di Trados avrebbero avuto diritto a ricevere l'importo residuo (circa 8 milioni di dollari). Di riflesso, quindi, gli azionisti ordinari non avrebbero ricevuto nulla. Questi ultimi, pertanto, avevano deciso di agire in giudizio contro gli amministratori per violazione dei doveri fiduciari, perché essi avevano approvato una fusione sapendo in anticipo che non avrebbe realizzato gli interessi degli azionisti ordinari.

Applicando al caso di specie quanto era stato stabilito in *Jedwab*, dato che il contratto dei privilegiati aveva affrontato tale situazione, prevedendo che l'evento fusione facesse scattare la preferenza in sede di liquidazione, il giudice avrebbe dovuto applicare le disposizioni contrattuali. Tuttavia, la Corte ha offerto una nuova interpretazione di *Jedwab* e ha dichiarato che

([270]) L.E. MITCHELL, *The Puzzling Paradox of Preferred Stock (and Why We Should Care About It)*, cit., p. 459.
([271]) M.M. McELLIN, *Rethinking Jedwab: A Revised Approach to Preferred Shareholders Rights*, cit., p. 917.
([272]) *In re Trados Inc. Shareholder Litigation*, 2009 WL 2225958 1 (Del. Ch. 2009).

anche quando il diritto rivendicato dagli azionisti privilegiati concerne una preferenza nei confronti delle azioni ordinarie, "*the duty of the board, where discretionary judgment is to be exercised,* [is] *to prefer the interests of common stock – as the good faith judgment of the board sees them to be – to the interests created by the special rights ... of preferred stock, where there is a conflict*". O, detto altrimenti, "*where the interests of the common stockholders diverge from those of the preferred stockholders, it is possible that a director could breach her duty by improperly favoring the interests of the preferred stockholders over those of the common stockholders*" ([273]). In altre parole, applicando – in modo erroneo ([274]) – la massima "*fiduciary duty trumps contract*", è stato riconosciuto che gli amministratori possono "legittimamente" violare gli obblighi contrattuali della società nei confronti degli azionisti privilegiati, nel caso in cui le obbligazioni fiduciarie (verso gli azionisti ordinari) e quelle contrattuali (verso i privilegiati) siano in conflitto.

All'esito di questa decisione, quindi, gli azionisti privilegiati hanno scarsa probabilità di avere la meglio anche in situazioni concernenti i loro diritti di preferenza

([273]) *Ibid.*

([274]) La massima, come già detto, è coniata da L.E. MITCHELL, *The Puzzling Paradox of Preferred Stock (and Why We Should Care About It)*, cit., p. 459. L'autore ha, però, fatto riferimento a questo principio al fine di risolvere quello che gli sembrava appunto un "paradosso". In altre parole, secondo la regola elaborata in *Jedwab*, al fine di accertare se gli azionisti privilegiati abbiano un rimedio equitativo o solamente contrattuale, si deve prima valutare se il diritto si basa sul contratto o sulla partecipazione al capitale azionario. Così facendo, però, prima di agire, gli amministratori sono chiamati ad interpretare i termini del contratto in modo da poter determinare i confini dei loro doveri fiduciari nei confronti degli azionisti privilegiati. Questo – egli sostiene – porta alla conclusione che gli amministratori definiscono da soli l'ampiezza delle proprie obbligazioni fiduciarie. Al contrario, relazione fiduciaria e rapporto contrattuale differiscono strutturalmente tra loro. La soluzione proposta dall'autore consiste quindi nel ribadire che, atteso che "*preferences are built onto (or carved from) the foundation of the stockholder's basic equity*" e "*equity is obviously prior to the preferences*", il rapporto fiduciario – e i doveri che da esso scaturiscono – rappresentano un *prius* logico necessario tale per cui esso prevale sull'aspetto contrattuale, ove confliggenti. Di conseguenza, stante l'imperatività delle norme fiduciarie, le Corti – e non gli amministratori – devono decidere la natura e la portata dei doveri degli amministratori. L'approccio corretto, pertanto, è che i giudici valutino in primo luogo se l'operato del management è *fair*, non se esso è consentito dal contratto.

come individuati nel contratto. Poiché, infatti, gli interessi degli azionisti ordinari sono così spesso in conflitto con quelli dei privilegiati, è plausibile ritenere che i doveri fiduciari che gli amministratori devono agli azionisti ordinari prevalgano praticamente sempre sugli interessi contrattuali di quelli privilegiati. D'altro canto, non soltanto questo sembra negare del tutto tutela agli stessi diritti contrattuali degli azionisti privilegiati, ma anzi crea anche uno scenario nel quale essi possono in effetti vantare maggiore protezione quando vengono in questione i loro diritti *equitable* piuttosto che quelli *preferential*. Questo rappresenta, peraltro, l'ennesimo risultato controintuitivo dell'applicazione della regola fissata in *Jedwab* ([275]).

Infine, l'ultimo caso deciso in materia dalla giurisprudenza chiarisce ulteriormente il punto di vista del Delaware con riferimento ai diritti degli azionisti privilegiati. In *LC Capital Master Fund, Ltd. v. James* ([276]), gli azionisti privilegiati della società QuadraMed Corp. chiedevano al giudice di bloccare l'acquisizione della propria società da parte della Francisco Partners II LP, sostenendo che il consiglio di amministrazione di quest'ultima non avesse adeguatamente determinato il valore delle loro azioni.

La società convenuta aveva, infatti, proposto un prezzo di 8,50 dollari per ogni azione ordinaria e 13,70 per ogni azione privilegiata. Quest'ultimo prezzo era stato calcolato sulla base di una determinata formula di conversione, secondo il relativo diritto di conversione previsto per gli azionisti privilegiati in caso di fusione. In altre parole, le parti avevano concordato di pagare agli azionisti privilegiati il prezzo che essi avrebbero ricevuto se avessero esercitato il loro diritto di conversione in azioni ordinarie. Tuttavia, tra le altre cose previste dal contratto dei privilegiati (diritti di voto su specifiche questioni, preferenze sui dividendi e in sede di liquidazione) non vi era né il diritto di approvare la fusione né il fatto che tale evento facesse automaticamente scattare la loro preferenza in liquidazione. Inoltre, il contratto non prevedeva nemmeno che, in caso di fusione,

([275]) M.M. McELLIN, *Rethinking Jedwab: A Revised Approach to Preferred Shareholders Rights*, cit., pp. 918-919.
([276]) *LC Capital Master Fund, Ltd. v. James*, 990 A.2d 435 (Del. Ch. 2010).

le azioni privilegiate venissero convertite alla formula di cui sopra. Anzi, al contrario, vi si prevedeva che, in tale scenario, gli azionisti privilegiati avessero diritto, alternativamente, al corrispettivo determinato dal consiglio d'amministrazione nel relativo progetto di fusione ovvero a convertire le loro azioni in ordinarie (secondo la suddetta formula) e, quindi, ottenere lo stesso prezzo degli azionisti ordinari. In definitiva, pertanto, le loro prerogative si riducevano ad essere trattati come gli azionisti ordinari.

La società aveva iniziato le trattative con molti potenziali acquirenti. Ad un certo punto aveva anche dato vita, per valutare le varie offerte, ad un comitato *ad hoc*, composto da cinque amministratori per così dire indipendenti, sebbene ciascuno di essi detenesse all'epoca azioni ordinarie o *stock option*. Il comitato aveva analizzato attentamente la questione concernente i doveri fiduciari verso gli azionisti privilegiati, assumendo all'uopo consulenti legali e finanziari per fornire un parere motivato sul punto. Sulla base del parere, si era quindi concluso che l'offerta fosse congrua, anche se il suddetto parere non avesse affrontato il punto specifico della congruità del prezzo offerto ai privilegiati. All'esito di siffatta procedura, il comitato approvava il progetto di fusione all'unanimità.

Gli attori, facendo riferimento ai precedenti *Jedwab* e *FLS Holdings*, sostenevano che il *board* avesse il dovere di ripartire il prezzo di fusione in modo equo tra azionisti ordinari e privilegiati. Inoltre, secondo loro, gli amministratori avrebbero dovuto istituire un comitato composto da membri realmente indipendenti (o imparziali), cosa che non era avvenuta in concreto, dal momento che tutti i membri, come detto, possedevano azioni ordinarie o *stock option*. La società convenuta, invece, evocando *Trados* e *Equity Linked*, riteneva: 1) che il *board* avesse adempiuto le sue obbligazioni fiduciarie nei confronti della classe degli azionisti complessivamente intesa; 2) che avesse altresì riservato agli azionisti privilegiati un trattamento equo (*fair*), garantendo in fin dei conti i loro diritti contrattuali; 3) che i membri del comitato *ad hoc* non potessero essere considerati interessati e quindi non indipendenti, data la scarsa quantità di azioni ordinarie o *stock option* detenuta.

La Corte, dal canto suo, ha concluso che il caso in questione era diverso sia da *Jedwab* che da *FLS Holdings* perché lì, al contrario di *James*, qualsiasi disposizione contrattuale sul punto era assente. Inoltre, secondo quanto già stabilito in *HB Korenvaes*, "*when by contract, the rights of the preferred in a particular transactional context are articulated, it is those rights that the board must honor. To the extent that the board does so, it need not go further and extend some unspecified fiduciary beneficence on the preferred at the expense of the common*" ([277]). Ciò però non si traduce automaticamente nella privazione dei rimedi fiduciari per gli azionisti ordinari, bensì soltanto nel fatto che gli amministratori hanno dei doveri fiduciari nei confronti di tutti gli azionisti. Al contempo, per quanto riguarda la creazione di un ulteriore comitato, deputato a difendere gli interessi degli azionisti privilegiati, esso può dare loro potere di *leverage* negoziale che esula da quanto essi hanno specificamente concordato al momento della conclusione del contratto. In definitiva, pertanto, ove gli amministratori abbiano doveri fiduciari in conflitto tra gli azionisti ordinari e quelli privilegiati, devono preferire i primi rispetto ai secondi.

In conclusione, a quasi trent'anni di distanza dalla sentenza *Jedwab*, si può dire che la giurisprudenza che si è sviluppata a partire da quel momento sembra aver riportato i diritti degli azionisti privilegiati ancor più indietro rispetto a tre decenni fa. Pertanto, alla luce del panorama dottrinale appena esplorato e dei più recenti sviluppi giurisprudenziali, non si può non convenire sul fatto che, almeno in punto di principio, occorra una profonda revisione del quadro relativo alle azioni privilegiate negli Stati Uniti, a patto che si voglia affrontare in modo più penetrante (quantomeno) i casi di conflitti orizzontali, attesa la assenza (pratica) pressoché totale sia dei diritti *equitable* che *preferential* in capo agli azionisti privilegiati.

([277]) *HB Korenvaes Investments, L.P. v. Marriott Corp*., 1993 WL 205040 (Del. Ch.).

TERZO CAPITOLO

SOMMARIO: 1. Le azioni prive del diritto di voto in Italia nella loro evoluzione storico-legislativa - 1.1. Dalle azioni a voto plurimo del primo dopoguerra alle azioni privilegiate a voto limitato del Codice Civile - 1.2. Apogeo e declino delle spinte riformiste: dal Progetto Ascarelli alla "miniriforma" del 1974 - 2. Le azioni di risparmio dalla legge 216 del 1974 al TUF - 3. Le azioni di risparmio nel Testo Unico della Finanza - 3.1. L'emissione delle azioni di risparmio - 3.2. I diritti amministrativi - 3.3. Il diritto d'opzione e il recesso - 3.4. I diritti patrimoniali - 3.5. La tutela di categoria: l'assemblea speciale e il rappresentante comune - 4. Il raccordo tra riforma societaria del 2003 e TUF

1. Le azioni prive del diritto di voto in Italia nella loro evoluzione storico-legislativa

1.1. Dalle azioni a voto plurimo del primo dopoguerra alle azioni privilegiate a voto limitato del Codice Civile

La figura delle azioni sprovviste del diritto di voto – la cui espressione principale è rappresentata in Italia dalle azioni di risparmio – non è un'anomalia ovvero una novità assoluta nel panorama societario nazionale (278) ed internazionale (279). Certamente, esse recidono il naturale binomio rischio-potere e sanciscono tale separazione in via, per così dire, istituzionale, dando cioè emersione normativa e legittimazione giuridica ad un fenomeno altrimenti rilevabile soltanto nei fatti. Tuttavia, la loro origine va rintracciata, almeno in Italia, nel primo dopoguerra, in risposta a precise esigenze economiche che in quel periodo si andavano delineando. Il loro antecedente logico-cronologico, infatti, è da rinvenire nella categoria delle azioni privilegiate, a loro volta frutto di un'opzione legislativa volta a respingere l'introduzione delle azioni a voto plurimo, ma finalizzata, specularmente a queste ultime, ad affrontare lo stesso problema economico.

Invero, all'indomani della Prima guerra mondiale, in un periodo di gravi svalutazioni monetarie, nei vari Stati europei si andò diffondendo la preoccupazione che "*il capitale dei paesi a valuta pregiata potesse impadronirsi*

(278) Come si dirà subito appresso, in Italia fin dal Codice Civile del 1942 si conoscevano tipologie di azioni sprovviste del tutto (es. azioni di godimento) o in parte (es. azioni privilegiate a voto limitato) del diritto di voto. Si veda in proposito G.F. CAMPOBASSO, *Le azioni di risparmio nel progetto di riforma delle società commerciali*, in *Banca borsa*, 1969, I, pp. 69 ss.

(279) In Germania, si conoscono le *Vorzugsaktien ohne Stimmrecht*, in Francia le *actions à dividende prioritaire sans droit de vote*, in Belgio le *actions privilegiées sans droit de vote*, in Spagna le *acciones sin voto*, in Portogallo le *acções preferenciais sem voto*, negli Stati Uniti e in Gran Bretagna le *non-voting shares*. (una cui *species*, come visto, è rappresentata dalle *preferred shares*) Per riferimenti bibliografici presso la dottrina italiana si vedano P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto. Prassi statutaria e profili di diritto comparato*, Milano, 1992, pp. 185 ss., C. COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio nell'organizzazione della società per azioni*, Milano, 1984, pp. 29-47.

del controllo delle società" (280). Per questo motivo, a tutela della proprietà azionaria (e in definitiva del controllo dell'industria) nazionale, si ritenne che, accanto alle azioni ordinarie, si potesse prevedere un'altra categoria di azioni – quelle a voto plurimo appunto – da riservare "*ai gruppi di comando delle società e delle banche che li sostenevano*" (281). Ovviamente, però, il pericolo di abuso insito nell'impiego dello strumento fu ben chiaro agli interpreti. Per questo motivo, si contrapposero sin da subito due correnti di pensiero: da un lato, si schierava chi sosteneva la pericolosità delle azioni a voto plurimo – specie sulla scorta della (fallimentare) esperienza francese di quegli anni – dettata dal rischio che l'abuso dell'istituto in sede statutaria deformasse l'essenza della società anonima (282) e finisse per amplificare nei fatti l'influenza del gruppo di controllo; dall'altro lato, vi erano coloro che ritenevano che apposite disposizioni normative – tra le quali la nominatività obbligatoria, la sottoscrizione riservata ai cittadini italiani e la limitazione della trasferibilità di tali azioni – ben potessero reprimerne il potenziale pericoloso e servire gli obiettivi di interesse nazionale (283).

In sede legislativa, tuttavia, la suddetta contrapposizione non trovò sorprendentemente alcun riscontro nel progetto di riforma del Codice di commercio del 1922 (c.d. Progetto Vivante), mentre, al contrario, fu

(280) M. BIONE, *Azioni*, in G.E. COLOMBO & G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. II, tomo I, Torino, 1991, p. 52, nota 27.

(281) A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. soc.*, 1961, IV, pp. 929-930.

(282) In questi termini si esprimeva la giurisprudenza di legittimità (Cass. Regno, 15 luglio 1926, *Banca Industriale Italiana c. Consorzio Mobiliare Finanziario*, relatore D'Amelio, in *Foro it.*, 1926, I, 813, con nota di A. Scialoja) che, pur riconoscendo la compatibilità delle azioni a voto plurimo con il Codice di commercio allora vigente, riconosceva l'opportunità di un intenso esame dell'autorità giudiziaria in sede di omologazione al fine di scongiurarne un uso improprio. Sul precedente contrasto giurisprudenziale tra i giudici di merito, si veda R. RAVA', *Il voto plurimo nelle società per azioni*, Bologna, 1929, pp. 177 ss.

(283) A titolo esemplificativo, sul dibattito all'epoca esistente, si vedano N. ELENA, *Le azioni con voto plurimo o con voto altrimenti privilegiato nelle società commerciali italiane*, Torino, 1927, pp. 146 ss. e 228 ss., A GUASTI, *Privilegi azionari e voto plurimo nelle società anonime italiane ed estere*, Milano, 1927, pp. 175 ss., R. RAVA', *Il voto plurimo nelle società per azioni*, cit., pp. 173 ss., A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, in *Foro it.*, 1925, I, pp. 785 ss., C. VIVANTE, *I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, pp. 429 ss.

debitamente tenuta in considerazione dal progetto del 1925 (c.d. Progetto D'Amelio). In quest'ultima sede, infatti, si ritenne opportuno abbandonare l'idea di introdurre le azioni a voto plurimo, una volta considerato eccessivo il potenziale rischio che un loro eventuale impiego avrebbe comportato, ma si perseguirono gli obiettivi più sopra menzionati attraverso un meccanismo funzionalmente identico, seppur diametralmente opposto, rispetto alle azioni a voto plurimo (284): le azioni privilegiate a voto limitato.

In particolare, l'art. 170 del progetto così recitava:

> "*L'atto costitutivo o lo statuto può stabilire che una parte delle azioni abbia diritto a voto soltanto nelle assemblee straordinarie per deliberare sugli argomenti indicati ai numeri 1, 4, 6, 8 e 9 dell'art. 199. In tal caso le limitazioni al diritto di voto devono essere indicate sul titolo.*
> *Alle azioni ordinarie non può essere assegnato alcun dividendo, se prima non sia pagato il dividendo, in ragione del cinque per cento, a quelle aventi diritto limitato al voto, anche per gli anni precedenti, qualora sia mancato o sia stato inferiore. Le azioni ordinarie non possono essere rimborsate se non dopo il rimborso di queste ultime.*
> *Lo statuto e l'atto costitutivo possono inoltre stabilire che alle azioni aventi diritto limitato al voto sia assegnato un dividendo superiore a quello spettante alle azioni ordinarie e che queste siano riservate a una determinata categoria di soci.*
> *Ai possessori delle azioni con voto limitato spettano il diritto di opposizione alle deliberazioni dell'assemblea e quello per la revisione dei bilanci e dei libri della società, che il presente codice concede alle minoranze*".

In questo modo si cercò di differenziare le categorie delle "azioni di comando", da individuarsi nelle azioni ordinarie, e delle "azioni di finanziamento", da

(284) Parla di "*patente compromesso*" in merito alla soluzione accolta dalla Commissione incaricata di redigere il progetto, M. BIONE, *Azioni*, cit., p. 53.

individuarsi nelle azioni privilegiate nei diritti patrimoniali, ma a voto limitato ([285]). Come di tutta

([285]) Così si esprime A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, cit., p. 930, il quale dà ampiamente conto della *ratio* di fondo del progetto di riforma nella Relazione che ne accompagnò la redazione di cui fu estensore. Tale Relazione (Commissione Reale per la Riforma dei Codici, Sottocommissione B, Codice di commercio, II, *Relazione sul progetto*, Provveditorato generale dello Stato, 1925, pp. 76 ss.) così si esprimeva: "*Abbandonato il progetto relativo al voto plurimo, la maggioranza della Sotto-commissione si trovò invece concorde su un'altra proposta, ispirata a scopi analoghi, ma che sembrò più moderata e più aderente alle effettive esigenze dell'economia del paese. Sembrò alla maggioranza della Sotto-commissione che le società possano cercare la difesa, contro il pericolo di insidiosi turbamenti delle maggioranze, molto più semplicemente che creando azioni a voto plurimo, emettendo una parte delle azioni con diritto di voto limitato, cioè creando un titolo in cui possa bensì investirsi il risparmio frazionato dei privati, ma che non possa essere oggetto di accaparramenti per manovre di scalata.*
Sta del resto già il fatto che una grande massa flottante di titoli azionari è nelle mani di persone, che non si preoccupano affatto di frequentare le assemblee, che sono azionisti con l'animo di obbligazionisti, e a cui interessa non il diritto di voto, ma solo il diritto al dividendo e la possibilità di realizzare una differenza sulle quotazioni di borsa. Nessun grave turbamento si apporterebbe forse nella facilità di collocamento di queste azioni, anche se queste risultassero prive fin dall'origine del diritto di voto. Ed è chiaro che, tolto a queste azioni il diritto di voto, le azioni ordinarie possono automaticamente compiere quella stessa funzione di comando che nell'altro sistema si vorrebbe compiuta dalle azioni a voto plurimo. Comunque nelle conclusioni della Sotto-commissione – che emergono dall'art. 170 del progetto – il principio dell'ammissibilità di un nuovo tipo di azioni a diritti sociali limitati risulta circondato da molte garanzie, che tolgono al principio stesso ogni eccessiva asprezza.
Anzitutto il nuovo tipo di azioni non è un tipo di azioni prive totalmente del diritto di voto, ma è un tipo di azioni a voto limitato. Si è voluto cioè togliere ad esse il diritto di voto nelle assemblee ordinarie – dove si delibera circa l'amministrazione della società (nomina degli amministratori, approvazione di bilanci, azioni di responsabilità contro gli amministratori, ecc.) – e anche nelle assemblee straordinarie, quando in queste si deliberi circa l'aumento del capitale, la emissione di azioni privilegiate, la fusione con altre società e altre modificazioni dell'atto costitutivo o dello statuto della medesima importanza. Ma si è voluto invece conservare ad esse il diritto di voto nelle assemblee straordinarie per le più gravi modificazioni statutarie, che possano gravemente ledere gli interessi dei portatori di tali azioni (proroga della società; cambiamento della forma della società; riduzione o reintegrazione del capitale; scioglimento anticipato della società).
In secondo luogo, alle azioni a voto limitato, in compenso a questa limitazione, viene assicurato un privilegio patrimoniale rispetto alle azioni ordinarie: si stabilisce cioè che le azioni ordinarie non possono essere rimborsate se non dopo il rimborso delle azioni a voto limitato,

evidenza, peraltro, le caratteristiche proprie di queste ultime già contengono *in nuce* i tratti distintivi delle future azioni di risparmio (come disciplinate dalla legge n. 216 del 1974): limitazione del voto e privilegi patrimoniali sugli utili e nel rimborso del capitale, *sub specie* priorità rispetto alle azioni ordinarie (con possibilità di recupero negli esercizi successivi, in caso di dividendi non percepiti) (286).

Successivamente, la pluriennale quiescenza del processo di riforma del codice di commercio subì un'interruzione, con specifico riferimento al "nuovo" istituto delle azioni prive del diritto di voto, grazie all'indagine compiuta nel 1934 da Vivante, Biamonti, De

---

e che alle azioni ordinarie non possa essere assegnato alcun dividendo se non dopo che alle azioni a voto limitato sia assegnato un dividendo in ragione del 5% (nel cui computo deve tenersi anche degli esercizi precedenti, nei quali questo dividendo non sia stato assegnato, per impedire che il privilegio sia eluso con abili mascheramenti degli utili di un esercizio e con l'ammassamento degli utili stessi nell'esercizio successivo). Si permette poi agli statuti di andare anche più in là, riservando alle azioni a voto limitato un dividendo superiore a quello spettante alle azioni ordinarie.
In terzo luogo, per impedire che i diritti patrimoniali di cui si è testé parlato a favore delle azioni a voto limitato siano lesi con deliberazioni illegali dell'assemblea ordinaria, con bilanci falsi, con manipolazioni dei libri delle società, si conferisce ai portatori delle azioni a voto limitato l'azione di annullamento anche contro le deliberazioni dell'assemblea (art. 215) a cui essi non abbiano diritto di partecipare, nonché il diritto di chiedere l'inchiesta giudiziaria sull'amministrazione sociale (art. 196) e la revisione giudiziale del bilancio (art. 241).
Si prescrive infine che i titoli delle azioni a voto limitato debbano portare l'indicazione della limitazione del diritto di voto.
Malgrado tutte queste diverse garanzie a tutela dei portatori delle azioni a voto limitato, è chiaro che nelle società dove esse siano introdotte – e ciò può essere fatto sia mediante l'atto costitutivo o lo statuto, sia mediante una successiva modificazione – il comando della società spetterà ai portatori delle azioni ordinarie, le quali, secondo un'espressa disposizione dell'art. 170, possono anche essere statutariamente riservate ad una determinata categoria di persone (promotori, amministratori, ecc.). Si ottengono quindi con questo sistema tutti gli scopi che si propongono i sostenitori delle azioni a voto plurimo e nello stesso tempo si ha il vantaggio di metter nelle mani di coloro, che si vogliono esclusi da ogni ingerenza nell'amministrazione della società, un titolo sincero, che si fa riconoscere per quello che è e non può creare inganni, né servire a manovre di scalata".
(286) M. BIONE, *Azioni*, cit., pp. 53-54.

Gregorio e Fré ([287]), che si concluse, all'esito dei lavori della relativa commissione, con un articolato normativo il cui art. 4 sanciva:

> "*Con l'atto costitutivo e con le sue successive modificazioni può consentirsi l'emissione di azioni senza il diritto di voto, purché sia loro assegnato un minimo di dividendo. Se non si possa distribuire questo minimo l'azionista ha diritto di convertire tali azioni in azioni ordinarie. L'ammontare di queste azioni senza il diritto di voto non può superare la metà del capitale.*
> *La limitazione del diritto di voto deve essere indicata sul libro dei soci e sul titolo. I possessori di azioni prive del diritto di voto possono assistere e discutere nelle assemblee e costituirsi in consorzio per la difesa dei comuni interessi secondo le norme stabilite per le obbligazioni".*

Soltanto sei anni dopo, il percorso di riforma ripartì in modo più strutturato con il c.d. Progetto Asquini del 1940, che riprese largamente gli spunti offerti dal Progetto D'Amelio del 1925. La nuova iniziativa riformista, se, per un verso, vietò l'emissione di azioni a voto plurimo ([288]), anche sulla scorta della legge francese del 1930 ([289]) e dell'ulteriore esperienza negativa della Germania post-bellica ([290]), per altro verso, in merito alle

([287]) C. VIVANTE *et al.*, *Contributo allo studio delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, pp. 309 ss. (altresì pubblicato come *Proposte per la riforma delle società anonime*, in *Foro it.*, 1935, IV, c. 1 ss.). La Relazione che accompagnò questa indagine affermava: "*L'emissione di azioni senza voto corrisponde alla psicologia di quegli azionisti che cercano pei loro risparmi un impiego sicuro, ma che non hanno alcuna pratica di assemblee e di bilanci e che preferiscono ad una vana partecipazione a queste votazioni l'affidamento di un dividendo minimo*". Inoltre, "*questa categoria di azioni può richiamare per le stesse ragioni … il capitale straniero nei nostri investimenti, senza che possano influire sulle direttive dell'economia nazionale*".
([288]) Tranne che per le società di interesse nazionale e, in ogni caso, prevedendo una norma transitoria per le società che avessero già emesso azioni a voto plurimo.
([289]) A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, cit., p. 932.
([290]) B. VISENTINI, *Le linee essenziali della disciplina della società anonima in Germania secondo la legge 30 gennaio 1937*, in *Riv. banc.* 1939, pp. 841 ss.

azioni privilegiate a voto limitato, sostituì il vecchio art. 170, più sopra richiamato, con il nuovo art. 205, che stabiliva:

> "*Ogni azione attribuisce il diritto di voto.*
> *L'atto costitutivo può tuttavia stabilire che una categoria di azioni, a cui si è attribuito un privilegio nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società, abbia diritto al voto soltanto nelle deliberazioni previste dall'art. 218.*
> *La limitazione al diritto di voto deve risultare dal titolo*".

Detta disposizione non fu sostanzialmente modificata dagli ulteriori progetti di riforma del libro dell'impresa e del lavoro e del libro del lavoro ([291]), per consolidarsi, infine, nell'art. 2351 del codice civile del 1942 (in vigore fino al 2003), che così recitava:

> "*Ogni azione attribuisce il diritto di voto.*
> *L'atto costitutivo può tuttavia stabilire che le azioni privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società abbiano diritto di voto soltanto nelle deliberazioni previste nell'art. 2365. Le azioni con voto limitato non possono superare la metà del capitale sociale.*
> *Non possono emettersi azioni a voto plurimo*".

Quest'ultima disposizione assolse ad una duplice funzione sul piano sistematico: in primo luogo, circoscriveva lo spazio concesso all'autonomia privata nella compressione dei diritti amministrativi del socio, che non poteva comunque estendersi oltre le materie di competenza dell'assemblea ordinaria; in secondo luogo, fissava in modo indiscutibile il principio della correlazione necessaria tra limitazione dei poteri deliberativi e rafforzamento dei diritti patrimoniali dell'azionista ([292]).

In conclusione, occorre ribadire che l'*occasio legis* – almeno dell'antecedente remoto del 1925 – fu

([291]) Rispettivamente, artt. 286 e 285 dei progetti menzionati. Sul punto, A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, cit., p. 933.
([292]) M. BIONE, *Le azioni di risparmio tra mito e realtà*, in *Giur. comm.*, 1975, I, p. 172.

originariamente rappresentata, come detto, dalla necessità di contrastare i timori di assalti stranieri alle industrie nazionali. Per una sorta di eterogenesi dei fini, però, ben presto si comprese che lo strumento delle azioni privilegiate a voto limitato poteva servire esigenze ulteriori dell'economia – e della realtà societaria – italiana. Infatti, il substrato gnoseologico, ormai divenuto patrimonio comune di (quasi) tutte le posizioni, consisteva nel fatto che fosse divenuto in qualche modo necessario distinguere le posizioni di "*coloro che si preoccupano di stabilizzare l'amministrazione della società, ai fini del consolidamento e dello sviluppo dell'impresa sociale e della prevenzione contro le scalate di ventura*" rispetto a quelle "*dei meri apportatori di capitale, che si preoccupano soprattutto della redditività dell'investimento e della sua mobilità*" (293).

Questa distinzione rappresentò, a sua volta, una delle chiavi di lettura del dibattito che, seppure con varia intensità e con diverse sfumature, precedette l'approvazione della legge n. 216 del 1974 e, quindi, l'introduzione delle azioni di risparmio. Di tale dibattito – e dei suoi successivi sviluppi – conviene, ora, dar conto.

1.2. Apogeo e declino delle spinte riformiste: dal Progetto Ascarelli alla "miniriforma" del 1974

Il senso della c.d. miniriforma del 1974 rischierebbe di non essere colto appieno se essa non fosse analizzata nell'ambito del più ampio dibattito, diacronicamente articolatosi per quasi 20 anni, intorno all'urgenza di modificare un assetto normativo via via sempre meno adatto a riflettere, prima ancora che a disciplinare, la realtà economica del paese.

Dopo un periodo di relativa stabilità per il Codice Civile del 1942, infatti, intorno alla metà degli Anni Cinquanta cominciarono ad affiorare le prime istanze riformiste, una volta che – in concomitanza con la fase di espansione post-bellica della economia italiana – ci si rese conto appunto dell'inadeguatezza del *corpus* legislativo concernente le società per azioni.

Come è stato correttamente notato (294), "*l'inizio del dibattito riformistico si può far coincidere con*

(293) A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, cit., p. 929.
(294) P. SPADA, *Primo commento alla legge 7 giugno 1974, n. 216*, I, *Le azioni di risparmio*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, II, pp. 585 ss.

l'apparizione – nel 1956 – del primo numero della Rivista delle Società *che, emblematicamente, si apre con due contributi che si configurano come il «manifesto» programmatico delle aspirazioni riformatrici della cultura giuridica italiana*" ([295]). I protagonisti sulla scena sono Tullio Ascarelli ([296]), da un lato, e Giuseppe Ferri ([297]), dall'altro. Al di là delle differenti filosofie di fondo che dividono i due autori in questione – di cui si dirà subito appresso – ciò che appare immediatamente evidente nei rispettivi interventi è che il primo – quello di Ascarelli – si presenta come maturo compendio di una riflessione pluriennale che, però, tutto sommato, guarda al passato – nel senso che, seppur con perspicuo acume, presuppone una società per azioni ancora ottocentesca – per lanciare la legislazione societaria nel futuro, mentre il secondo – quello di Ferri – rappresenta il primo tentativo di adeguare la disciplina legislativa delle società per azioni alle modifiche, strutturali e funzionali, intervenute nel XX secolo.

Per Ascarelli, il limite del Codice del 1942 risiedeva nel fatto che ad esso rimaneva sostanzialmente estranea qualsiasi forma di regolazione del fenomeno dei gruppi di società o dei collegamenti tra società che, al contrario, rappresentavano il viatico per la costituzione di formazioni monopolistiche. In tale contesto, la discrasia tra rischio e potere era percepita come un disvalore, come un sottoprodotto della disfunzionalità dell'istituto societario e, in definitiva, come un fallimento del mercato. Al fine di ripristinare, quindi, l'equilibrio del mercato stesso, Ascarelli propugnava, per un verso, un tendenziale riallineamento delle posizioni interne alla società, da attuarsi mediante l'attribuzione di poteri di autotutela e di controllo alle minoranze ([298]), e, per altro verso, una più pregnante normativa *antitrust* che ridimensionasse le derive monopolistiche ([299]).

Per ripristinare la simmetria endosocietaria, però, Ascarelli non si discostava dal paradigma della

([295]) M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981, p. 1, nota 1.
([296]) T. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, pp. 3 ss.
([297]) G. FERRI, *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, pp. 35 ss.
([298]) T. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, cit., *passim*.
([299]) *ID.*, *Disciplina delle società per azioni e legge antimonopolistica*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1955, pp. 273 ss.

democrazia assembleare – tipica, come detto, delle ricostruzioni ottocentesche – che postula una uguaglianza tra tutti gli azionisti e individua nell'assemblea il luogo elettivo per la formazione della volontà sociale. In questa prospettiva, la mancata partecipazione degli azionisti ai processi decisionali doveva essere corretta, non assecondata ([300]). Dunque, le azioni a voto limitato o prive del diritto di voto rimanevano al di fuori del perimetro di riforma. Piuttosto, non potendosi ignorare il crescente fenomeno dell'assenteismo assembleare, si preferiva insistere sul profilo del controllo, da attuarsi stimolando la creazione di formazioni associative interne alla società, alternative al gruppo di comando, ispirate alle esperienze americane delle associazioni di azionisti ([301]).

Queste furono, pertanto, le direttrici del progetto di riforma del 1956 (appunto Progetto Ascarelli) ([302]) che fu successivamente convertito in proposta di legge ([303]), prima di essere definitivamente accantonato per via del mutamento del clima culturale – e poi anche politico – che si delineò in Italia di lì a breve.

Il pressoché coevo pensiero di Ferri andava, invece, in direzione opposta. Questi, infatti, "*abbandonando il disegno ascarelliano di recupero di un modello di democrazia assembleare attraverso il rafforzamento dei poteri di autotutela e di controllo offerti alle minoranze, muoveva dal presupposto della irreversibilità del processo di dissociazione tra potere e responsabilità per propugnare … il riconoscimento ufficiale e la cristallizzazione in differenti categorie di titoli della duplicità, di posizioni ed interessi, esistente tra azionisti imprenditori ed azionisti*

([300]) *ID.*, *I problemi delle società anonime per azioni*, cit., *passim*. Sul punto, anche M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., pp. 3-6. In senso critico, M. RISPOLI FARINA, *Le «azioni di risparmio», democrazia e oligarchia nella gestione della s.p.a.*, in G. MINERVINI (a cura di), *La recente riforma della s.p.a.*, Napoli, 1976, pp. 83 ss., R. WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, Milano, 1978, pp. 1 ss.

([301]) T. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, cit., *passim*. Sul punto, anche C. COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio nell'organizzazione della società per azioni*, cit., pp. 53-54.

([302]) Pubblicato in *Riv. soc.* 1956, pp. 298 ss.

([303]) Proposta di legge Villabruna, La Malfa, Lombardi del 1956, ripresentata nella legislatura successiva, nel 1958, dai soli La Malfa e Lombardi, pubblicate in A. SANTAMARIA & S. SCOTTI CAMUZZI (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia. Progetti e documenti*, Milano, 1966, pp. 255 ss.

risparmiatori" ([304]), come, del resto, era già previsto *in nuce* dal Codice del 1942 mediante le azioni privilegiate a voto limitato.

Sulla scorta di questa seconda impostazione, nel 1959 presero il via i lavori della Commissione Santoro Passarelli, istituita presso il Ministero per l'industria e il commercio, composta dai membri De Gennaro, Ferri, Giannini, Graziani, Mengoni, Oppo, Visentini e incaricata non tanto di formulare un nuovo progetto di riforma, bensì di elaborare delle linee-guida cui un'eventuale futura riforma avrebbe dovuto conformarsi ([305]).

Oltre alle differenze nel merito delle proposte avanzate, occorre preliminarmente notare che l'approccio di questa commissione si discostava da quello del progetto Ascarelli anche per due ulteriori aspetti, l'uno metodologico e l'altro attinente all'oggetto dell'indagine. Sotto il primo profilo, si abbandonò la prospettiva multilivello dell'ottica ascarelliana, per la quale, come già detto, un'eventuale riforma delle società per azioni non poteva essere disgiunta dal contemporaneo intervento sulle leggi antimonopolistiche, in una logica complessiva di politica economica ([306]). Sotto il secondo profilo, la Commissione Santoro Passarelli privilegiò una prospettiva esclusivamente societaria, addirittura limitando, seppur per ragioni pratiche e non necessariamente ideologiche, il campo di indagine alle sole "*società per azioni operanti sul pubblico risparmio* [da] *farsi coincidere con … le società le cui azioni sono ammesse alla quotazione di borsa*" ([307]) (al contrario dell'impostazione precedente che concepiva una sostanziale unità di disciplina per tutte le società per azioni).

In seno alla Commissione si delinearono ben presto due diverse posizioni. La maggioranza dei componenti si orientò sulle posizioni di Ferri, sostenendo che

([304]) M. BIONE, *Azioni*, cit., pp. 62-63.
([305]) I relativi valori furono poi raccolti e pubblicati in A. SANTAMARIA & S. SCOTTI CAMUZZI (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia. Progetti e documenti*, cit., pp. 31 ss.
([306]) In questo senso si esprime M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., pp. 7-8.
([307]) *Relazione della prima Commissione ministeriale per la riforma della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1964, p. 432. Critici nei confronti di questa equiparazione sono D. BUONUOMO, *Società e controllo pubblico*, Milano, 1978, pp. 11 ss., M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 7, G. ROSSI, *La grande impresa tra «privato» e «pubblico» e le leggi speciali*, in *Riv. soc.*, 1980, pp. 401 ss.

"*nell'ambito delle grandi società quotate in borsa* [la] *suddivisione dell'azionariato in due gruppi essenzialmente eterogenei costituisce una situazione di cui si deve prendere atto* [. Il] *legislatore non deve quindi proporsi di cambiare questa situazione, e vani sarebbero i suoi sforzi in questo senso, ma deve invece orientare la sua azione verso un sistema di norme che si adattino alla situazione stessa e nello stesso tempo ne eliminino le conseguenze pregiudizievoli per gli interessi dei risparmiatori*" ([308]). In considerazione di tali circostanze, l'intervento riformatore dovrebbe muoversi lungo una duplice direttrice: per un verso, introdurre azioni prive del diritto di voto ma maggiorate nei diritti patrimoniali, proprio al fine di intercettare e attrarre gli azionisti risparmiatori, per incentivare i quali a nulla servirebbe un rafforzamento dei diritti amministrativi, stante il loro sostanziale disinteresse nei confronti di questi ultimi; per altro verso, riformare profondamente il sistema dei controlli, in chiave necessariamente eteronoma e metaindividuale, attraverso il concorso integrato di organismi pubblici a tutela degli interessi patrimoniali degli azionisti risparmiatori ([309]).

D'altro canto, i membri di minoranza temevano che "*la soluzione del doppio regime delle azioni, rompendo la corrispondenza fra titolarità e responsabilità da un lato e potere di determinazione e controllo dall'altro per le azioni senza voto, corrispondenza nella quale è l'essenza della società per azioni, come della società in genere, sovverti*[sse] *profondamente la struttura giuridica attuale dell'istituto e la sostitui*[sse] *con un'altra, proprio nelle sue massime manifestazioni*" ([310]). Tuttavia, come è stato acutamente osservato ([311]), anche alla luce dell'evoluzione successiva del pensiero degli autori che rappresentavano la minoranza nella suddetta Commissione, si può ritenere che le azioni prive del diritto di voto fossero solamente un bersaglio "di copertura" delle loro critiche, tendenti, piuttosto, a respingere la ben più pericolosa (a loro dire) introduzione del controllo pubblico sulle società quotate,

([308]) *Relazione della prima Commissione ministeriale per la riforma della società per azioni*, cit., p. 434.
([309]) Questo, in fondo, il compendio del pensiero di Ferri, espresso anche in G. FERRI, *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 1961, I, pp. 177 ss.
([310]) *Relazione della prima Commissione ministeriale per la riforma della società per azioni*, cit., p. 440.
([311]) M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., pp. 9-10.

strumentale ad una "*penetrazione dello Stato nell'impresa privata*" ([312]). A sostegno di tale ipotesi – oltre, come detto, ai contributi successivi degli autori in questione che rivelarono *in toto* le proprie opzioni ideologiche – può addursi anche la scarna *pars costruens* che la minoranza propose durante la redazione del progetto, limitandosi, essenzialmente, ad una modifica della disciplina delle assemblee e delle deleghe di voto, nonché ad una ristrutturazione del collegio sindacale, imperniata sulla nomina pubblica del presidente ([313]). Quest'ultima circostanza, tuttavia, non sorprende, allorché si ponga mente al fatto che soltanto la prima impostazione richiedeva un ripensamento complessivo della disciplina, da realizzarsi, tra l'altro, mediante l'introduzione di un controllo pubblicistico, funzionale a garantire un (ri)equilibrio a fronte di una sottrazione di diritti (quali quelli amministrativi). La seconda impostazione, al contrario, limitandosi ad apportare soltanto dei correttivi al sistema allora vigente, si preoccupava di mantenere la fisionomia puramente privatistica delle società per azioni e di escludere qualsiasi deriva di stampo opposto.

La tesi uscita vincente dal confronto tutto interno alla Commissione Santoro Passarelli godette di ulteriore fortuna negli anni a venire, anche in considerazione del mutato contesto politico che caratterizzo l'Italia negli Anni Sessanta. Nel 1963, infatti, Aldo Moro compose il primo governo di centro-sinistra, presentandosi alle Camere con un ambizioso programma riformatore, che comprendeva anche la riforma delle società.

Con specifico riferimento al tema societario, detto programma governativo, se, per un verso, rivelò un grosso debito gnoseologico nei confronti del progetto Santoro Passarelli, recependone in pieno i risultati raggiunti e vincolando la istituenda Commissione De Gregorio alle

([312]) G. OPPO, *Prospettive di riforma e tutela della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 372. Nello stesso senso G. AULETTA, *L'ordinamento della società per azioni*, *ivi*, 1961, pp. 1 ss., F. FERRARA Jr., *La riforma della società per azioni*, *ivi*, 1962, pp. 186 ss., M. GHIDINI, *Contributo agli studi per la riforma della società per azioni*, *ivi*, 1963, pp. 625 ss., A. PAVONE LA ROSA, *Profili della tutela degli azionisti*, *ivi*, 1965, pp. 72 ss., R. FRANCESCHELLI, *Momenti e profili giuridici dell'azionariato popolare*, in *Riv. dir. comm.*, 1962, I, pp. 1 ss.

([313]) *Relazione della prima Commissione ministeriale per la riforma della società per azioni*, cit., pp. 440-447. Nel senso del testo si esprime M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 9.

relative conclusioni, per altro verso fece ciò perché la previsione di un organo pubblico di vigilanza – consequenziale all'introduzione delle azioni di risparmio – ben si coniugava con le istanze tipiche di quell'area politica: programmazione; tutela dei risparmiatori; piena attuazione dell'art. 48 della Costituzione attraverso un più massiccio coinvolgimento del risparmio privato verso gli investimenti azionari ([314]).

Nel 1964 fu pertanto istituita presso il Ministero di grazia e giustizia una Commissione, presieduta da De Gregorio, di cui facevano parte anche Auletta, Belli, De Angelis, De Gennaro, Ferri, Giannotta, Micheli, Santoro Passarelli, Scarpello, Stammati, Visentini. Tale Commissione elaborò un primo Progetto di 130 articoli nel 1964 ([315]), il cui fulcro era rappresentato dall'introduzione di un sistema di controllo e vigilanza demandato ad un organo pubblico, i cui poteri servivano due finalità: garantire agli investitori la veridicità e l'accuratezza delle informazioni; sorvegliare la regolarità della gestione a tutela degli azionisti.

Come di tutta evidenza, i termini del dibattito non furono granché dissimili rispetto a quelli sorti appena cinque anni prima, all'epoca della Commissione Santoro Passarelli. Le posizioni dei sostenitori delle varie tesi, pertanto, non si discostarono di molto. Tuttavia, chi continuava a manifestare una certa diffidenza verso l'ingerenza pubblica nei confronti delle società per azioni, non si concentrò più sull'*an* di tale intervento (ormai probabilmente irreversibile), bensì sul *quomodo* e, più nello specifico, sulla portata e sull'ampiezza dei poteri a disposizione dell'organo pubblico ([316]). In particolare, il

([314]) Sul punto, diffusamente, si veda M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., pp. 13-21.

([315]) Pubblicato in *Riv. soc.*, 1966, pp. 93 ss. insieme alla Relazione illustrativa (*ivi*, pp. 125 ss.), al Parere del CNEL (*ivi*, pp. 189 ss.) e alle osservazioni di alcuni dei commissari di minoranza (Auletta e Giannotta, De Gennaro e Ferri, *ivi*, pp. 397 ss.).

([316]) G. OPPO, *La tutela dell'azionista nel progetto di riforma*, in *Riv. soc.*, 1966, pp. 1220 ss., E. SIMONETTO, *Società per azioni: riforme necessarie, riforme sperate e riforme temute*, in *Riv. int. di scienze econ. e comm.*, 1964, pp. 208 ss., *ID.*, *Sul progetto di riforma delle società commerciali*, *ivi*, 1966, pp. 910 ss., A. ASQUINI, *Relazione al Congresso «Il problema della tutela delle minoranze nel diritto italiano e tedesco»*, in *Riv. dir. comm.*, 1966, I, pp. 397 ss., G. MINERVINI, *Un progetto di riforma della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1964, pp. 882 ss., M. ROTONDI, *Come fare e come non fare la riforma delle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1965, I, pp. 102 ss.

punctum dolens risiedeva nella esatta individuazione dell'oggetto di tale vigilanza, che, secondo alcuni, doveva riguardare esclusivamente "*il collegamento tra l'impresa sociale ed il mercato finanziario, cioè la raccolta dei mezzi finanziari occorrenti per l'attuazione di iniziative e scelte imprenditoriali già formate*" (317) e non, invece, il merito dell'operato degli organi sociali (318). Il problema pratico, tuttavia, consisteva nel fatto che, ove si fosse optato per una limitazione delle funzioni dell'organo pubblico, si sarebbe determinato nei fatti un vuoto di potere nel caso in cui le società avessero emesso azioni senza voto. Si propose, pertanto, di prevedere un potere pubblico "a due velocità" – a seconda che la società avesse emesso o meno azioni senza voto – oppure di bilanciare dall'interno lo squilibrio di poteri, attraverso la previsione di una tutela di classe, sulla scorta dell'esperienza degli obbligazionisti, dotando gli azionisti privi di voto di un'assemblea di categoria e di un rappresentante comune (319).

La messe di suggerimenti e critiche ricevuti dal Progetto in prima formulazione spinse i membri della Commissione De Gregorio a rielaborare il testo, per tenere conto dei numerosi spunti espressi ai vari livelli. Si giunse, quindi, ad una seconda edizione del Progetto, che constava, questa volta, di 150 articoli e che, nella sua stesura definitiva del 1966 (320), fu oggetto di un *Convegno internazionale di studi sulla riforma delle società per azioni*, tenutosi a Venezia, anch'esso nel 1966 (321). In

---

Persino G. FERRI, *Il progetto di riforma della società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1965, I, pp. 385 ss., ritenne che l'organo di controllo avrebbe dovuto interferire nella gestione sociale soltanto ove la società avesse emesso azioni di risparmio. Al contrario, in difesa dell'impostazione della Commissione, si schierava P. GRECO, *Considerazioni generali sulla riforma della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1966, pp. 283 ss.

(317) Parere del CNEL, cit., p. 193.

(318) G.F. CAMPOBASSO, *Le azioni di risparmio nel progetto di riforma delle società commerciali*, cit., pp. 99 ss., G. MINERVINI, *Considerazioni sul Progetto De Gregorio di riforma delle società per azioni, nel testo riveduto dal Comitato dei ministri*, in *Società, associazioni e gruppi organizzati*, Napoli, 1973, pp. 528 ss., R. WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, cit., p. 24.

(319) C. COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio nell'organizzazione della società per azioni*, cit., p. 62.

(320) Pubblicato, insieme alla Relazione accompagnatoria, in *Riv. soc.*, 1967, pp. 350 ss.

(321) Gli atti si leggono in *Riv. soc.*, 1967, *passim*, o in F. FENGHI & A. SANTAMARIA (a cura di), *La riforma delle società di capitali in*

quella sede, i toni del confronto, specie sull'opportunità di introdurre nel nostro ordinamento azioni prive del diritto di voto, furono molto più stemperati e, su entrambi i fronti, si registrarono posizioni più attenuate e sfumate. In particolare, tra coloro che convenivano sulla utilità della previsione di siffatte azioni (322), vi era chi poneva l'accento sulla necessità di garantire una differenza effettiva tra i diritti attribuiti dalle categorie diverse di azioni, in modo da mantenere un certo legame tra potere e responsabilità, considerato pur sempre un cardine dell'ordinamento (323). Tuttavia, non tutti erano concordi sul fatto che la garanzia di effettività dovesse essere necessariamente demandata all'autorità pubblica (324). Sul versante (opposto) di chi si professava comunque contrario all'ingresso nel nostro ordinamento delle azioni prive di voto (325), si andava manifestando la tendenza di coloro che, abbandonando la pregressa intransigenza, propugnavano un puntiglioso rigore nel dettarne la disciplina normativa, ora in tema di diritto al dividendo e altri privilegi patrimoniali (326), ora in tema di prerogative

---

Italia. Atti del convegno internazionale di studi sulla riforma delle società per azioni (Venezia 6-8 ottobre 1966), Milano, 1968.

(322) Tra gli altri, si vedano G. FERRI, *Non necessità di attendere la riforma comunitaria; il problema della nominatività obbligatoria dei titoli azionari; i controlli pubblici*, in F. FENGHI & A. SANTAMARIA (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia. Atti del convegno internazionale di studi sulla riforma delle società per azioni (Venezia 6-8 ottobre 1966)*, cit., pp. 262 ss., R. NICOLO', *Profili giuridici della riforma della società per azioni*, *ivi*, pp. 109 ss.

(323) B. VISENTINI, *Evoluzione e problemi delle società per azioni e lineamenti generali della riforma*, *ivi*, pp. 56 ss.

(324) In questo senso, V. BUONOCORE, *Il diritto agli utili nella disciplina delle azioni ordinarie e delle azioni di risparmio*, *ivi*, pp. 501 ss. *Contra*, nel senso di separare i due termini della questione (azioni di risparmio e necessità del controllo pubblico), invece, B. VISENTINI, *Evoluzione e problemi delle società per azioni e lineamenti generali della riforma*, cit., pp. 56 ss.

(325) L. BUTTARO, *Le azioni senza voto*, in F. FENGHI & A. SANTAMARIA (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia. Atti del convegno internazionale di studi sulla riforma delle società per azioni (Venezia 6-8 ottobre 1966)*, cit., pp. 509 ss., R. FRANCESCHELLI, *Osservazioni e critiche al progetto di riforma: opportunità di una disciplina organica della società per azioni*, *ivi*, pp. 304 ss., F. GRANDE STEVENS, *A chi sono utili le azioni di risparmio?*, *ivi*, pp. 848 ss., E. SIMONETTO, *Non necessità e inopportunità della riforma: inadeguatezza del progetto*, *ivi*, pp. 210 ss.

(326) V. ALLEGRI, *Osservazioni sul privilegio nella ripartizione degli utili riservato alle azioni di risparmio nel progetto di riforma delle*

amministrative ([327]), ora, infine, in tema di tutela corporativa mediante assemblea speciale di categoria e rappresentante comune ([328]).

Le osservazioni giunte a seguito del suddetto Convegno furono, in parte, recepite da un apposito Comitato dei ministri, incaricato di riesaminare il Progetto De Gregorio. Quest'opera di revisione fu poi compendiata nel c.d. Progetto De Gennaro-Visentini del 1967 ([329]). Tale iniziativa però non raggiunse mai il Parlamento, legata com'era al governo di centro-sinistra di cui, quindi, seguì le sorti alla fine della legislatura.

In modo apparentemente sorprendente, in considerazione dell'intensità antecedente, la conclusione dell'esperienza politica del centro-sinistra arrestò di colpo l'epoca riformista in Italia. Alla vivacità del dibattito degli anni precedenti fece da contraltare, a cavallo dei due decenni, un periodo di inattesa stasi, interrotta soltanto da qualche spunto sporadico ed isolato ([330]), privo, però, di alcuna velleità di ampio respiro. Tra questi merita di essere ricordato il c.d. Progetto Lombardi del 1972 ([331]),

---

società, *ivi*, pp. 419 ss., A. ARENA, *Spunti sul progetto di riforma delle società per azioni con accenni all'eccesso di potere ed alle azioni di risparmio*, *ivi*, pp. 467 ss.

([327]) L. JARACH, *Risarcimento dei danni dell'azionista; diritto d'intervento dei titolari delle azioni di risparmio; divieto delle clausole di gradimento*, *ivi*, pp. 246 ss., G. LEVI, *Partecipazione del «risparmio famiglia» al rischio dell'impresa azionaria; sulla quotazione obbligatoria delle azioni ordinarie; sul diritto di intervento delle azioni di risparmio*, *ivi*, pp. 334 ss.

([328]) A. GELPI, *Le azioni di risparmio*, *ivi*, pp. 774 ss.

([329]) Pubblicato in *Riv. soc.*, 1967, pp. 370 ss. Con specifico riferimento alle modifiche intercorse tra il secondo Progetto De Gregorio e quello De Gennaro-Visentini, si vedano G. MINERVINI, *Considerazioni sul Progetto De Gregorio di riforma delle società per azioni, nel testo riveduto dal Comitato dei ministri*, cit., pp. 518 ss., V. SANTORO, *Dai progetti di riforma all'attuale miniriforma della società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1976, I, pp. 882 ss.

([330]) Anche in dottrina, gli interventi latitarono, con le uniche eccezioni di G.F. CAMPOBASSO, *Le azioni di risparmio nel progetto di riforma delle società commerciali*, cit., pp. 69 ss., G. MINERVINI, *Società per azioni: riforma anno zero*, in *Riv. soc.*, 1967, pp. 1280 ss., R. NICOLO', *Prospettive della riforma delle società per azioni*, in *Riv. not.*, 1971, pp. 199 ss.

([331]) Pubblicato in *Riv. soc.*, 1972, pp. 174 ss. Per un'analisi di tale Progetto, si vedano M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., pp. 21-22, F. GALGANO, *Le istituzioni dell'economia capitalistica. Società per azioni, Stato, classi sociali*, 2 ed., Bologna, 1980, pp. 145 ss., V. SANTORO, *Dai progetti di riforma all'attuale miniriforma della*

che ebbe come matrice politica quella socialista – seppure ormai alle soglie del cambio della guardia con l'esperienza democristiana – e come matrice concettuale un maldestro tentativo sincretistico di fusione a freddo degli (ideologicamente) opposti progetti Ascarelli e De Gregorio ([332]).

Accantonato per evidenti ragioni strutturali, prima ancora che politiche, il Progetto Lombardi – che, per quanto di nostro interesse, non faceva parola delle azioni di risparmio – il 1973 segnò la ripresa del percorso di riforma, attraverso l'istituzione della Commissione Marchetti, il cui progetto ([333]), pur muovendosi apparentemente nello stesso solco tracciato dalla Commissione De Gregorio, se ne discostò soprattutto per impostazione e oggetto della tutela. Infatti, per un verso, all'approccio globale – della programmazione del centro-sinistra e, prima ancora, della logica liberale di stampo ascarelliano – si sostituirono interventi isolati, non racchiusi funzionalmente entro un medesimo disegno riformatore, mentre, per altro verso, la tutela del risparmio (*rectius*: l'incentivazione all'investimento azionario) rimpiazzò la tutela del risparmiatore ([334]). D'altra parte, ciò che più colpisce è che non vi fu soluzione di continuità soprattutto in merito al dibattito circa l'opportunità del controllo pubblico nella gestione delle grandi imprese. Tuttavia, l'ostracismo nei confronti dell'organo di vigilanza sulle società e i timori che questo potesse diventare "*la* longa manus *degli organi pubblici della programmazione*" ([335]), alla luce del modificato contesto politico, apparivano (soprattutto in retrospettiva) perlopiù ingiustificati ([336]). Questo atteggiamento, del resto, comportò una nuova compressione delle prerogative

---

società per azioni, cit., pp. 883-889, R. WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, cit., p. 22.

([332]) Ne offre questa valutazione M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., pp. 21-22

([333]) Il Progetto Marchetti, corredato dalla Relazione introduttiva, fu pubblicato in *Riv. soc.*, 1973, pp. 270 ss.

([334]) C. COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio nell'organizzazione della società per azioni*, cit., p. 65, F. GALGANO, *Giudizio sulla riforma-stralcio della società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1974, I, pp. 427 ss.

([335]) Relazione illustrativa del Progetto Marchetti, cit., p. 291.

([336]) Danno questo giudizio M. BIONE, *Le azioni di risparmio tra mito e realtà*, cit., p. 166 e M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 23.

a disposizione dei pubblici poteri, ormai privati di ogni facoltà di ingerenza nella gestione societaria ([337]). Ciò, di conseguenza, recideva quello che, nell'impostazione originaria di Ferri, rappresentava un nesso funzionale inscindibile tra limitazione dei diritti amministrativi di taluni azionisti (risparmiatori) e controllo pubblico. Pertanto, un'ulteriore "innovazione" consistette nel ritorno all'"*autonomo potere di tutela dei propri interessi*" ([338]), seppur di categoria, mediante la previsione di un'assemblea speciale e di un rappresentante comune, come contropartita per la rinuncia al diritto di voto ([339]).

Il venire meno del legame tra controllo pubblico e tutela degli azionisti di risparmio (ma, forse più in generale, dei piccoli azionisti) fu confermato anche da un dato (legislativo) aggiuntivo: il d.l. 8 aprile 1974, n. 95 ([340]) – che recepì i lavori della Commissione Marchetti – non previde le azioni di risparmio (mentre fu previsto il controllo pubblico). L'introduzione di tale categoria di azioni avvenne solamente in sede di conversione del decreto nella legge 7 giugno 1974, n. 216 ([341]).

I lavori preparatori di tale ultimo provvedimento normativo permettono di spiegarne più dettagliatamente l'eziologia ([342]). E' stato, infatti, sostenuto che, stavolta,

---

([337]) Così G. MINERVINI, *L'istituzione del «controllo pubblico» sulle società per azioni. Prime valutazioni*, in *Giur. comm.*, 1974, I, pp. 539 ss.

([338]) Relazione illustrativa del Progetto Marchetti, cit., p. 290.

([339]) *Ibidem.*

([340]) "*Recante disposizioni al mercato mobiliare e al trattamento fiscale dei titoli azionari*", pubblicato in Gazz. Uff. 9 aprile 1974, n. 94 (con avviso di rettifica pubblicato in Gazz. Uff. 13 aprile 1974, n. 98).

([341]) "*Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, recante disposizioni al mercato mobiliare e al trattamento fiscale dei titoli azionari*", pubblicata in Gazz. Uff. 8 giugno 1974, n. 149, cui si accompagnarono tre decreti collegati (D.P.R. 31 marzo 1975, n. 136, concernente il controllo contabile e la certificazione dei bilanci delle società per azioni quotate in borsa; D.P.R. 31 marzo 1975, n. 137, concernente la disciplina del conto profitti e delle perdite delle società finanziarie, fiduciarie, delle assicurazioni ed aziende di credito; D.P.R. 31 marzo 1975, n. 138, concernente disposizioni dirette a coordinare, con le attribuzioni della Commissione nazionale per le società e la borsa, le norme concernenti l'organizzazione e il funzionamento delle borse valori e l'ammissione dei titoli a quotazione, nonché le forme di controllo ed ispezione previste della legislazione vigente nel settore dell'attività creditizia e delle partecipazioni statali).

([342]) Si vedano soprattutto U. BELVISO, *Il significato delle azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 1976, I, pp. 796-799, e G. MINERVINI,

l'*occasio legis* sarebbe da rintracciare nel c.d. "baratto" ([343]), in occasione del ripristino della c.d. cedolare secca ([344]), tra la Democrazia Cristiana – che chiedeva appunto la reintroduzione di quest'ultima – e il Partito Socialista – che invece premeva per un ritorno alla riforma delle società per azioni, imperniata "*sul divieto degli incroci azionari, sulla pubblicità dei bilanci e* [sulla istituzione del]*la Commissione di vigilanza sulle società e sulle borse*" ([345]). Come di tutta evidenza, nessun cenno fu rivolto alle azioni di risparmio, in linea, peraltro, con quanto già espresso dall'area socialista nel progetto Lombardi summenzionato. Queste, invece, furono introdotte dal comitato ristretto, nominato dalla Commissione finanze e tesoro nella riunione del 14 maggio 1974, in sede di conversione del d.l. 8 aprile 1974, n. 95. Secondo una ricostruzione, quindi, in assenza di pressioni specifiche da parte di coloro che più avevano avuto a cuore una riforma delle società (vale a dire i Socialisti), "*non è da escludere che … i gruppi di controllo non si ritenessero sufficientemente compensati … dall'introduzione della cedolare secca*" e, pertanto, avessero provato "*da un canto a ridurre la portata dei poteri attribuiti alla Consob*" e, dall'altro, avessero acconsentito "*ad introdurre istituti, quali le azioni di risparmio, che rendono più «equo» il prezzo per il controllo pubblico sulle società per azioni*" ([346]).

In definitiva, "*nel quadro di una riforma varata in forma mutila, edulcorata e, tutto sommato, inoffensiva rispetto a quelle elaborate* [negli Anni Sessanta] *le azioni di risparmio hanno visto la luce nella pressoché totale*

L'istituzione del «controllo pubblico» sulle società per azioni. Prime valutazioni, cit., pp. 540 ss.

([343]) Così si esprimeva B. VISENTINI nel corso delle discussioni parlamentari relative alla conversione in legge del d.l. 8 aprile 1974, n. 95 ("*Le … forze politiche accettarono l'articolo sulla cedolare secca pur di avere in corrispettivo la istituzione della commissione nazionale per le società e la borsa*") riportato in U. BELVISO, *Il significato delle azioni di risparmio*, cit., p. 796, nota 32.

([344]) Ossia la possibilità concessa ai titolari di partecipazioni azionarie di richiedere, all'atto di riscossione degli utili, di assolvere alle imposte sul reddito mediante ritenuta del 30% dell'utile percepito.

([345]) Come risulta dal dialogo tra Giuliani, ministro socialista, e Colombo, ministro democristiano, alla presenza dal governatore della Banca d'Italia, Carli, che si legge in U. BELVISO, *Il significato delle azioni di risparmio*, cit., p. 796.

([346]) U. BELVISO, *Il significato delle azioni di risparmio*, cit., pp. 797-799, cui si rinvia per ulteriori riferimenti.

indifferenza e nella radicata convinzione della loro inidoneità sia ad ovviare in qualche modo alle croniche disfunzioni del mercato finanziario, sia ad incidere concretamente sulla struttura delle società azionarie" ([347]). Piuttosto "*la riforma obiettivamente rafforza la posizione dei gruppi di controllo nei confronti dei piccoli azionisti, suggerisce l'idea che l'introduzione del controllo pubblico sia rivolta (non a supplire le carenze di tutela dei piccoli azionisti, ivi compresi gli azionisti di risparmio, ma) a creare un rapporto, che scavalca i piccoli azionisti, tra gruppi di controllo e potere politico*" ([348]), in una logica affatto antitetica a quella per cui "*l'apporto di ricchezza delle classi popolari deve trovare il proprio corrispettivo nella democratizzazione dei processi decisionali*" ([349]).

2. Le azioni di risparmio dalla legge 216 del 1974 al TUF

Della legge 216 del 1974, che, come detto, riprendeva il progetto Marchetti, si darà conto nel prosieguo del testo, specie in confronto con la disciplina dettata dal Testo Unico della Finanza nel 1998. Tuttavia, adesso preme proseguire l'*excursus* storico della disciplina delle azioni di risparmio, proprio per giungere alla riforma del 1998 appena menzionata.

All'indomani del 1974, ci si rese conto che la legge 216 ([350]), pur segnando un indubbio passo avanti rispetto

([347]) M. BIONE, *Le azioni di risparmio tra mito e realtà*, cit., p. 166
([348]) U. BELVISO, *Il significato delle azioni di risparmio*, cit., pp. 795.
([349]) F. GALGANO, *Le società per azioni. Le altre società di capitali. Le cooperative*, Bologna, 1974, p. 38.
([350]) Per dei commenti alla legge in questione, si vedano G. FERRI, *La filosofia della miniriforma delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1975, I, pp. 209 ss., *ID.*, *La riforma della società per azioni secondo la legge 7 giugno 1974, n. 216 e decreti legislativi 31 marzo 1975, nn. 136, 137 e 138*, Torino, 1976, pp. 1 ss., F. GALGANO, *Giudizio sulla riforma-stralcio della società per azioni*, cit., pp. 425 ss., V. PANUCCIO, *La «miniriforma» delle società per azioni*, in *Vita not.*, 1977, pp. 265 ss., G. SANTINI, *I «buchi» della riforma*, in *Giur. comm.*, 1974, I, pp. 432 ss., V. SANTORO, *Dai progetti di riforma all'attuale miniriforma della società per azioni*, in G. MINERVINI (a cura di), *La recente riforma della s.p.a.*, Napoli, 1976, pp. 7 ss., R. WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, cit., p. 22. Più specificamente, con riguardo alle azioni di risparmio, U. BELVISO, *Il significato delle azioni di risparmio*, cit., pp. 779 ss., M. BIONE, *Le azioni di risparmio tra mito e realtà*, cit., pp. 166 ss., P. FERRO LUZZI, *Le azioni di risparmio*, in *La riforma-stralcio della società per azioni e la piccola riforma della borsa valori. Atti del Seminario*

all'architettura istituzionale precedente, fondata su un paleocapitalismo ormai non più attuale, non aveva rappresentato la panacea di tutti i mali, endemici del mondo finanziario italiano, o, per altro verso, la bacchetta magica che d'incanto aveva trasformato un Paese agricolo in uno finanziariamente avanzato. In altri termini, "*la grande illusione della 216 fu che in Italia esistesse un mercato finanziario efficiente e maturo, autodisciplinato e in grado di recepire i nuovi precetti, ricalcati sulle esperienze straniere più avanzate, soprattutto quella statunitense*" ([351]).

Nel frattempo, però, le esigenze di un ammodernamento complessivo del sistema Paese erano divenute sempre più impellenti, acuite dalla consapevolezza che la tutela degli azionisti investitori – oltre che strumenti diretti quali, ad esempio, le azioni di risparmio – esige anche efficienza e trasparenza del mercato del capitale di rischio. Fu per questo che, a partire dal 1983, si assistette ad una progressiva riforma della disciplina del mercato mobiliare, con l'introduzione, tra l'altro, di nuove figure di intermediari, di organismi di investimento collettivo e di specifiche regole di comportamento per l'offerta al pubblico di valori mobiliari e per il trasferimento di partecipazioni di controllo in società quotate ([352]).

Sull'onda di spinte europeiste sempre più marcate, dettate anche da un processo di integrazione economica a livello comunitario che, all'inizio degli Anni Novanta, cambiò marcia e rivelò ben presto i suoi riflessi giuridici, nell'esigenza di armonizzare i sistemi normativi dei Paesi

---

promosso dalla Facoltà di Economia e Commercio dell'Università Cattolica e dall'associazione per lo sviluppo degli studi di banca e borsa (Milano 11-13 novembre 1974), Milano, 1975, pp. 192 ss., P. GUERRA, *Le azioni di risparmio e le partecipazioni incrociate nella legge n. 216*, in *Riv. soc.*, 1976, pp. 821 ss., M. RISPOLI FARINA, *Le «azioni di risparmio», democrazia e oligarchia nella gestione della S.p.A.*, in G. MINERVINI (a cura di), *La recente riforma delle società per azioni. Profili ricostruttivi e annotazioni critiche*, Napoli, 1976, pp. 75 ss., P. SPADA, *Primo commento alla legge 7 giugno 1974, n. 216*, I, *Le azioni di risparmio*, cit., pp. 585 ss., R. WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, cit., pp. 28 ss.

([351]) G. ROSSI, *Il mercato finanziario dopo la legge 216*, in G.E. COLOMBO & F. CESARINI (a cura di), *La legge 216 dieci anni dopo*, Milano, 1985, p. 5.

([352]) Per tutti, sulle nuove esigenze del mercato italiano degli anni Ottanta, si veda G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale. Diritto delle società*, Torino, 1995, p. 148.

membri, si giunse al 1996. In quella data prese avvio in Italia un processo di riforma della disciplina delle società quotate che sfociò, due anni dopo, nell'approvazione del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, TUF) ([353]).

Con specifico riguardo all'istituto delle azioni di risparmio non può dirsi che negli anni precedenti alla riforma del 1998 si assistette ad un acceso dibattito dell'intensità (e della qualità) di quello che aveva preceduto la riforma del 1974. Una tal quale contrapposizione tra opposte visioni non fu in realtà del tutto assente. Infatti, da un lato, si schieravano coloro che, anche in considerazione dello scarso impatto che le azioni di risparmio avevano avuto negli oltre vent'anni trascorsi dalla loro introduzione ([354]), ne proponevano la soppressione *tout court* ([355]), mentre, dall'altro lato, quella parte della dottrina che era contraria ad una abolizione adduceva, come ragione dello scarso successo, la mancata effettività del rendimento minimo garantito ([356]).

([353]) Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, "*Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52*", pubblicato in Gazz. Uff. 26 marzo 1998, n. 71, Suppl. Ord. n. 52.

([354]) Per un'analisi empirica del ricorso alle azioni di risparmio da parte delle società quotate italiane, si vedano Associazione Italiana Analisti Finanziari (AIAF), *Le azioni di risparmio. Analisi economica e prospettiva di riforma*, in *Quaderni Associazione italiana degli analisti finanziari*, n. 86, Milano, 1997, pp. 25 ss., P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto. Prassi statutaria e profili di diritto comparato*, cit. pp. 69 ss., M. BIGHELLI, *Gli aumenti di capitale delle società quotate. Un'analisi economico-finanziaria*, Torino, 1996, pp. 65 ss., F. CESARINI, *Le azioni di risparmio: la prassi*, in *Riv. soc.*, 1984, pp. 1183 ss., L. CHIARAVIGLIO, *Attualità delle azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1977, pp. 1182 ss., Istituto per la Ricerca Sociale (IRS), *Rapporto Irs 1997*, Milano, 1998, pp. 106 ss.

([355]) ASSOGESTIONI, *Le azioni di risparmio. Analisi economica e prospettiva di riforma*, in *Quaderni di documentazione e ricerca*, n. 18, Roma, 1997, p. 95.

([356]) ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla società aperta. Cento tesi per la riforma del governo societario in Italia*, Bologna, 1997, pp. 150 ss., ASSOGESTIONI, *Le azioni di risparmio. Analisi economica e prospettiva di riforma*, cit., pp. 81 ss., F. CESARINI, *Le azioni di risparmio: la prassi*, cit., p. 1191, N. ROBIGLIO, *Le azioni di risparmio. Brevi osservazioni in margine azioni lla proposta di riforma*, in *Riv. della borsa*, 1989, pp. 75 ss., A. MONTI, *Le azioni di risparmio e la nozione di «interesse sociale»; un nuovo istituto di fronte ad una vecchia questione*, in *Giur. comm.*,

In quest'ultimo senso, tutte le istanze di riforma convergevano verso un rafforzamento della regolamentazione delle azioni di risparmio. Un po' a sorpresa, però, l'opzione di *policy* poi effettivamente seguita dal legislatore si discostò da tali indicazioni: sulla base di una presunta capacità autoregolatoria del mercato, fideisticamente accettata, si decise di individuare nell'autonomia negoziale la fonte privilegiata, e pressoché esclusiva, di disciplina della materia. Si sostenne, infatti, che "*i difetti delle azioni di risparmio dipend*[essero] *non dalla loro natura di azioni prive del diritto di voto … bensì dalla rigidità legislativa del loro contenuto*" ([357]). In effetti, però, l'accusa avrebbe dovuto essere (ri)considerata alla luce delle regole allora vigenti che, sebbene effettivamente presentassero una certo rigore, facevano ciò esclusivamente con riferimento alla derogabilità *in pejus*. Un'analisi forse più equilibrata non avrebbe omesso – come apparve chiaro in retrospettiva – di chiamare in correità anche le società emittenti, le quali evidentemente non erano state in grado di confezionare degli strumenti finanziari (sufficientemente) appetibili sul mercato ([358]).

In ogni caso, si ritenne opportuno spostare il *locus* dell'inderogabilità, dalla definizione del contenuto patrimoniale delle azioni di risparmio all'effettività degli strumenti di tutela, garantendo, quale contrappeso alla larga concessione all'autonomia statutaria, la protezione c.d. di gruppo alla categoria degli azionisti di risparmio ([359]).

3. Le azioni di risparmio nel Testo Unico della Finanza

3.1. L'emissione delle azioni di risparmio

Sul piano dell'esegesi delle norme concernenti le azioni di risparmio, occorre in primo luogo notare che,

---

1983, I, pp. 38 ss., G. VISENTINI, *La società per azioni nella prospettiva della corporate governance*, Roma, 1997, p. 136.

([357]) Audizione del 10 dicembre 1997 del Direttore generale del Ministero del Tesoro (M. Draghi), in *Riv. soc.*, p. 202.

([358]) M. NOTARI, *Art. 145*, in P. MARCHETTI & L.A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, II, Milano, 1999, p. 1535.

([359]) Audizione del 10 dicembre 1997 del Direttore generale del Ministero del Tesoro (M. Draghi), cit., p. 202

secondo quanto dispone l'art. 145, comma 1, del TUF ([360]), la loro emissione è consentita alle "*società con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea*" ([361]). Anche sotto il vigore di tale disciplina si sono riproposte le questioni concernenti il motivo per il quale solamente le società con azioni quotate e, più specificamente, perché soltanto quelle con azioni ordinarie quotate, potessero emettere azioni di risparmio. Uguali rispetto al passato, pertanto, sono risultate le giustificazioni a siffatti vincoli normativi. Per un verso, si è rilevato che soltanto nelle società quotate si propone la distinzione tra "azionisti imprenditori" e "azionisti risparmiatori" ([362]). Per altro verso si è posto l'accento sul fatto che il regime di vigilanza, unicamente previsto per le società quotate, compensa, in termini di tutela, la rinuncia al diritto di voto per gli azionisti di risparmio ([363]). Per altro verso

([360]) *In parte qua* l'art. 145 ricalca fedelmente l'art. 14, comma 1, della legge n. 216 del 1974, sostituendo soltanto l'espressione "*mercati regolamentati …* " alla parola "*borsa*". M. SEPE, *Art. 145*, in C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998, pp. 765 ss., riteneva che l'ambito di applicazione della norma dovesse essere esteso alle società con azioni ordinarie quotate nei mercati extra-europei riconosciuti ai sensi dell'allora vigente art. 67, tra le quali, *in primis*, i mercati di quei paesi che, pur non facendo parte dell'Unione Europea, avessero aderito al Trattato sullo Spazio Economico Europeo, pena "*aporie concorrenziali tra mercati egualmente riconosciuti*". Il differente tenore letterale degli artt. 67 e 119 dell'epoca nonché l'evoluzione successiva della disciplina, tuttavia, fanno propendere per l'interpretazione restrittiva.
Per l'ulteriore problema – sorto nel vigore della disciplina precedente al TUF, ma ormai risolto dal dato testuale dell'attuale norma – se le società con azioni quotate non già nel mercato di borsa in senso proprio ma nel c.d. mercato ristretto, si vedano P. MARCHETTI, *Commento alla legge 23 febbraio 1977, n. 49*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1978, p. 505, G. MINERVINI, *Sull'applicabilità delle società ammesse al mercato ristretto della disciplina relativa alle società con azioni quotate in borsa*, in *Banca borsa*, 1982, I, pp. 883 ss.
([361]) Oltre al limite espresso, rappresentato dalla previa quotazione delle azioni ordinarie, dalla disposizione se ne può trarre un altro, implicito ma consequenziale, legato alla tipologia di società (s.p.a. e s.a.p.a.). Con riferimento all'emissione di azioni di risparmio da parte di società cooperative quotate, si veda M. NOTARI, *Art. 145*, cit., pp. 1539-1541.
([362]) M. BIONE, *Azioni*, cit., p. 66.
([363]) *Ibidem*, ove per ulteriori riferimenti bibliografici. Per lo stesso motivo, la maggioranza della dottrina non riteneva ammissibile l'emissione per le società non quotate di azioni prive del diritto di voto, neanche se nominative (e non al portatore come le risparmio). In

ancora, si è sottolineato che solamente nell'ambio di un mercato borsistico può essere pienamente effettivo il diritto di *exit* dell'azionista di risparmio, privato, com'è, di significativi diritti amministrativi e di partecipazione alla vita della società ([364]).

D'altro canto, non è stato neppure chiaro il motivo per cui si sia fatto riferimento alla quotazione delle sole azioni ordinarie. Se, da un lato, vi è stato chi ha messo in luce, ancora una volta, la *ratio* della disposizione in termini di protezione dell'azionista risparmiatore, sempre in grado di acquistare un'azione ordinaria ed essere così legittimato alla partecipazione alla vita societaria ([365]), dall'altro lato, si è obiettato che in questo modo si cadeva in una inevitabile contraddizione logica: si voleva "istituzionalizzare", infatti, l'"apatia razionale" dell'azionista di risparmio, ma allo stesso tempo si voleva assicurargli tutela solamente attraverso una sua metamorfosi in azionista ordinario ([366]).

Con particolare riferimento al rapporto tra quotazione in borsa ed azioni di risparmio, poi, è stato ritenuto (correttamente) che la previa quotazione di azioni ordinarie rappresenti una condizione necessaria per l'emissione delle azioni di risparmio. Tuttavia, si è cercato di temperare il rigore di detta *condicio* in modo tale da considerare ammissibili le emissioni di azioni ordinarie (o di altre categorie) da parte di società non quotate, contenenti una clausola di automatica conversione in azioni di risparmio in caso di quotazione (delle

---

questo senso, P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto. Prassi statutaria e profili di diritto comparato*, cit. p. 12, G. MINERVINI, *Sull'applicabilità delle società ammesse al mercato ristretto della disciplina relativa alle società con azioni quotate in borsa*, cit., pp. 887 ss. *Contra* F. GALGANO, *La società per azioni*, in *ID.* (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, VII, Padova, 1988, pp. 158 ss.

([364]) F. CESARINI, *Le azioni di risparmio: la prassi*, in G. COLOMBO & F. CESARINI (a cura di), *La legge 216 dieci anni dopo – Aspetti societari*, Milano, 1985, p. 36 e in *Riv. soc.*, 1984, pp. 1183 ss.

([365]) A. GRAZIANI *et al.*, *Manuale di diritto commerciale*, Napoli, 1990, pp. 206 ss. Altri (M. SEPE, *Art. 145*, cit., p. 765) riteneva che "*il legislatore ha in ogni caso mantenuto ancorata l'emissione di azioni di risparmio al requisito della quotazione delle azioni ordinarie … perché il livello dei corsi delle azioni ordinarie può comunque costituire parametro di riferimento e raffronto per la bontà dell'investimento*".

([366]) P. FERRO LUZZI, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 194.

ordinarie)([367]). Per fugare ogni dubbio, poi, circa il fatto che la quotazione delle azioni ordinarie sia solamente un presupposto per l'emissione – e non anche una condizione per la permanenza in essere – delle azioni di risparmio, l'art. 145, comma 2, seconda parte, del TUF ha sancito che l'atto costitutivo "*stabilisce altresì i diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o di risparmio*". In questo senso, pertanto, è da scartare l'ipotesi che vi siano delle conseguenze legali a seguito di revoca della quotazione delle azioni (ordinarie, di risparmio o entrambe), avendo il legislatore delegato, in un'ottica di progressiva *deregulation*, rimesso all'autonomia privata la concreta individuazione dei rimedi più adeguati a tutelare gli interessi degli azionisti di risparmio ([368]).

Da ultimo, è caduto qualsiasi automatismo tra la quotazione delle azioni ordinarie e quella delle azioni di risparmio. E' stato, infatti, soppresso il disposto dell'art. 14, comma 3, della legge 216 del 1974 ("*sono ammesse di diritto alla quotazione nelle borse in cui sono quotate le azioni ordinarie della società*"), a conferma del fatto che anche le azioni di risparmio sono soggette al vaglio circa la sussistenza dei requisiti necessari per ottenere l'ammissione alla quotazione nei mercati regolamentati ([369]).

Occorre, adesso, volgere lo sguardo verso il momento genetico delle azioni di risparmio. Al riguardo,

---

([367]) M. BIONE, *Azioni*, cit., p. 74, G.B. PORTALE, *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1986, pp. 569 ss.

([368]) Per un'ampia panoramica sui limiti dell'autonomia privata nella fissazione dei diritti in caso di *delisting*, si veda M. NOTARI, *Art. 145*, cit., pp. 1541-1549, nonché, sotto il vigore della legge 216, già M. BIONE, *Azioni*, cit., pp. 68-70 e note 76-78 per ulteriori riferimenti bibliografici.

([369]) Del resto, l'abrogazione era resa necessaria anche da ragioni di coordinamento sistematico, dal momento che l'art. 8 del D.p.r. 31 marzo 1975, n. 138 permetteva alla Consob di stabilire alcuni requisiti per l'ammissione a quotazione delle azioni di risparmio, contraddicendo, logicamente, la natura "di diritto" della quotazione di quelle azioni. Nel senso del testo, M. NOTARI, *Art. 145*, cit., p. 1542, M. SEPE, *Art. 145*, cit., p. 765, e, prima della riforma, P. VALENTINO, *La quotazione di diritto in borsa delle azioni di risparmio ed il nuovo regolamento di ammissione a quotazione*, in *Dir. banc.*, 1990, I, pp. 395 ss. Dissente G.B. PORTALE, *Tra «deregulation» e crisi del diritto azionario comunitario*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, 1998, p. 377.

l'art. 145, comma 7, del TUF – che ha riprodotto, salvo una modifica di cui si darà conto nel prosieguo del testo, il disposto dell'art. 14, comma 2, della legge 216 del 1974 – ha previsto che tali azioni "*possono essere emesse sia in sede di aumento di capitale sociale … sia in sede di conversione di azioni già emesse, ordinarie o di altra categoria*".

In via preliminare, è opportuno chiarire che a questa disposizione è stato assegnato un valore non già limitativo, sibbene concessivo o attributivo ([370]). In altri termini, essa non esclude dal novero delle possibili opzioni a disposizione della società, per l'emissione di siffatte azioni, tutte quelle diverse dall'aumento di capitale o dalla conversione di azioni già emesse. Piuttosto, essa ribadisce la legittimità delle due modalità ivi contemplate, pur nel rispetto degli eventuali altri limiti prescritti dalla legge societaria (*in primis*, il divieto di superare, per le azioni prive del diritto di voto, il limite complessivo del 50% del capitale).

Con specifico riferimento alle modalità di emissione, per così dire non tipizzate, si è a lungo dibattuto circa l'ammissibilità di una emissione in sede di costituzione. Originariamente, sotto il vigore della precedente legge, la maggioranza della dottrina era orientata a negarne la legittimità, proprio in virtù del prerequisito necessario, consistente nella previa quotazione delle azioni ordinarie ([371]). Tuttavia, si è successivamente obiettato che si trattava di un "*impedimento di fatto e non di principio*", ben potendosi dare, in astratto, il caso di azioni ordinarie ammesse a negoziazione sin dalla nascita della società: in tale circostanza, quindi, nulla vieterebbe a tale società di emettere azioni di risparmio già in sede di costituzione ([372]).

([370]) Così P. FERRO LUZZI, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 196, M. NOTARI, *Art. 145*, cit., p. 1554.

([371]) Si vedano, per tutti, M. BIONE, *Azioni*, cit., p. 70, R. NOBILI & M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, Milano, 1975, p. 401.

([372]) P. FERRO LUZZI, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 196, M. NOTARI, *Art. 145*, cit., p. 1555 (il quale menziona i casi di: 1) *joint venture* tra società quotate, realizzata mediante conferimento di rami d'azienda in una nuova società, le cui azioni vengano collocate sul mercato mediante offerta pubblica di vendita. In tale evenienza, ottenendo già in fase preparatoria il provvedimento di ammissione alla quotazione delle azioni ordinarie, si potrebbe procedere all'emissione immediata di azioni di risparmio; 2) fusione propria o scissione a favore di una beneficiaria di nuova costituzione nelle quali

Non possono invece sussistere dubbi – per espressa previsione normativa, sia attuale che precedente – sul fatto che le azioni di risparmio possano essere emesse a fronte di un aumento di capitale, tanto a pagamento quanto gratuito. Nel primo caso, al di là dell'applicazione dell'intera disciplina dell'istituto, contenuta nel Codice Civile, sia pure con gli adattamenti previsti dai commi 7 e 8 dell'art 145 del TUF, risultano superate le perplessità concernenti la possibilità di un'emissione con sovrapprezzo (da ancorare al valore nominale delle azioni) ([373]), proprio per via della caducazione del presupposto da cui scaturivano dette incertezze, ossia la prescrizione di un privilegio legale minimo. Il sovrapprezzo, già obbligatorio nei casi di limitazione o esclusione del diritto di opzione *ex* art. 2441 c.c., può pertanto essere previsto liberamente in caso di emissioni di azioni di risparmio ([374]). Nel secondo caso – aumento gratuito – l'occasione più frequente si rinviene nella delibera di assegnazione degli utili ai prestatori di lavoro dipendenti della società (o di società controllate), adottata ai sensi dell'art. 2349, comma 1, c.c., che consente di riservare loro "*speciali categorie di azioni*" ([375]). In aggiunta a questa eventualità, resta dubbio concepire la creazione *ex novo* di azioni di risparmio, da realizzare mediante aumento gratuito del capitale. Ciò per due ordini di ragioni: la prima – testuale – consistente nel fatto che l'art. 2442, comma 2, c.c. richiede che le "*le azioni di nuova emissione devono avere le stesse caratteristiche di quelle in circolazione*"; la seconda – di carattere logico –

---

intervenga una società con azioni ordinarie già quotate. Anche in questa circostanza, l'ammissione a quotazione durante il procedimento, consentirebbe l'emissione di azioni di risparmio da parte della società di nuova costituzione, tanto in sostituzione di azioni già in circolazione quanto come categoria *ex novo*).

([373]) M. BIONE, *Azioni*, cit., p. 71, M. DE ACUTIS, *Il diritto dell'azionista di risparmio di impugnare le deliberazioni invalide e l'emissione di azioni di risparmio con sopraprezzo*, in *Giur. comm.*, 1992, II, pp. 499 ss., F. GRANDE STEVENS, *Azioni di risparmio e sopraprezzo*, in *Banca borsa*, 1983, I, pp. 98 ss., M. IANNUZZI, *Emissione delle azioni di risparmio con sopraprezzo*, in *Riv. soc.*, 1982, pp. 112 ss. In giurisprudenza, si veda Trib. Milano 6 dicembre 1990, con nota di P. MARANO, *Legittimazione attiva del rappresentante comune degli azionisti di risparmio ed emissione di azioni di risparmio con sopraprezzo*, in *Giur. comm.*, 1991, II, pp. 776 ss.

([374]) Per tutti, si veda G. MUCCIARELLI, *Il sopraprezzo delle azioni*, Milano, 1997, pp. 216 ss.

([375]) R. NOBILI & M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit. p. 406.

rappresentata dalla difficoltà di giustificare una modifica delle condizioni della partecipazione sociale di tutti gli azionisti, deliberata dalla (sola) maggioranza assembleare (376).

D'altra parte, è con riguardo alla conversione in altre categorie di azioni che si apprezza la differenza tra il TUF e la legge 216 del 1974. Mentre, infatti, l'art. 145, comma 7, seconda parte, del TUF afferma che "*il diritto di conversione è attribuito ai soci con deliberazione dell'assemblea straordinaria*", esso non riproduce più l'inciso – previsto invece dall'art. 14, comma 2, l. 216/74 – secondo il quale la medesima assemblea "*ne determina le condizioni e il periodo e le modalità di esercizio*". Come è stato efficacemente osservato (377), la *ratio* di questa modifica va colta nell'intenzione del legislatore di consentire – come non era possibile sotto la precedente legge (378) – all'assemblea di delegare al consiglio di amministrazione la facoltà di decidere gli ulteriori elementi concernenti la conversione delle azioni, pur rimanendo l'assemblea straordinaria l'unico organo competente a deliberare sull'*an* di tale diritto (379).

---

(376) Gli ostacoli andrebbero rimossi prevedendo la possibilità di derogare alla norma mediante deliberazione della assemblea adottata all'unanimità. Così già M. CERA, *Il passaggio di riserve a capitale*, Milano, 1988, p. 197,G. MUCCIARELLI, *L'aumento gratuito dl capitale*, in G.E. COLOMBO & G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Milano, 1996, p. 69. Mantiene comunque le proprie riserve M. NOTARI, *Art. 145*, cit., pp. 1557-1558., sia per la considerazione, pratica, che il consenso unanime è difficilmente raggiungibile proprio nelle società a diffusa base azionaria (perlopiù coincidenti con le società quotate), sia per la ragione, sistematica, per la quale, ove non si condividesse la necessarietà dell'approvazione unanime, sarebbe ben difficile superare il conflitto di interessi esistente tra maggioranza e minoranza.

(377) M. NOTARI, *Art. 145*, cit., pp. 1558-1559.

(378) In questo senso R. NOBILI & M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit. p. 407.

(379) Non essendo stata modificata la norma in questione, se non nel senso indicato nel testo, si è riproposto il tema della compatibilità con l'ordinamento dei vari tipi di conversione più o meno negli stessi termini sorti sotto il vigore della legge 216/74. Per quanto concerne la conversione c.d. "facoltativa", si era definitivamente giunti ad ammettere la possibilità che fossero convertite una o più categorie di azioni e non tutte quelle già in circolazione, a condizione che concorressero le deliberazioni di approvazione delle assemblee di tutte le azioni escluse dalla conversione (così P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto. Prassi statutaria e profili di diritto comparato*, cit. p. 29, M. BIONE, *Azioni*, cit., p. 73, M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., pp. 132 ss.; *contra* R. NOBILI & M. VITALE, *La*

3.2. I diritti amministrativi

Sulla scorta dell'ampio ruolo attribuito dal TUF all'autonomia statutaria nel delineare – come si avrà modo di apprezzare successivamente – i profili patrimoniali che interessano le azioni di risparmio, si può forse affermare che il vero tratto distintivo, sicuramente comune a tutte le azioni appartenenti a tale categoria, è rappresentato dalla compressione totale del diritto di voto. Questa considerazione, che mantiene tuttora una sua attualità, andrà comunque riconsiderata nel prosieguo, in funzione del diverso contesto della realtà societaria, come modificata dalla riforma del 2003.

Al riguardo, il primo dato – anche di natura testuale – di discontinuità rispetto alla legge previgente consiste nella soppressione del comma 4 dell'art. 14, l. 216/74, il quale disponeva che "*le azioni di risparmio, salvo quanto stabilito nei successivi commi e nell'art. 15, attribuiscono gli stessi diritti delle azioni ordinarie*". La mancata riproduzione di tale disposizione nell'art. 145 del TUF non consente, tuttavia, l'interpretazione secondo la quale, venuta meno l'espressa equiparazione alle azioni ordinarie, per profili ulteriori rispetto al diritto di voto, l'azione di risparmio non vada più classificata come "azione" vera e propria ([380]). Semmai, già prima che

---

riforma delle società per azioni, cit. pp. 409 ss.) o, ove i nuovi privilegi fossero in conflitto con quelli spettanti alle categorie già in essere, anche delle categorie ammesse alla conversione (così M. NOTARI, *Art. 145*, cit., pp. 1559-1560). Anche per quel che riguarda la conversione c.d. "automatica" – ossia prevista sin dal momento dell'emissione delle azioni – le posizioni sono sembrate definitivamente convergere verso una sua ammissibilità (in questo senso si esprimono M. BIONE, *Azioni*, cit., p. 74, P. MARCHETTI, *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni altra categoria in azioni di risparmio: uno statuto*, in *Riv. soc.*, 1984, p. 1043, G.B. PORTALE, *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio*, cit., p. 569). Al contrario, non sembra essersi del tutto consolidata la posizione di chi nega la legittimità della conversione c.d. "forzata" – ossia determinata per effetto di una delibera adottata dalla maggioranza degli azionisti – sulla base della insopprimibile necessità di tutela delle minoranze che, ove ammessa la conversione forzata, sarebbero lasciate alla mercè della volontà della maggioranza, pure su profili particolarmente delicati e rilevanti dei loro investimenti (così F. FERRARA Jr. & F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, cit., p 648, R. NOBILI, *La disciplina delle azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1984, p. 1219; *contra*, in senso favorevole all'ammissibilità, M. BIONE, *Azioni*, cit., p. 73).

([380]) E' vero che prima della riforma il dato ritenuto decisivo ai fini della qualificazione delle azioni di risparmio in termini di "azioni" era

intervenisse la riforma del 2003, si poteva fondatamente ritenere che "*le azioni di risparmio … rappresentano un fenomeno che impone di ricostruire il nucleo concettuale … dell'istituto «azione» in piena libertà, senza alcun necessario, e soprattutto aprioristico, riferimento all'«azione ordinaria», e senza che tale nucleo debba per forza coincidere con un tipo specifico di azione*" ([381]).

Nell'analisi dei diritti amministrativi di spettanza degli azionisti di risparmio occorre procedere lungo un doppio livello. Dapprima, se ne deve verificare la appartenenza *tout court* in capo a detti azionisti; successivamente, si deve accertare se la legittimazione ad esercitare tali diritti competa al singolo azionista di risparmio ovvero al rappresentante comune della categoria.

Per quanto concerne il primo problema, si può preliminarmente dar conto di un'ulteriore modifica testuale nel passaggio tra legge 216 del 1974 e TUF: è stato, infatti, soppresso anche il comma 5 del vecchio art 14 che affermava che "*i possessori delle azioni di risparmio non hanno il diritto di intervenire nelle assemblee delle società, né quello di richiederne la convocazione*".

Iniziando dal diritto di richiedere la convocazione dell'assemblea generale, a fini interpretativi soccorre quanto disposto – prima delle modifiche intervenute con la riforma del 2003 – dall'art. 145, comma 6, che, sancendo

---

rappresentato proprio dall'inciso ora venuto meno (per tutti, si veda F. FENGHI, *Appunti sulle azioni di risparmio*, in *Banca borsa*, 1982, I, p. 776; più dubbioso invece P. SPADA, *Le azioni di risparmio*, cit., pp. 586 ss.). Tuttavia elementi terminologici – vengono chiamate pur sempre "azioni" – e sistematici – vengono assoggettate, per certi aspetti, alla disciplina tipica delle azioni (in sede, ad esempio, di conferimenti, aumenti di capitale, limite della metà del capitale sociale) – fanno propendere per un mantenimento di tale qualificazione. La modifica andrebbe allora letta come giustificata da esigenze di coerenza sistematica. In altre parole, accettata la *voluntas legis* di lasciare all'autonomia statutaria libertà di manovra nella definizione dei profili patrimoniali delle azioni di risparmio, sarebbe risultato contraddittorio mantenere in vita una disposizione, quale l'art. 14, comma 4 – che, peraltro, faceva *pendant* con il vecchio art. 15, comma 5, l. 216/74, secondo il quale "*in caso di distribuzione di riserve le azioni di risparmio hanno gli stessi diritti delle altre azioni*", anch'esso ora soppresso – che postulava l'equiparazione con le azioni ordinarie sotto tutti i punti di vista, ivi incluso quello appunto dei diritti patrimoniali. Così, M. NOTARI, Art. 145, cit., pp. 1592-1593.

([381]) P. FERRO LUZZI, *Le azioni di risparmio; «vingt ans après»*, cit., p. 230.

che "*della parte di capitale sociale rappresentata da azioni di risparmio non si tiene conto … per il calcolo delle aliquote stabilite … da*[ll'] *articol*[o] *125 …*", esclude le azioni di risparmio dal computo dei *quorum* necessari per promuovere la convocazione dell'assemblea Ciò induce, quindi, a propendere per la mancata sopravvivenza di tale diritto, pena, in caso contrario, la contraddittorietà logica dell'affermazione secondo la quale tali azioni concorrono con le altre per la richiesta di convocazione, ma allo stesso tempo non concorrono con le stesse ai fini del calcolo delle percentuali necessarie per poterla richiedere.

Di riflesso, maggiori incertezze circondano il diritto di intervento nell'assemblea generale, considerato che, al venir meno della norma preclusiva di cui all'art. 14, comma 5, l. 216/74, non ha fatto da contraltare nessuna nuova disposizione del TUF. Attribuire un significato "positivo" – vale a dire il riconoscimento di tale diritto in capo agli azionisti di risparmio – all'atteggiamento "negativo" del legislatore – che ha cancellato la norma previgente – non pare argomento decisivo, se non altro, per la conseguenza implicita di riproporre quegli stessi dubbi che erano sorti in ordine al diritto di intervento nelle assemblee ordinarie dei portatori delle azioni a voto limitato e che la legge 216 aveva presumibilmente voluto mettere a tacere ([382]).

A parità di silenzio del legislatore, tuttavia, diverso deve essere il discorso con riguardo al diritto di impugnazione delle delibere dell'assemblea generale (nonché al diritto di ispezione dei libri sociali), se non altro perché stavolta – sempre nella versione antecedente alle modifiche del 2003 – non vi è alcun mutamento da dover registrare rispetto alla norma vigente sotto la legge 216. Medesimi, pertanto, sono stati i termini del dibattito, già proposto nel passato, che vedeva schierati, da un lato, coloro che negavano la spettanza di siffatto diritto al singolo azionista risparmiatore – essendo detta prerogativa già attribuita al rappresentante comune ([383]) –

([382]) Del dibattito circa il riconoscimento del diritto degli azionisti a voto limitato di intervenire nelle assemblee ordinarie dà ampio conto M. BIONE, *Azioni*, cit., p. 73, ove ulteriori riferimenti bibliografici e giurisprudenziali.

([383]) C. ANGELICI, *La partecipazione azionaria nella società per azioni*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato*, Torino, XVI, 1985, p. 290, P. GUERRA, *Le azioni di risparmio e le partecipazioni incrociate*, cit., p. 824, P. SPADA, *Le azioni di*

e, dall'altro lato, coloro che, al contrario, propendevano per il riconoscimento di tale potere di impugnazione ([384]) e che, in fin dei conti rappresentavano la maggioranza della dottrina. Premesso che il confronto in parola aveva ad oggetto esclusivamente l'annullabilità delle delibere e non anche la nullità, essendo quest'ultima legata all'esistenza di un interesse ad agire (di chiunque) e non allo *status* di socio, la scelta di una posizione piuttosto che di un'altra, almeno nell'ottica della riforma del 1998, pone un tema ulteriore, ossia il rapporto tra tutela individuale, affidata, evidentemente, al singolo socio, e tutela collettiva, affidata perlopiù al rappresentante comune.

Sul punto, oltre che nell'apposito paragrafo destinato alla figura del rappresentante comune, si ritornerà nel prosieguo del testo, subito dopo aver completato il novero dei diritti amministrativi di spettanza (o meno) dei soci di risparmio.

Minori problemi interpretativi si pongono, infatti, sia nel caso di denuncia al collegio sindacale e al tribunale, sia in quello di azione di responsabilità verso gli amministratori proposta dalla minoranza. In entrambi i casi – ancora una volta prima delle modifiche intervenute nel 2003 – i dubbi sono risolti dal dato testuale dell'art. 145, comma 6, del TUF che esclude le azioni di risparmio dal calcolo dei *quorum* costitutivi e deliberativi ai fini dell'assunzione della decisione assembleare. Come già nell'ipotesi di convocazione dell'assemblea generale, più sopra considerata, l'articolo in questione avalla una soluzione negativa circa la spettanza dei relativi diritti amministrativi a favore degli azionisti di risparmio. Ad ogni modo, tale disposizione innova sul diritto previgente: per un verso, la dottrina era pressoché unanime nel riconoscere agli azionisti di risparmio i poteri di denuncia

---

risparmio, cit., p. 587, G. TANTINI, *Materiali per lo studio della nuova disciplina della società per azioni*, Padova, 1973, p. 60.

([384]) M. BIONE, *Le azioni di risparmio tra mito e realtà*, cit., p. 166, *ID.*, *Azioni*, cit., pp. 83-84, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, Diritto delle società*, Torino, 1995, pp. 200 ss., M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., pp. 139 ss., F. DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1995, p. 478, F. FENGHI, *Appunti sulle azioni di risparmio*, cit., p. 781, F. FERRARA Jr. & F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, cit., p. 646, F. FERRI, *Le società*, Torino, 1985, p. 454, F. GALGANO, *La società per azioni*, cit., pp. 450 ss., R. NOBILI & M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit. p. 422 ss., R. WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, cit., pp. 38 ss.

suddetti ([385]); per altro verso, l'istituto dell'azione di responsabilità della minoranza è stato introdotto con il TUF medesimo.

Spostandoci sul secondo profilo di analisi – ossia il rapporto tra tutela individuale e tutela collettiva – può osservarsi che, nell'impianto del TUF, il legislatore ha previsto l'attribuzione in capo al rappresentante comune del diritto di assistere all'assemblea dei soci, di impugnarne le relative delibere e di esaminare ed ottenere estratti dei libri sociali. Al contrario, l'ordinamento omette di riconoscergli il diritto di richiedere la convocazione dell'assemblea generale, di esercitare l'azione di responsabilità verso gli amministratori (per conto) della minoranza nonché il potere di denuncia al collegio sindacale e al tribunale. Come appare evidente, alla luce della disamina condotta in precedenza con riferimento ai diritti amministrativi, si profila una certa simmetria tra prerogative di pertinenza degli azionisti di risparmio e di quelle del rappresentante comune. La spiegazione può rinvenirsi nel fatto che "*l'ordinamento individua* [dapprima] *i diritti amministrativi rispetto ai quali ravvisa l'insussistenza di un sufficiente nesso di strumentalità rispetto al soddisfacimento degli interessi insiti nelle azioni di risparmio. Di tali diritti conseguentemente vengono privati sia gi azionisti come singoli, sia il rappresentante comune quale organo del gruppo organizzato o comunque quale «depositario» degli interessi del gruppo.* [Successivamente], *relativamente ai diritti nei quali ravvisa una possibile realizzazione di interessi propri (anche) degli azionisti di risparmio, il legislatore aggiunge alla situazione soggettiva individuale il concomitante potere in capo al rappresentante comune. La funzione di quest'ultimo non sarebbe dunque quella di sostituirsi ai singoli, ma di sopperire, nel loro interesse, all'endemica inerzia tipica della figura dell'azionista risparmiatore*" ([386]).

Il quadro così delineato va, in ogni caso, confrontato con l'ampia autonomia statutaria che, anche in questa

([385]) M. BIONE, *Azioni*, cit., p. 84, G. COTTINO, *Diritto commerciale. Le società e le altre associazioni economiche*, Padova, 1994, p. 503, M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 138, P. FERRO LUZZI, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 198, F. GALGANO, *La società per azioni*, cit., p. 404, R. WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, cit., p. 40.
([386]) M. NOTARI, *Art. 145*, cit., p. 1596.

circostanza, il legislatore non manca di rimarcare. A norma dell'art. 147, comma 4, del TUF, infatti, "*l'atto costitutivo può attribuire al rappresentante comune … ulteriori poteri a tutela degli interessi dei possessori di azioni di risparmio*". La disposizione pone, quindi, il problema dei limiti dell'autonomia negoziale, in materia di diritti amministrativi, ma, al contempo, presenta indubbi riflessi sulla definizione dei contorni della titolarità stessa di tali diritti (ovvero della legittimazione a farli valere).

Sotto il primo aspetto, pare plausibile ritenere che la norma consenta una deroga soltanto *in melius* delle prerogative riconoscibili al rappresentante comune (e all'assemblea di categoria) (387): in questo senso, seppur in sé non decisivi, militano i due elementi dell'impiego del lemma "*ulteriori*" e delle ragioni addotte Relazione illustrativa del decreto, secondo la quale "[mentre la] *definizione dei privilegi di carattere patrimoniale … è stata totalmente rimessa alle scelte delle parti … si è invece mantenuta una disciplina minima in tema di diritti amministrativi dei possessori delle azioni*" (388). Sotto il secondo aspetto, l'espresso riconoscimento in capo al rappresentante comune degli ulteriori diritti fissati in via statutaria richiede, al fine di mantenere ancora valida la ricostruzione più sopra espressa circa i rapporti tra tutela individuale e tutela collettiva, di superare il dato strettamente testuale e riconoscere come implicitamente consentita l'attribuzione di diritti corporativi ulteriori anche ai singoli azionisti (389).

(387) In questo senso M. NOTARI, *Art. 145*, cit., p. 1598, G.B. PORTALE, *Tra «deregulation» e crisi del diritto azionario comunitario*, cit., p. 376, e, in chiave ancora più permissiva, N. ABRIANI, *Art. 145*, in G. COTTINO (diretto da), *Corporate governance. La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati. Commentario*, in *Giur. it.*, 1998, pp. 1997 ss. Contrari alla derogabilità dl modello legale paiono invece U. BELVISO, *Art. 145*, in G. ALPA & F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, pp. 1338 ss., P. FERRO LUZZI, *Le azioni di risparmio; «vingt ans après»*, cit., pp. 239 ss.

(388) *Relazione al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, pp. 437 ss.

(389) Così, evidentemente, M. NOTARI, *Art. 145*, cit., p. 1598.

3.3. Il diritto d'opzione e il recesso

Conviene ora dar conto, seppur brevemente, della disciplina di due diritti sì amministrativi, ma con indubbie valenze patrimoniali: il diritto di opzione ed il diritto di recesso. L'indagine, tuttavia, sarà breve alla luce del fatto che un ulteriore approfondimento sarà condotto nel prosieguo del testo, allorquando si analizzerà il profondo impatto della riforma del 2003 sulla disciplina delle azioni di risparmio.

Cominciando con il diritto di recesso, giova ricordare che la legge 216 del 1974 non faceva menzione del diritto di recesso in favore degli azionisti di risparmio. Nonostante qualche parere di avviso contrario ([390]), l'assenza di una disposizione espressa in merito non aveva impedito alla maggioranza della dottrina di riconoscere in capo a detti azionisti siffatto diritto, da esercitarsi alle condizioni di cui all'art. 2437 c.c. ([391]). La riforma del TUF non innova sul punto, astenendosi anch'essa dal dettare una disciplina del recesso specifica per le azioni di risparmio. Pertanto – in attesa delle precisazioni che saranno offerte in seguito per effetto della riforma del 2003 – pare opportuno confermare la soluzione già consolidatasi.

Con riferimento, invece, al diritto d'opzione, va ricordato che la legge 216 del 1974 disciplinava la fattispecie all'art. 14, comma 6. Tale disposizione, la cui formulazione nella norma previgente non andava esente da imprecisioni o aporie ([392]), è stata sostituita dall'art.

([390]) P. GUERRA, *Le azioni di risparmio e le partecipazioni incrociate*, cit., p. 824.

([391]) P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto. Prassi statutaria e profili di diritto comparato*, cit. p. 61, M. BIONE, *Azioni*, cit., p. 82, M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 140, F. FENGHI, *Appunti sulle azioni di risparmio*, cit., p. 781, G. GRIPPO, *Il recesso del socio*, in G.E. COLOMBO & G.B. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1993, VI, pp. 133 ss.

([392]) Che la dottrina dell'epoca non aveva mancato di sottolineare. Tra gli altri, C.E. BALBI, *Azioni di risparmio: aumento di capitale e riconversione*, in *Giur. comm.*, 1991, I, pp. 22 ss., M. BIONE, *Azioni*, cit., pp. 84 ss., U. BELVISO, *Il significato delle azioni di risparmio*, cit., pp. 782 ss., *ID.*, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato*, Torino, XVII, 1985, pp. 59 ss., M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., pp. 127 ss., P. FERRO LUZZI, *Le azioni di risparmio*, cit., pp. 207 ss., R. NOBILI, *La disciplina delle azioni di risparmio*, cit., pp. 1218 ss., R. NOBILI & M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit. pp. 424 ss., G.B. PORTALE, *Opzione e sopraprezzo nella novella*

145, comma 8, del TUF, in base al quale "*salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo, in caso di aumento di capitale a pagamento, per il quale non sia stato escluso o limitato il diritto d'opzione, i possessori di azioni di risparmio hanno diritto di opzione su azioni di risparmio della stessa categoria ovvero, in mancanza o per la differenza, nell'ordine, su azioni di risparmio di altra categoria, su azioni privilegiate ovvero su azioni ordinarie*".

La norma in questione si segnala soprattutto per due aspetti: la clausola di derogabilità; l'ordine di priorità nell'esercizio dell'opzione. Con riguardo a tale ultimo profilo, la divaricazione rispetto alla disciplina codicistica – che limita la priorità alle azioni di nuova emissione della medesima categoria – consiste nello stabilire "*un ordine di priorità valevole anche dopo l'esaurimento delle azioni di risparmio della stessa categoria di quelle in circolazione*" ([393]) che investe, in sequenza, le azioni di risparmio del medesimo tipo, quelle (sempre di risparmio) dotate di prerogative diverse, quelle privilegiate *tout court* e, infine, quelle ordinarie. Per quanto concerne il profilo della modificabilità del modello legale, il *locus* della clausola "*salvo diversa disposizione*" sembrerebbe concedere all'autonomia statutaria la facoltà di derogare all'intera disciplina (successiva). Tuttavia, è stato ritenuto preferibile – in considerazione dell'alto grado di imperatività che caratterizza(va) l'intero ambito del diritto di opzione (almeno fino al 2003) nel diritto delle società – attribuire a siffatta locuzione il senso di permettere alle società di regolare diversamente soltanto l'ordine di priorità delle azioni oggetto di opzione – cioè proprio la disciplina speciale per le azioni di risparmio – confermando per il resto il modello legale ([394]).

Da ultimo, occorre ricordare che l'art. 145, comma 5, del TUF, nel dettare le modalità di reintegrazione del capitale ove il rapporto tra azioni ordinarie e azioni a voto limitato abbia superato la soglia del 50% a seguito delle perdite registrate dalla società, assegna il diritto di opzione esclusivamente agli azionisti ordinari, nel

---

azionaria, in *Giur. comm.*, 1975, I, pp. 207 ss., G.C.M. RIVOLTA, *Profili della nuova disciplina del diritto di opzione nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1975, I, pp. 546 ss.

([393]) M. NOTARI, *Art. 145*, cit., p. 1607.

([394]) In questo senso M. SEPE, *Art. 145*, cit., p. 771, M. NOTARI, *Art. 145*, cit., p. 1608.

presupposto che questi ultimi siano stati (i più) danneggiati dalla riduzione di capitale, non godendo del privilegio della postergazione nelle perdite.

3.4. I diritti patrimoniali

E' con riguardo ai diritti patrimoniali che si è realizzata maggiormente la scelta di politica legislativa di dare ampio spazio all'autonomia negoziale. Un primo, inequivocabile, indice di questo *revirement* rispetto al passato è rappresentato dalla soppressione, pressoché totale, dell'art. 15 della legge 216 del 1974, che disciplinava in modo puntuale i privilegi attribuiti alle azioni di risparmio sulla ripartizione degli utili, sul rimborso del capitale in sede di liquidazione e sulla partecipazione alle perdite. L'art. 145, comma 1, del TUF, che lo ha sostituito, si limita a stabilire che le azioni prive del diritto di voto devono essere "dotate di particolari privilegi di natura patrimoniale", cui fa adesso da *pendant* il successivo comma 2 che rimette all'autonomia statutaria il compito di definire "*il contenuto del privilegio, le condizioni, i limiti, le modalità e i termini per il suo esercizio*".

Al di là dell'ovvia applicabilità del divieto (generale) di patto leonino – *ex* art. 2265 c.c. – quest'ondata di *deregulation* rende complicata l'individuazione di ulteriori vincoli, di natura inderogabile, alla libertà contrattuale dei privati. Tra questi, un principio che la dottrina ha mostrato di tenere in debita considerazione – sulla scorta di quanto già affermato in relazione alle azioni a voto limitato – è quello della effettività del privilegio. In altri termini, la compressione totale del diritto di voto non può avvenire in cambio di un privilegio patrimoniale eccessivamente esiguo, pena, in caso contrario, una sostanziale elusione del precetto normativo ([395]).

Al contrario, è venuto espressamente meno il limite dell'intangibilità proporzionale delle riserve. Infatti, l'art.

([395]) C. ANGELICI, *La partecipazione azionaria nella società per azioni*, cit., p. 286, A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, cit., p. 935, M. BIONE, *Azioni*, cit., p. 55, B. VISENTINI, *Azioni di società*, in *Enc. dir.*, IV, Milano, 1959, p. 987. Semmai, la dottrina si divideva sulla questione se l'effettività andasse intesa in senso meramente astratto (così A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, cit., p. 935 e U. BUZZI, *Azioni privilegiate e azioni speciali nella pratica statutaria*, in *Riv. soc.*, p. 887) ovvero in concreto ed in ogni circostanza (come sostenevano F. FERRARA Jr. & F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, cit., p. 458).

15, comma 5, legge 216 del 1974 – che disponeva che "*in caso di distribuzione di riserve le azioni di risparmio hanno gli stessi diritti delle altre azioni*" – è stato soppresso, così che, nel rispetto dei limiti generali di impiego delle riserve, si può convenire sul fatto che si possa convenzionalmente derogare al criterio della proporzionalità nell'utilizzo delle riserve (iscritte a patrimonio netto) ([396]). Tuttavia, non era mancato chi, già sotto il vigore della vecchia norma, vi leggeva il divieto di attribuire alle azioni di risparmio diritti maggiori sulle riserve rispetto alle altre categorie di azioni ([397]).

Da ultimo, sulla base della dissimmetria testuale tra l'art. 145 del TUF e l'art. 2351, comma 2, c.c. (vecchio testo) – che impone(va) la concessione di privilegia sia nella ripartizione degli utili sia nel rimborso del capitale allo scioglimento della società a fronte della limitazione del voto – si è sostenuto che il legislatore della riforma abbia inteso discostarsi consapevolmente dal precedente normativo in questione e, di conseguenza, abbia voluto ammettere qualsiasi tipo di privilegio di natura patrimoniale in compensazione per la privazione del voto nelle azioni di risparmio ([398]).

Stante la mancanza di appigli normativi – salvo rari profili di cui si darà conto nel prosieguo del testo – l'analisi che segue, avente ad oggetto i due principali aspetti patrimoniali delle azioni di risparmio (vale a dire i privilegi nella partecipazione agli utili e la postergazione nella partecipazione alle perdite), si avvarrà essenzialmente dei pochi contributi della dottrina e della prassi, essendo la giurisprudenza per lo più silente sul punto.

Cominciando l'indagine dai privilegi sugli utili, essi sono stati tradizionalmente distinti – già nel vigore dell'art. 15 della legge 216 del 1974 – in privilegi "di preferenza" (ossia l'attribuzione di una percentuale maggiorata del dividendo) o "di priorità" (cioè il

([396]) M. NOTARI, *Art. 145*, cit., p. 1565.
([397]) P. FERRO LUZZI, *Le azioni di risparmio*, cit., pp. 205 ss.
([398]) M. NOTARI, *Art. 145*, cit., p. 1567 il quale precisa, altresì, che a nulla varrebbe richiamare – ai fini dell'individuazione di vincoli all'autonomia statutaria circa la definizione dei privilegi patrimoniali – l'art. 145, comma 5, del TUF (ove vengono disciplinate le conseguenze di una riduzione del capitale sociale per perdite non proporzionale), considerata la valenza meramente eventuale della norma in questione. In senso conforme, si veda N. ABRIANI, *Art. 145*, cit., pp. 1996 ss.

riconoscimento del diritto di ricevere soddisfazione, fino a concorrenza con una determinata percentuale, prima delle altre categorie di azioni) ([399]).

In concreto, tre sembrano i dati più importanti da conoscere per un investitore che voglia acquistare azioni di risparmio: la percentuale del privilegio sugli utili; i criteri per il calcolo della percentuale del privilegio; l'ordine di priorità dei privilegi (in caso di emissione di una pluralità di azioni privilegiate). In tutti e tre i contesti, massima appare la libertà lasciata ai contraenti. Nel caso dell'individuazione della percentuale, nulla vieta che essa, oltre al caso più semplice di determinazione in misura fissa, venga fissata in misura variabile o indicizzata, purché i criteri siano oggettivi (e non meramente potestativi) e non si violi il divieto di patto leonino. Nel caso, invece, dell'identificazione dei parametri di riferimento, ben potrebbe adottarsi il prezzo di emissione, incrementato del sovrapprezzo, per meglio riflettere l'investimento globale del sottoscrittore; ovvero una media ponderata dei corsi di borsa in un determinato intervallo di tempo; ovvero ancora una percentuale del valore complessivo di capitale e riserve iscritte a bilancio ([400]). Il caso, infine, dell'ordine di priorità dei privilegi è quello che aveva suscitato più dubbi, vigente la normativa precedente ([401]). Con l'introduzione del TUF – che, del resto, non è intervenuto specificamente sul punto – possono pertanto rimanere valide, ove l'autonomia statutaria non disponga espressamente in merito e con tutti i *caveat* che le differenti situazioni di fatto possono comportare, le argomentazioni sostenute nel passato. In particolare, sarebbe forse opportuno adottare il criterio di priorità temporale per via del principio generale di intangibilità della sfera giuridica altrui. Né, d'altra parte, la delibera dell'assemblea di categoria delle (prime) azioni privilegiate può valere come consenso alla modifica dei

([399]) Per tutti, si veda M. NOTARI, *Art. 145*, cit., p. 1570.
([400]) Così ancora M. NOTARI, *Art. 145*, cit., pp. 1570-1571, ma anche N. ROBIGLIO, *Le azioni di risparmio. Brevi osservazioni in margine alla proposta di riforma*, cit., pp. 75 ss. e un'indagine condotta da ASSOGESTIONI, *Le azioni di risparmio. Analisi economica e prospettive di riforma*, cit., pp. 81 ss.
([401]) M. BIONE, *Azioni*, cit., pp. 78 ss, M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., pp. 148 ss., P. FERRO LUZZI, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 202, R. NOBILI & M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit. pp. 432 ss.

propri diritti, posto che il caso in esame presuppone il silenzio del contratto ([402]).

Dal punto di vista della protezione degli interessi patrimoniali degli azionisti di risparmio, acquistano un certo rilievo tutti quei meccanismi che garantiscano in modo ancora più pregnante la consistenza ed effettività dei privilegi sugli utili. Ci si riferisce, ad esempio, al sistema del "cumulo", previsto dall'art. 15, comma 4, della legge 216 del 1974, a mente del quale "*quando in un esercizio sia stato assegnato alle azioni di risparmio un dividendo inferiore* [alla misura allora fissata per legge], *la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi*". Il venir meno di tale disposizione non varrebbe certamente a sancire la illegittimità di un'eventuale clausola statutaria che ne replichi il tenore. Piuttosto, sarà importante che detta clausola specifichi non soltanto il termine (cioè il numero di esercizi successivi) entro cui si protrae il cumulo, ma anche il meccanismo di imputazione e destinazione degli utili – se cioè a concorrenza del privilegio dell'esercizio in corso o di quello/i precedente/i per soddisfare i privilegi eventualmente cumulatisi – per evitare i dubbi che erano sorti nel vigore della precedente legge ([403]).

D'altra parte è possibile pensare a meccanismi alternativi – rispetto a quelli essenzialmente patrimoniali

([402]) Per questi spunti, si veda M. NOTARI, *Art. 145*, cit., p. 1575.

([403]) Per M. BIONE, *Azioni*, cit., p. 79, gli utili d'esercizio andrebbero destinati al privilegio rimasto insoddisfatto negli esercizi precedenti, mentre per M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 152 vanno prima imputati all'esercizio stesso e, solo per la parte in eccesso, a quelli precedenti.

M. NOTARI, *Art. 145*, cit., p. 1577-1580, si chiede se sia compatibile con il tipo "azione di risparmio" la previsione statutaria che destini agli azionisti di risparmio una determinata cifra minima garantita, indipendentemente dal conseguimento effettivo da parte della società di utili per quel determinato esercizio. Superato positivamente questo primo dubbio, l'Autore si chiede, successivamente, quali proventi possano essere impiegati per adempiere questo obbligo della società. Ammesso, senza particolari difficoltà, il vincolo di destinazione sulla riserva sovrapprezzo, creata dagli stessi azionisti in sede di sottoscrizione, e sulle altre riserve, purché disponibili, maggiori perplessità – al punto da far propendere per la soluzione della incompatibilità con l'ordinamento – solleva il caso di versamenti agli azionisti di risparmio anche in assenza (non solo di utili ma anche) di riserve disponibili, soprattutto nell'ipotesi in cui, una volta raggiunta con qualsiasi mezzo la percentuale di soddisfazione degli azionisti di risparmio, questi fossero poi esclusi dalla percezione – per quanto di loro spettanza – degli utili conseguiti nell'esercizio.

– per garantire un effettivo soddisfacimento del privilegio sugli utili degli azionisti di risparmio. Si tratta di strumenti in grado di contenere entro un termine massimo la menomazione dei diritti di tali soci, quali, ad esempio, la possibilità di convertire le azioni di risparmio in ordinarie in caso di prolungata (cioè per più esercizi) mancata distribuzione di dividendi oppure, specie dopo la riforma del 2003, la attribuzione temporanea del diritto di voto (generale o su specifiche questioni) ovvero il diritto di nominare un membro dell'organo di amministrazione finché la società non riprenda a distribuire dividendi ([404]).

Spostando, adesso, l'analisi sul fronte della postergazione nella partecipazione alle perdite, si profilano quattro scenari nei quali il privilegio in parola acquista rilevanza. In primo luogo, la postergazione in fase di liquidazione consiste nel diritto ad essere soddisfatti nel rimborso del conferimento sul patrimonio netto residuo – dopo il pagamento dei debiti sociali – con priorità rispetto alle altre categorie di azioni. In secondo luogo, l'azionista di risparmio postergato potrebbe altresì beneficiare di un privilegio di priorità sull'attivo che (eventualmente) residua dopo (il pagamento dei debiti sociali e) il rimborso del capitale a tutti gli azionisti, ossia in una (eventuale) distribuzione non proporzionale delle riserve ([405]). In terzo luogo, la postergazione in questione potrebbe acquistare la forma dl diritto ad una quota predeterminata – sganciata dalla frazione di capitale rappresentato dall'azione – dell'attivo che residua, in fase di liquidazione, una volta che sono stati pagati tutti i debiti sociali ([406]). Infine, al di fuori dal contesto della liquidazione, si può immaginare che il possessore delle azioni di risparmio goda della postergazione nella partecipazione alle perdite durante la vita della società e,

([404]) Per una sintetica, e non esaustiva, rassegna di questi meccanismi, si veda *ID.*, *Art. 145*, cit., pp. 1581-1582.

([405]) La dottrina unanime avallava questa possibilità già sotto la precedente legge. Si vedano, in particolare, U. BUZZI, *Azioni privilegiate e azioni speciali nella pratica statutaria*, cit., p. 880, M. BIONE, *Azioni*, cit., p. 57, M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 75, S. FONTANA, *Le azioni privilegiate nella pratica statutaria*, in *Giur. comm.*, 1976, I, pp. 516 ss., A. MIGNOLI, *La nozione di categoria e le categorie di azioni ai sensi degli artt. 2348 e 2376 cod. civ.*, in *Riv. dir. comm.*, 1953, I, pp. 434 ss.

([406]) La dottrina era, in questo caso, quasi tutta orientata verso l'inammissibilità di tale scenario, tranne M. BIONE, *Azioni*, cit., p. 57, B. VISENTINI, *Azioni di società*, cit., p. 988.

più in particolare, nel caso di riduzione del capitale per perdite. Sebbene l'art. 145 del TUF non abbia riprodotto la norma che nella legge 216 del 1974 testualmente prevedeva questa possibilità – l'art. 15, comma 7, – cionondimeno esso contempla espressamente il caso di riduzione del capitale in misura non proporzionale alle categorie di azioni (art. 145, comma 5).

3.5. La tutela di categoria: l'assemblea speciale e il rappresentante comune

Come si è già avuto modo di segnalare in precedenza, la creazione di un'organizzazione di categoria – articolata in un'assemblea speciale ed un rappresentante comune – fu pensata per la prima volta dalla Commissione Marchetti, quale contropartita per il forte ridimensionamento dei diritti amministrativi degli azionisti di risparmio. La legge 216 del 1974, nel recepire il progetto Marchetti, ha quindi definitivamente introdotto nell'ordinamento questo modello organizzativo il cui referente concettuale prossimo è rappresentato dalla tutela di gruppo prevista per gli obbligazionisti (artt. 2415-2418 c.c.). Il TUF si è mosso nello stesso solco, non stravolgendo l'architettura precedente, ma, semmai, cercando di migliorarne il funzionamento.

Prima di scendere nel dettaglio dell'esame esegetico delle relative disposizioni, specie nel confronto con la normativa previgente, è opportuno dar conto dell'ampio dibattito che ha diviso la dottrina in merito alla natura giuridica della collettività degli azionisti di risparmio (*rectius*: privilegiati). Secondo un primo filone interpretativo, essa avrebbe natura di associazione, sebbene non riconosciuta, perché "*dei mezzi legislativamente necessari per il funzionamento dell'associazione, è soddisfatta solo l'esigenza d'una assemblea generale, non quella di funzioni amministrative interne (astrattamente considerate, cioè l'ufficio), né di funzioni di rappresentanza di diritto processuale e di diritto sostanziale*" ([407]). Si tratterebbe, pertanto, di "*una figura associativa atipica, di origine legale, semplicemente affine alle associazioni propriamente dette ai sensi del nuovo codice civile*" ([408]). Un altro indirizzo ritiene, invece, che tale categoria non sia dotata di una individualità

([407]) A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, p. 150.
([408]) *Ibidem*, p. 151

distinta dalla società, tale da integrare gli estremi di un gruppo esterno alla società cui riconoscere i caratteri di associazione, seppur atipica ([409]).

Le ricadute pratiche di questo confronto dottrinale si apprezzano allorquando si cerchi di definire la natura e il ruolo dell'assemblea speciale e del rappresentante comune. In base alla prima ricostruzione, l'assemblea speciale degli azionisti di risparmio (così come il rappresentante comune) è un organo della categoria, ma non della società ([410]), mentre, viceversa, a conclusioni opposte giunge chi parte dalla seconda impostazione ([411]).

Si avrà modo di ritornare tra breve sulle altre implicazioni pratiche della classificazione in parola, nell'ambito dell'analisi delle norme di riferimento, ma occorre intanto cominciare a dar conto delle modifiche legislative intervenute a seguito dell'entrata in vigore del TUF.

Innanzitutto, l'art. 146 del TUF regola il funzionamento e le competenze dell'assemblea speciale. Infatti, ai sensi del secondo comma, "*l'assemblea speciale dei possessori di azioni di risparmio è convocata dal rappresentante comune degli azionisti di risparmio, ovvero dagli amministratori della società, entro sessanta giorni dall'emissione o dalla conversione delle azioni e quando lo ritengano necessario o ne sia fatta richiesta da tanti possessori di azioni di risparmio che rappresentino almeno l'uno per cento delle azioni di risparmio della categoria*".

La norma in questione si segnala per due importanti deviazioni rispetto all'art. 16, comma 2, della legge 216 del 1974. *In primis*, è stata considerevolmente ridotta la soglia necessaria per richiedere la convocazione dell'assemblea da parte degli azionisti di risparmio, passando da "*un ventesimo*" (delle azioni di risparmio emesse) della precedente disciplina all'"*uno per cento*" di quella attuale. L'intento, evidente, è quello di agevolare la convocazione dell'assemblea speciale.

([409]) C. COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio nell'organizzazione della società per azioni*, cit., pp. 1 ss., ma già F. GALGANO, *Recensione a Mignoli*, in *Riv. dir. civ.*, 1961, I, p. 279.
([410]) P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto. Prassi statutaria e profili di diritto comparato*, cit. p. 65, R. NOBILI & M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit. p. 473.
([411]) C. COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio nell'organizzazione della società per azioni*, cit., p. 75.

In secondo luogo, si è introdotto un termine ("*sessanta giorni dall'emissione o dalla conversione delle azioni*") entro il quale (oltre al rappresentante comune) gli amministratori devono convocare l'assemblea speciale. Sotto il vigore dell'art. 16, comma 2, infatti, si era dubitato del fatto che sussistesse un obbligo di convocazione in capo agli amministratori, specie nel caso di assemblea per la nomina del rappresentante comune. Al riguardo, proprio in mancanza di un meccanismo coercitivo che supplisse all'inerzia degli amministratori ([412]), si era concluso per la non necessarietà del rappresentante comune ([413]). A conferma del mutato indirizzo, nel senso di un preciso *favor* legislativo verso la nomina del rappresentante comune, il TUF ha altresì previsto – oltre, come detto, all'indicazione temporale – una sorta di rimedio all'eventuale inattività degli amministratori: sulla base del (l'originario) secondo periodo del comma 2 dell'art. 146 (oggi sostituito *ab imis* da un nuovo comma 2-*bis*), in caso di omissione o ingiustificato ritardo da parte degli amministratori, l'assemblea è convocata dal collegio sindacale (o dagli organi svolgenti le sue funzioni nei sistemi alternativi di *governance*).

Con riferimento alle materie su cui delibera l'assemblea speciale, nessuna innovazione si è registrata in merito alla competenza fondamentale di tale consesso: l'"*approvazione delle deliberazioni dell'assemblea della società che pregiudicano i diritti della categoria*". Immutati, pertanto, rimangono i termini del dibattito circa l'individuazione del "pregiudizio": la dottrina ritiene, infatti, che solo le delibere della società che danno luogo ad un "pregiudizio di diritto", vale a dire quelle che modificano *in pejus* i diritti della categoria, devono essere approvate dall'assemblea speciale, mentre, al contrario, non devono passare al vaglio dell'adunanza degli azionisti

([412]) Soltanto nel caso in cui gli amministratori (o il rappresentante comune) non dessero seguito alla richiesta della minoranza qualificata degli azionisti di risparmio, questi ultimi potevano agire ex art. 2367, comma 2, c.c., per far sì che la convocazione fosse ordinata con decreto dal presidente del tribunale. Così C. COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio nell'organizzazione della società per azioni*, cit., p. 77, *ID.*, *Le assemblee speciali*, in G.E. COLOMBO & G.B. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1993, 3, II, p. 561, R. NOBILI & M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit. p. 461.

([413]) R. NOBILI & M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit. p. 474.

di risparmio quelle che producono "pregiudizi di fatto", ossia quelle che incidono su semplici aspettative o posizioni di fatto ([414]). Sulla diversa questione se rilevi soltanto il danno "diretto" – cioè quello che, a seguito della delibera assembleare della società, incide direttamente sul contenuto dei diritti della categoria ([415]) – o, anche, quello "indiretto" – ossia quello patito a seguito di delibera societaria che, pur mantenendo intatti i diritti speciali, li comprima in modo mediato, ad esempio realizzando un'operazione che modifichi il rapporto tra categorie esistenti o che crei nuove categorie con privilegi maggiori rispetto a quelle esistenti ([416]) – la dottrina è divisa e la novella ha perso un'occasione per chiarire definitivamente il punto.

Prima di procedere oltre con l'individuazione delle ulteriori competenze dell'assemblea speciale, è opportuno indugiare nell'analisi dei pregiudizi che gli azionisti di risparmio possono soffrire.

Sul punto, pare si possa agevolmente concordare sul fatto che la struttura della disciplina normativa delle azioni di risparmio offra ai relativi possessori tutela solamente nel caso di pregiudizi "diretti", ossia – val la pena ribadirlo – quelli che conseguono, appunto, direttamente ad una modifica in senso peggiorativo della posizione giuridica dell'azionista di risparmio: si prenda, ad esempio, il caso di una delibera che approvi una riduzione della partecipazione agli utili ([417]). Atteso che siffatto pregiudizio non può che derivare da una deliberazione assembleare (straordinaria) di alterazione in

([414]) In questo senso, per tutti, si veda C. COSTA, *Le assemblee speciali*, cit., p. 529.

([415]) G. FERRI, *Le società*, cit., p. 474, R. COSTI, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I, pp. 563 ss.

([416]) C. COSTA, *Le assemblee speciali*, cit., p. 535, F. D'ALESSANDRO, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I, pp. 577 ss., F. DI SABATO, *Manuale delle società*, cit., p. 305, F. GALGANO, *La società per azioni*, cit., pp. 160-161, A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, cit., p. 205, S. PESCATORE, *L'impresa societaria a base capitalistica*, in V. BUONOCORE (a cura di), *Manuale di diritto commerciale*, 3 ed., Torino, 2001, p. 268, G.B. PORTALE, *«Uguaglianza e contratto»: il caso dell'aumento del capitale sociale in presenza di più categorie di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, pp. 711 ss.

([417]) In tal senso, U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 1075-1076.

senso deteriore delle prerogative degli azionisti di risparmio, questo rappresenta l'ambito elettivo di applicazione dell'art. 146, comma 1, lett. b, TUF, che richiede la "*delibera sull'approvazione delle deliberazioni dell'assemblea della società che pregiudicano i diritti della categoria*".

Al contrario, ben più complessa appare la questione relativa al ristoro dei c.d. pregiudizi "indiretti", vale a dire – ancora una volta si ribadisce – quelli causati da un provvedimento che, pur non incidendo direttamente sulla posizione giuridica dell'azionista di risparmio, abbia come effetto un peggioramento del valore economico del titolo e, quindi, dell'investimento ([418]). Essi possono derivare sia da operazioni strutturali della società (fusioni, scissioni, aumenti di capitale etc.) sia da atti gestori degli amministratori. Quale esempio del primo tipo ([419]), si assuma una società per azioni GAMMA che, dopo aver scalato una società per azioni BETA in seguito al lancio di un'offerta pubblica di acquisto, proceda ad una fusione per incorporazione con la società BETA, al fine di ripianare con il patrimonio di questa società parte dei debiti sopportati per la scalata. Si ipotizzi, inoltre, che il capitale sociale di BETA sia diviso tra azioni ordinarie e azioni di risparmio e che nell'ambito del progetto di fusione sia prevista l'assegnazione agli azionisti di risparmio di BETA di titoli della società incorporante GAMMA aventi le stesse caratteristiche formali, e dunque gli stessi privilegi di quelli posseduti e in proporzioni identiche a quelle preesistenti alla fusione ([420]). Nel caso in questione, gli azionisti di risparmio di BETA subiscono un pregiudizio indiretto nella misura in cui si ritrova a possedere titoli di una società fortemente indebitata, con scarse prospettive di remunerazione dell'investimento o comunque con prospettive inferiori rispetto alla sua situazione precedente. In questo caso, tuttavia, la compagine degli azionisti di risparmio appare priva della tutela collettiva da esercitarsi mediante la deliberazione della loro

([418]) *Ibidem*.

([419]) L'esempio è mutuato da U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, cit., pp. 1077-1078 il quale, a sua volta, lo riprende da C. COSTA, *Le assemblee speciali*, cit., p. 551.

([420]) Ove il progetto prevedesse l'assegnazione di titoli con privilegi inferiori, si verserebbe in una situazione di pregiudizio "diretto", tale da giustificare il voto dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio.

assemblea speciale per la ragione che, così individuata, la lesione dei loro interessi sarebbe soltanto un mero fatto, come tale, irrilevante ([421]). Merita, però, ricordare che la situazione potrebbe modificarsi allorché – per rimanere all'esempio di cui sopra – all'esito della fusione, gli azionisti di risparmio si ritrovassero a concorrere con azioni dotate di privilegi più forti. In questo caso, si integrerebbero gli estremi di un pregiudizio (di diritto) indiretto, nell'ambito della quale parte della dottrina fa rientrare quello recato al diritto al mantenimento del rapporto o del rango, inteso come "*il diritto al mantenimento costante del rapporto giuridico corrente fra le categorie*" ([422]). Tuttavia, la teoria più rigorosa è sostenuta dalla maggioranza della dottrina e della giurisprudenza per la duplice ragione che, opinando diversamente, si riconoscerebbe un vero e proprio diritto di veto agli azionisti di risparmio, che ben potrebbe essere strumentalizzato a fini ricattatori, e inoltre, trattandosi l'art. 2376 c.c. di norma eccezionale, andrebbe applicata restrittivamente, ai soli casi, quindi, di pregiudizio di diritto ([423]).

Quali esempi di pregiudizi indiretti derivanti dalla condotta degli amministratori, invece, possono annoverarsi tutti quegli atti gestori che determinano una perdita del patrimonio sociale o, alternativamente, un decremento del valore di mercato delle azioni di risparmio ([424]). In questo caso, la situazione per gli azionisti di risparmio è, però, ancora più desolante, dal momento che ad essi – specie alla luce delle modifiche apportate dal

([421]) Isolate sono rimaste le opinioni di chi proponeva di ricomprendere nel pregiudizio rilevante *ex* art. 2376 c.c. non solo il pregiudizio ai diritti, ma anche agli interessi di una categoria. Sul punto, si vedano A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, cit., p. 941, B. VISENTINI, *Azioni di società*, cit., p. 990.

([422]) A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, cit., pp. 209-210. Vedi *supra*, nota 416. In giurisprudenza, Trib. Genova, 3 luglio 1958, in *Giur. it.*, 1959, I, 2, p. 586, con nota di A. Mignoli.

([423]) P. GROSSO, *Categorie di azioni e assemblee speciali*. Milano, 1999, pp. 187 ss., S. PACCHI PEDUCCI, *Autotutela dell'azionista e interesse dell'organizzazione*, Milano, 1993, p. 58. In giurisprudenza, Trib. Milano, 26 magio 1990, in *Giur. it.*, I, 2, p. 590, Trib. Milano, 22 settembre 1995, in *Società*, 1996, p. 803, Trib. Roma, 20 marzo 1995, in *Dir. fall.*, 1995, II, p. 910, Trib. Torino, 24 novembre 2000, in *Società*, 2001, p. 991, con nota di F. Funari.

([424]) Affronta questo problema U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, cit., pp. 1081-1082.

TUF e ribadite dalla riforma del diritto societario del 2003, è preclusa sia la possibilità di esercitare l'azione sociale di responsabilità sia di denuncia al collegio sindacale o al tribunale.

Ritornando alle competenze dell'assemblea speciale, l'art. 146, comma 1, del TUF elenca la "*nomina e [la] revoca del rappresentante comune e* [l'] *azione di responsabilità nei suoi confronti;* [la] *costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi;* [la] *transazione delle controversie con la società*".

Quanto alla prima di tali competenze – e, più in particolare, con riguardo all'esercizio dell'azione di responsabilità contro il rappresentante comune – merita ricordare che si tratta di un'innovazione del TUF (425) e che, sotto la legge precedente, la questione della sua ammissibilità veniva risolta per via interpretativa in modo di volta in volta differente, a seconda delle ricostruzioni che si offrivano della figura del rappresentante comune. Più specificamente, chi lo considerava un organo della categoria riteneva che la legittimazione all'esercizio di tale azione spettasse all'assemblea speciale (426). Di converso, chi gli attribuiva la natura di organo della società, ammetteva una responsabilità contrattuale del rappresentante nei confronti della società – senza peraltro riconoscere legittimazione esclusiva ad agire all'assemblea speciale – ed una extracontrattuale nei confronti dei singoli azionisti di risparmio, in principio terzi rispetto al rapporto tra società e rappresentante (427). La modifica del TUF non lascia più dubbi in merito all'accoglimento in via legislativa della prima tesi (428).

---

(425) A rigore un appiglio testuale poteva essere rinvenuto nella norma di chiusura dell'art. 16, comma 1, della legge 216 del 1974 che assegnava all'assemblea speciale la competenza a deliberare sugli ulteriori oggetti di "interesse comune", non espressamente menzionati.

(426) R. NOBILI & M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit. p. 483.

(427) C. COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio nell'organizzazione della società per azioni*, cit., pp. 113-116.

(428) Riguardo all'ulteriore problema, riguardante il caso in cui il comportamento illegittimo del rappresentante comune rechi danno al patrimonio dei singoli azionisti, non sussistono dubbi sul fatto che ad essi spetti singolarmente l'esperimento dell'azione di responsabilità. Cosi L. AUTORI, *Art. 146*, in P. MARCHETTI & L.A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, II, Milano, 1999,

Quanto, poi, alla costituzione del fondo comune, la novità consiste nell'aver previsto che "*il fondo è anticipato dalla società, che può rivalersi sugli utili spettanti agli azionisti di risparmio in eccedenza al minimo eventualmente garantito*". La norma pare aver codificato una prassi che si era andata diffondendo, sotto il vigore della vecchia legge, per la difficoltà pratica nell'esercitare il diritto di credito della classe nei confronti dei singoli membri. Premesso, infatti, che tale diritto sorge per effetto della delibera assembleare di costituzione del fondo comune, la categoria non poteva rivalersi direttamente sull'utile spettante ai singoli azionisti di risparmio, in considerazione del fatto che il diritto di credito dell'azionista di risparmio (a ricevere il proprio utile) si rivolgeva verso la società, mentre il debito (di contribuire *pro quota* al fondo comune) sorgeva nei confronti della categoria di azionisti di risparmio ([429]). A fronte di questi inconvenienti, si diffuse appunto la prassi delle società di costituire esse stesse tale fondo: in questo senso, quindi, si orienta la novella legislativa, sebbene essa abbia cura di precisare che l'obbligo per le società si limiti alla mera "anticipazione" – con la conseguente nascita del diritto di credito ad ottenere il rimborso – e non all'intera "costituzione".

Quanto, infine, alla transazione delle controversie con la società, si tratta di una innovazione assoluta rispetto alla legge previgente. L'intervento legislativo può essere spiegato nell'ottica di una compressione dell'autonomia del rappresentante comune, data la delicatezza del tema nell'ambito degli equilibri interni tra azionisti di risparmio e società (*rectius*: altri azionisti) in generale. In altri termini, il rappresentante gode di un'ampia competenza autonoma – entro il perimetro dei confini legislativi – che, tuttavia, si azzera allorquando intervenga una deliberazione dell'assemblea speciale, la quale vincola inderogabilmente l'operato del rappresentante. In questo senso, quindi, si è inteso rimettere alla competenza esclusiva dell'assemblea speciale la decisione di transigere eventuali controversie

---

pp. 1623-1624, ma già C. COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio nell'organizzazione della società per azioni*, cit., p. 115.

([429]) C. COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio nell'organizzazione della società per azioni*, cit., p. 123, R. NOBILI & M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit. p. 471.

con la società, rafforzando ulteriormente questo vincolo funzionale di destinazione attraverso un *quorum* deliberativo rafforzato, consistente nel "*voto favorevole di tante azioni che rappresentino almeno il venti per cento delle azioni della categoria*" (*ex* art. 146, coma 1, lett. d, del TUF) ([430]).

Proprio quest'ultimo tema permette di concentrare adesso l'attenzione sulla figura del rappresentante comune. In particolare, merita di essere preliminarmente approfondita la questione concernente l'inquadramento del rapporto tra l'assemblea speciale e il rappresentante comune. Scartata sin da subito la qualificazione in termini di organo meramente esecutivo della volontà espressa dall'assemblea sociale, in base all'insieme dei poteri riconosciuti ad esso dalla legge ([431]), resta (giocoforza) valida l'alternativa di ammettere che egli goda di un ambito di competenza autonoma. Tale competenza, però, non è da considerare esclusiva o inderogabile ([432]) e la ragione è sia letterale che sistematica. Infatti, l'art. 146, comma 1, lett. *e*, del TUF attribuisce all'assemblea speciale il potere di deliberare "*sugli altri oggetti di interesse comune*". Sembra quindi profilarsi una competenza generale dell'assemblea che, fino a quando non trovi emersione attraverso una precisa deliberazione, può essere quiescente e, pertanto, "occupata" da quella – concorrente – del rappresentante comune. Tuttavia, nel momento in cui la competenza dell'assemblea si dovesse (ri)espandere per l'adozione di una decisione, quella del rappresentante, conseguentemente, si comprimerebbe. Peraltro, il richiamo all'art. 2418 c.c. – secondo il quale "*il rappresentante comune deve provvedere all'esecuzione delle deliberazioni dell'assemblea*" – da parte dell'art. 147, comma 3, del TUF offre un ulteriore dato testuale a supporto del fatto che egli non può agire in modo difforme a quanto eventualmente deliberato a livello assembleare.

([430]) Offre questa spiegazione L. AUTORI, *Art. 146*, cit., p. 1628, il quale però ammette la competenza autonoma del rappresentante comune nel caso di transazioni su controversie della categoria con i terzi

([431]) C. COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio nell'organizzazione della società per azioni*, cit., p. 92, P. FERRO LUZZI, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 212

([432]) L. AUTORI, *Art. 147*, in P. MARCHETTI & L.A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, II, Milano, 1999, p. 1642.

In altre parole, il rappresentante comune ben può agire in modo autonomo, senza cioè dover attendere una apposita decisione dell'assemblea speciale, ma ove questa dovesse intervenire non se ne potrebbe discostare e, anzi, sarebbe vincolato a darvi esecuzione ([433]).

Per il resto, giova ricordare che il TUF conferma che il legislatore del 1974 si sia ispirato alla disciplina codicistica già prevista per gli obbligazionisti, sancendo all'art. 147, comma 1, in continuità con quanto già affermava l'art. 16, comma 3, della legge 216, che "*al rappresentante comune degli azionisti di risparmio si applica l'art. 2417 del codice civile*", in tema di rappresentante comune degli obbligazionisti. In funzione di tale rinvio, al di là dell'applicazione anche al rappresentante degli azionisti di risparmio di tutte le norme previste in quell'articolo, è opportuno concentrarsi sulla disposizione in base alla quale, ove l'assemblea non dovesse procedere all'elezione del rappresentante comune, quest'ultimo potrebbe essere nominato dal presidente del tribunale, con decreto, su domanda di uno o più azionisti di risparmio o degli amministratori. Sul punto la dottrina formatasi in un periodo antecedente al TUF si era divisa: taluni, infatti, giustificavano la previsione della nomina giudiziaria in considerazione delle probabili disfunzioni dell'assemblea ([434]); altri, qualificando il rappresentante comune come organo necessario della società, vi scorgevano un meccanismo per poter supplire all'inerzia o alle omissioni degli stessi (apparentemente) interessati ([435]). Le modifiche complessive apportate dal TUF di cui si è già dato conto – obbligo di convocazione dell'assemblea speciale da parte degli amministratori, *ex* art. 146, comma 2, e modifica, *ad adiuvandum*, dei *quorum* deliberativi, *ex* art. 146, comma 3 – sembrano ormai avallare definitivamente la seconda delle tesi suesposte.

Infine, con riferimento ai poteri del rappresentante comune, occorre evidenziare che, nella logica del legislatore del 1974, la creazione di questa figura

([433]) In questo senso, da ultimo L. AUTORI, *Art. 147*, cit., pp. 1642-1643, ma già C. COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio nell'organizzazione della società per azioni*, cit., p. 92, R. NOBILI & M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit. p. 481.
([434]) R. NOBILI & M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit. p. 474.
([435]) C. COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio nell'organizzazione della società per azioni*, cit., pp. 85 ss.

rispondeva all'esigenza di assicurare la tutela – centralizzata e, probabilmente, più effettiva – del gruppo degli azionisti di risparmio. Pertanto, tutte le prerogative riconosciute al primo erano state concepite in un nesso funzionale strettissimo con la protezione degli interessi dei secondi: per questo, l'art. 16, comma 5, della legge 216/74 garantiva al rappresentante comune il diritto di esaminare e ottenere estratti del libro soci e del libro delle adunanze e delle deliberazioni delle assemblee, di assistere all'assemblea generale e di impugnarne le deliberazioni invalide. Il TUF, anche in questo caso, conferma questa visione, da un lato, ribadendo tutti i diritti già previamente garantiti all'organo rappresentativo degli interessi di tali azionisti e, dall'altro lato – mediante il richiamo operato dall'art. 147, comma 3, all'art. 2418 c.c. – opportunamente colmando una evidente lacuna, attraverso il riconoscimento in capo al rappresentante comune anche della rappresentanza processuale attiva della categoria.

4. Il raccordo tra il Testo Unico della Finanza e le riforme societarie degli anni 2000

La disciplina delle società quotate è stata incisivamente modificata, a pochi anni dall'emanazione del Testo Unico della Finanza – oltre che dalla legge n. 62 del 2005 (c.d. legge sul risparmio), dal d.lgs. n. 303 del 2006 (c.d. decreto Pinza), dal d.lgs. n. 27 del 2010 (in attuazione della c.d. "*Shareholders Directive*") – soprattutto dalla riforma organica del diritto societario del 2003 ([436]), che, intervenendo, per così dire, sul "diritto comune" delle società per azioni, ha inevitabilmente avuto implicazioni rilevanti anche sulle società quotate ([437]).

Un primo profilo di interesse, al riguardo, è rappresentato dalla nuova disciplina delle azioni speciali, contenuta nei novellati artt. 2348 ss. c.c. Occorre, in merito, comprendere quali siano i limiti di applicabilità delle norme in questione nell'ambito delle società quotate e, per quanto di maggior interesse in questa sede, quale

([436]) Decreto Legislativo 17 gennaio 2003, n. 6 "*Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366*", pubblicato in Gazz.Uff. 22 gennaio 2003, n. 17, Suppl. Ord. n. 8.
([437]) U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 965.

sia la loro compatibilità con gli artt. 145 ss. TUF, in materia di azioni di risparmio.

Preliminarmente all'analisi che si eseguirà a breve, occorre precisare i contorni del concetto di "*categoria di azioni*". Esso, infatti, è uno dei due poli attorno ai quali ruota la nuova disciplina delle azioni speciali: più in particolare, l'art. 2348, comma 2, c.c. sancisce che "*si possono … creare … categorie di azioni fornite di diritti diversi …*" (in contrasto con quanto stabilito al primo comma, a mente del quale "[l]*e azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti*"). Secondo l'impostazione tradizionale, si parla di categoria di azioni con riferimento alla facoltà di una società di "*creare delle azioni fornite di diritti diversi che, proprio per il fatto di questa diversità (nei confronti delle azioni già esistenti o contemporaneamente create), vengono a formare delle categorie*" (438). Più di recente, si è ritenuto che "*qualsiasi situazione giuridica soggettiva astrattamente attribuibile dallo statuto alle azioni … ed astrattamente suscettibile di una diversa attribuzione ad una parte delle azioni rispetto alle altre azioni, sia idonea a fondare una categoria azionaria*" (439). Delimitare il perimetro concettuale di tale nozione (440) è, peraltro, strumentale all'individuazione dell'ambito di applicazione di "*regole che si applicano ad un gruppo di azioni oggettivamente predeterminate, in modo diverso rispetto alle altre azioni*" (441).

Quanto al secondo polo normativo – apparentemente in contraddizione con il principio, appena enunciato (*ex* art. 2348, comma 2, c.c.) della atipicità delle categorie (442) – esso consiste nella specifica previsione di

(438) A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, cit., pp. 62-63.
(439) M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in P. ABBADESSA & G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, I, Torino, 2007, p. 601.
(440) Nozione, peraltro completata, distinguendo il concetto di categoria di azioni da quello di tipi di azioni, relativo alle caratteristiche del documento e, in particolare, al regime legale di circolazione dei titoli azionari. Sul punto, si veda M.L. VITALI, *‹‹Pregiudizio›› degli azionisti di risparmio nelle operazioni di fusione*, in *Riv. dott. comm.*, 2004, 5, p. 1117.
(441) M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., p. 605.
(442) In luogo di molti, si vedano le considerazioni di M. DE ACUTIS, *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli* «altri strumenti finanziari», in G. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, p. 258.

fattispecie tipizzate di categorie di azioni speciali: le azioni postergate (art. 2348, comma 2, c.c.), le azioni privilegiate (art. 2350, comma 1, c.c.), le azioni correlate (art. 2350, comma 2, c.c.), le azioni – anche non privilegiate – senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative (art. 2351, comma 2, c.c.), (secondo alcuni e a determinate condizioni) le azioni a voto limitato o scaglionato (art. 2351, comma 3, c.c.), le azioni riscattabili (art. 2437-*sexies*, c.c.). Nelle intenzioni del legislatore, infatti, pur "*rimanendo naturalmente salva la possibilità di elaborare nuove forme di categorie di azioni rispetto a quelle già riconosciute dalla pratica*", era "*opportuno espressamente far riferimento ad alcune ipotesi che, per la loro utilità o per i problemi interpretativi cui hanno dato luogo, meritano una diretta considerazione*" ([443]).

La libertà delle società di creare azioni atipiche trova, però, un confine nei "*limiti imposti dalla legge*" (art. 2348, comma 2, secondo periodo, c.c.), per tali intendendosi non soltanto quelli espressamente previsti dal legislatore (ad esempio, il limite, complessivo, della metà del capitale sociale per le azioni prive del diritto di voto o a voto limitato *ex* art. 2351, comma 2, secondo periodo, c.c., o il divieto di azioni a voto plurimo *ex* art. 2351, comma 5, c.c.), ma anche quelli implicitamente contenuti nel sistema del diritto azionario (ad esempio, il divieto di patto leonino) ([444]).

Tanto premesso, è ora opportuno verificare se, e in che termini, la disciplina così delineata sia destinata a trovare applicazione nell'ambito delle società quotate. Nonostante non sia mancato chi, alla luce di un intervento così penetrante in materia azionaria, auspicava (*ex ante*)

([443]) *Relazione al decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6*, in M. VIETTI *et. al.* (a cura di), *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, Milano, 2006, p. 216.

([444]) U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, cit., p. 974. Nello stesso senso anche N. ABRIANI, *sub art. 2351*, in G. COTTINO *et al.* (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, pp. 266-277, M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca borsa*, 2003, I, pp. 519 ss., M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., p. 596, A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub art. 2346*, in G. NICCOLINI & A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, pp. 282-283.

una abrogazione delle norme sulle azioni di risparmio o, peggio, chi riteneva (*ex post*) che tali norme fossero state, comunque, abrogate tacitamente, una soluzione più equilibrata pare potersi rinvenire nella corretta valutazione della portata di una disposizione codicistica, elevata a rango di norma di sistema dopo il 2003, ossia l'art. 2325-*bis* c.c.

Nel tentativo di ridurre il c.d. "scalino normativo", infatti, il legislatore delegato – in attuazione della legge delega (art. 4, l. 366/2001) – ha predisposto un *corpus* normativo unitario per tutte le società per azioni, affiancato da regole specifiche, variabili a seconda che la società si configuri come facente "*ricorso al mercato del capitale di rischio*" o meno. All'interno, poi, di tale *genus*, sono state comprese le *species* di "*società con azioni quotate in mercati regolamentati*" e "*società con azioni* [non quotate] *diffuse tra il pubblico in misura rilevante*" ([445]). L'art. 2325-*bis*, secondo comma, c.c., allora, si preoccupa di precisare che le norme contenute nel Codice Civile, relative alle società per azioni (per così dire in generale), "*si applicano alle società con azioni quotate in mercati regolamentati in quanto non sia diversamente disposto da altre norme* [del] *codice o di leggi speciali*".

Alla luce della disposizione suddetta, quindi, le soluzioni prospettabili al problema della compatibilità dell'art. 2351 c.c. con gli artt. 145 ss. del TUF sono due: o si ritiene che le società quotate possano emettere azioni prive del diritto di voto, a condizione che esse, però, non siano dotate di alcune delle caratteristiche proprie delle azioni di risparmio (ad esempio, la natura "al portatore" o i particolari privilegi patrimoniali), oppure si considera la disciplina delle azioni di risparmio speciale – e quindi derogatoria – rispetto a quella del Codice Civile, con la conseguenza che, ove le società quotate decidano di emettere azioni prive del diritto di voto, possono farlo soltanto nella forma delle azioni di risparmio.

([445]) Sulla scelta di regolamentare la società per azioni non più esclusivamente per "tipi negoziali", ma per "modelli" o "tipi socio-economici" (o "modelli tipologici"), sulla scorta dell'insegnamento tedesco della *Typuslehre*, si vedano P. ABBADESSA & E. GINEVRA, *sub art. 2325*, in G. NICCOLINI & A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, p. 8, G.B. PORTALE, *La società quotata nelle recenti riforme (note introduttive)*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, I, p. 3.

Sulla base di quest'ultima impostazione, il limite fissato all'autonomia negoziale dall'art. 2351, comma 2, c.c. ("*salvo quanto previsto dalle leggi speciali*") sarebbe rappresentato proprio dalle norme del Testo Unico della Finanza (*ex* art. 2325-*bis*, comma 2, c.c.), in materia di azioni di risparmio. In questo senso, in considerazione di una lodevole istanza di tutela degli investitori, si assisterebbe ad una palingenesi delle finalità connesse all'istituto delle azioni di risparmio: in altre parole, a differenza della loro funzione pre-riforma (del 2003), esse non rappresenterebbero più uno "*strumento di apertura dei canali di finanziamento*" per l'impresa, bensì "*un limite a tutela del mercato*" ([446]).

Certamente, però, la tesi in parola presta il fianco alla critica secondo cui una siffatta ricostruzione emergerebbe all'esito di una interpretazione restrittiva e correttiva degli artt. 145 ss. TUF (a tacer del contrasto con la filosofia di fondo della riforma del 1998 che, come detto, rimette al mercato la valutazione circa l'appetibilità, o meno, di un determinato prodotto finanziario, *ratio* che, sul punto, non sembra essere stata sconfessata, anzi in più occasioni ribadita, dalla riforma del 2003) ([447]). Al contrario, quindi, si è sostenuto che "*l'art. 145 non dispone che le società quotate possano emettere azioni senza voto esclusivamente come azioni di risparmio, ma tipizza una categoria priva di voto e tutelata anche dal rappresentante comune. Pertanto, l'art. 2351, 2° comma, evita l'impatto della nuova disciplina che avrebbe posto in crisi la disciplina dell'azione di risparmio, che vede ex lege compensata la soppressione del voto con il privilegio. In altri termini, la clausola serve a rendere reciprocamente*

([446]) U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, cit., p. 974. Nello stesso senso, si esprimono anche N. ABRIANI, *sub art. 2351*, cit., pp. 317 ss., E. DESANA, *Le azioni e il diritto di voto*, in S. AMBROSINI (a cura di), *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, Torino, 2003, p. 119, P. MONTALENTI, *La società quotata*, Padova, 2004, p. 133, A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 1301-1302, V. SANTORO, *sub art. 2351*, in M. SANDULLI & V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, I, Torino, 2003, p. 148, D. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, pp. 84 ss.

([447]) A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, in P. PERLINGIERI (diretto da), *Trattato di diritto civile del Consiglio nazionale del Notariato*, Napoli 2005, pp. 130 ss., M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003, pp. 60 ss.

indipendente la disciplina dell'azione senza voto e quella dell'azione di risparmio" ([448]). Alternativamente, la conservazione delle azioni di risparmio avrebbe un "*valore «segnaletico» a tutela dell'affidamento del mercato, servendo ad individuare un* genus *di partecipazioni azionarie all'interno del quale l'autonomia statutaria può individuare ulteriori* species*, tutte però caratterizzate, sul versante patrimoniale, dal riconoscimento di «particolari» … diritti patrimoniali e, sul versante corporativo, dalla necessaria privazione del diritto di voto. In questo modo, la legge assolve alla funzione specifica di standardizzare l'offerta sul mercato e di precostituire all'autonomia privata un determinato «tipo» di investimento in azioni, provvisto di una propria disciplina*" ([449]).

Al di là dell'opzione interpretativa che paia più plausibile (sulla quale, comunque, non si è raggiunta l'uniformità di vedute), un dato appare incontrovertibile: l'art. 2351, comma 2, c.c., è pienamente applicabile al caso in cui la società quotata decida di emettere azioni "con diritto di voto limitato a particolari argomenti" o "subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative", così che tali limitazioni sul versante amministrativo non devono essere necessariamente compensate da privilegi di natura patrimoniale.

D'altro canto, occorre notare che la scelta liberale dell'ordinamento, in materia di azioni speciali, garantendo alle società la massima flessibilità nel disegnare la struttura del proprio capitale sociale – essendo, come detto, ammesse a quotazione varie categorie di azioni – viene bilanciata da un maggiore rigore – forse disincentivante la propensione alla quotazione medesima – sotto il profilo organizzativo: a norma dell'art. 147-*bis* del TUF, infatti, l'applicazione delle norme dettate in tema di organizzazione comune degli azionisti di risparmio viene estesa alle "*assemblee speciali previste dall'art. 2376, comma 1, del codice civile, qualora le azioni siano quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione europea*" ([450]).

([448]) C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004, p. 190.

([449]) M. MAUGERI, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra t.u.f. e nuovo diritto societario*, in *Giur comm.*, 2004, VI, pp. 1297-1298.

([450]) Sul punto, A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, cit., p. 109, M. MAUGERI, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria:*

Con riferimento agli ulteriori profili normativi delle azioni di risparmio sui quali la riforma del diritto societario del 2003 – e, giova ricordarlo, della sua appendice, il d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37, che ha cercato di risolvere alcuni difetti di coordinamento tra le due discipline – ha inciso, occorre concentrare l'attenzione sui residui diritti amministrativi cui danno (o darebbero) diritto le azioni di risparmio. In particolare, alla luce della novella legislativa, devono risolversi in senso negativo i dubbi che erano emersi riguardo il diritto degli azionisti di risparmio di intervenire nell'assemblea e di impugnare le delibere annullabili. Infatti, "*oggi … la privazione del diritto di partecipare alla formazione della volontà assembleare trascina con sé anche la perdita per il singolo possessore delle azioni di risparmio delle situazioni organizzative ancillari al diritto di voto*" ([451]). Ciò è confermato dal reticolato normativo disegnato dal legislatore della riforma: in primo luogo, l'art. 2368 c.c. esclude dal computo del *quorum* costitutivo dell'assemblea ordinaria "*le azioni prive di voto nell'assemblea medesima*". In secondo luogo, l'art. 2370 c.c. limita il diritto di intervenire in assemblea soltanto a "*coloro ai quali spetta il diritto di voto*". Infine l'art. 2377 c.c., al terzo comma, prevede che l'impugnazione "*può essere proposta dai soci quando possiedono tante azioni aventi diritto di voto con riferimento alla deliberazione che rappresentino, anche congiuntamente, l'uno per mille del capitale sociale nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*", mentre, al quarto comma, sancisce che gli azionisti "*privi di voto* [che] *non sono legittimati a proporre l'impugnativa hanno diritto al risarcimento del danno loro cagionato dalla non conformità della deliberazione alla legge o allo statuto*". Se, per un verso, le disposizioni richiamate sono inequivocabili nel negare agli azionisti di risparmio sia il diritto di intervento in assemblea sia la tutela reale dell'impugnativa delle relative delibere – relegando la loro protezione alla sola

prime note sul coordinamento tra t.u.f. e nuovo diritto societario, cit., pp. 1292-1293, U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, cit., p. 974 (il quale fa anche notare che, a seguito della riforma del 2003, in coerenza con quanto appena detto in merito all'art. 147-*bis*, è stata modificata la rubrica della Sezione IV del Capo II del TUF in "*Azioni di risparmio ed altre categorie di azioni*".).

([451]) M. MAUGERI, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra t.u.f. e nuovo diritto societario*, cit., p. 1302.

tutela obbligatoria del risarcimento del danno eventualmente subito – per altro verso, recidono quella simmetria, cui si faceva riferimento nel paragrafo precedente, tra prerogative del singolo azionista di risparmio e del rappresentante comune. Infatti, anche dopo la riforma del diritto societario (codicistico), l'art. 147, comma 3, del TUF, continua a legittimare il rappresentante comune ad assistere all'assemblea della società e ad impugnarne le relative delibere. Questo, a sua volta, implica due ulteriori considerazioni: da un lato, la tutela individuale del singolo azionista di risparmio pare sempre più recessiva a fronte delle esigenze di tutela di gruppo (anche se effettivamente si pone un problema di concorso tra azione di risarcimento dei singoli azionisti di risparmio e azione di annullamento della delibera sociale del loro rappresentante comune), mentre, dall'altro lato, proprio il rappresentante comune diventa sempre più organo necessario – se non della società, almeno – della categoria, in assenza del quale verrebbe sottratta agli azionisti di risparmio un'ulteriore – consistente – fetta delle loro (già scarne) prerogative.

Di converso, l'art. 2377 c.c. consente una riflessione anche sul significato – di cui, come si è detto in precedenza, tanto si è dibattuto in passato – del requisito per poter emettere azioni di risparmio, ossia la necessaria previa quotazione delle azioni ordinarie. Oggi, viene meno la giustificazione, precedentemente addotta, di garantire all'azionista di risparmio il recupero del diritto di voto nell'assemblea generale mediante l'acquisto di una azione ordinaria (considerati i nuovi requisiti minimi per poter impugnare le delibere) ([452]). Sempre la medesima disposizione – art. 2377, comma 3, secondo periodo, c.c. – ha un risvolto applicativo pratico nell'organizzazione dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio: essa, infatti, riferisce i *quorum* summenzionati al "*capitale rappresentato dalle azioni della categoria*" nel caso si voglia proporre l'impugnazione delle deliberazioni delle assemblee speciali, tra le quali – per via del rinvio *ex* art. 2325-*bis* c.c. – va inclusa anche l'assembla speciale degli azionisti di risparmio.

D'altra parte, per quanto concerne il potere di richiedere la convocazione dell'assemblea, di promuovere

([452]) Sottolinea questo aspetto M. CIVITELLI, *La riforma delle società di capitali e le azioni di risparmio*, in *Giur. comm*., 2004, I, p. 500.

l'azione sociale di responsabilità, di paralizzare le transazioni e rinunce (di tale azione) decise dalla maggioranza dei soci (ordinari), di proporre la denuncia di fatti censurabili al collegio sindacale e, infine, di denunziare le gravi irregolarità di amministratori e sindaci, l'art. 146, comma 6, del TUF, è stato modificato dal d.lgs. 37/2004 nel senso che "[d]*ella parte di capitale sociale rappresentata da azioni di risparmio non si tiene conto ai fini della costituzione dell'assemblea e della validità delle deliberazioni, né per il calcolo delle aliquote stabilite agli artt. 2367, 2393, quinto e sesto comma, 2393-bis, 2408, secondo comma e 2409, primo comma, del codice civile*". Questa ulteriore esplicitazione legislativa porta – stavolta, sì, in continuità con quanto si sosteneva anche prima della riforma – ad escludere la legittimazione individuale dell'azionista di risparmio di siffatti poteri, tanto più che, almeno per alcuni di essi, continua ad essere prevista quella (suppletiva) del rappresentante comune al fine di evitare altri (ennesimi?) vuoti di tutela.

Da ultimo, è d'uopo rammentare che la riforma del 2003 ha introdotto un nuovo art. 2437-*quinquies* c.c., secondo il quale "[s]*e le azioni sono quotate in mercati regolamentati hanno diritto di recedere i soci che non hanno concorso alla deliberazione che comporta l'esclusione dalla quotazione*". La disposizione in esame – che integra *ex lege* il novero dei "*diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni … di risparmio*" che devono essere fissati dall'atto costitutivo (*ex* art. 145, coma 2, del TUF) – si inquadra nell'ambito dell'approccio più liberale dell'ordinamento italiano nei confronti delle cause di recesso, passate da un regime di tassatività originaria ad uno in cui l'autonomia statutaria trova il più ampio spazio di espressione ([453]). Si deve, però, ritenere che tale causa di recesso non spetti – a meno che, ovviamente, non sia prevista dall'atto costitutivo – nel caso di *delisting* delle azioni ordinarie "*poiché, quando si è in presenza di più categorie di azioni, l'esclusione dalla quotazione che legittima l'esercizio del diritto di recesso deve poter essere riferita alla singola categoria interessata. Sarebbe eccessiva una lettura della nuova norma che ritenesse*

([453]) Una *summa* degli orientamenti della dottrina sul rapporto tra *delisting* e azioni di risparmio si rinviene in G.E. COLOMBO & P. MARCHETTI, Delisting *e azioni di risparmio (due pareri contrapposti)*, in *Banca borsa*, 2002, III, pp. 365 ss.

sufficiente l'esclusione della quotazione di una categoria di azioni per consentire il recesso dalla società anche ai portatori delle altre categorie non interessate dal delisting" ([454]).

([454]) M. CIVITELLI, *La riforma delle società di capitali e le azioni di risparmio*, cit., pp. 503-504, la quale esclude altresì l'applicazione dell'art. 2437, comma 1, lett. f, c.c., poiché l'esclusione dalla quotazione delle azioni ordinarie non è una circostanza che determina "*la modifica dei criteri di determinazione del valore dell'azione in caso di recesso*" relativi alle azioni di risparmio. Infatti, per esse il valore delle azioni ordinarie quotate è, semmai, soltanto un utile parametro di riferimento.

CONCLUSIONI

L'indagine che precede si è rivelata utile per comprendere gli ultimi sviluppi, negli Stati Uniti e in Italia, della disciplina di due specifici (e comparabili) strumenti finanziari, le "*preferred shares*" e le azioni di risparmio.

Tre considerazioni sorgono da quest'esame. La prima si riferisce alla idoneità delle soluzioni adottate – dalla più recente giurisprudenza, negli Stati Uniti, e dalle innovazioni legislative, in Italia – a garantire un livello di protezione accettabile per gli azionisti di risparmio e per quelli *preferred*. La seconda riguarda la possibilità di proporre alcune modifiche che riescano a migliorare il quadro esistente, data l'attuale situazione di degrado in cui versa la funzionalità degli strumenti finanziari in questione. La terza, infine, concerne l'operatività della relazione fiduciaria nei confronti delle categorie di azionisti prese in considerazione: gli esiti dell'analisi, in quest'ultimo caso, vanno però spiegati alla luce delle ineliminabili differenze tra i due sistemi, tenendo cioè conto della rispettiva *path-dependence*.

Con riferimento al primo problema, appare evidente che negli Stati Uniti, alla luce della attuale interpretazione che le corti offrono del caso *Jedwab*, gli azionisti privilegiati abbiano diritti molto limitati e non prevalgano quasi mai quando, come accade più di frequente, i loro interessi contrastino con quelli degli azionisti ordinari. Anzitutto, per quanto riguarda i c.d. "*equitable fiduciary rights*" dei soci privilegiati, essi sono praticamente insignificanti quando sono in conflitto con i diritti fiduciari degli azionisti ordinari: infatti, gli amministratori tendono comunque a preferire i secondi e, in ogni caso, sono legittimati a farlo senza timori di subire azioni legali, in quanto protetti dalla *business judgment rule*. Per quanto concerne, invece, i c.d. "*preferential contractual rights*" degli azionisti privilegiati, i giudici tendono a interpretarli in modo restrittivo, così che, però, finiscono per non assicurare un adeguato livello di protezione. Peraltro, l'esame della giurisprudenza recente rivela che, anche con riferimento alle loro prerogative contrattuali, i soci privilegiati capitolano di fronte agli ordinari, dal momento che i giudici preferiscono subordinare i diritti dei primi al rispetto da parte degli

amministratori dei doveri fiduciari nei confronti dei secondi, allorquando gli interessi dei due gruppi di azionisti, ancora una volta, divergano.

In questo modo, forse, si potrebbero spiegare i dati della Tabella n. 1 e del Grafico n. 1 (in Appendice), che mostrano la capitalizzazione globale delle azioni privilegiate, la quale è quasi trascurabile sia in termini assoluti che in termini relativi (se, cioè, paragonata a quella delle obbligazioni e delle azioni ordinarie). Tuttavia, i numeri, di per sé, non sono univoci e, anzi, ammettono interpretazioni anfibologiche ([455]). Da un lato, infatti, si potrebbe sospettare che la limitata diffusione di tali strumenti finanziari sia il prodotto della mancanza di significative tutele degli azionisti privilegiati in entrambi gli scenari summenzionati. Dall'altro lato, però, si potrebbe anche sostenere che le azioni privilegiate non sono popolari per due ulteriori motivi. In primo luogo, considerato che esse richiedono una elevata sofisticazione finanziaria nel modellare le clausole del contratto, le *preferred shares* sarebbero idonee a soddisfare soltanto le esigenze di investitori istituzionali o, comunque, con alto grado di alfabetizzazione finanziaria, piuttosto che del pubblico dei risparmiatori (così che, a loro volta, gli investitori *retail* potrebbero optare su alternative, più semplici e più liquide, per investire il proprio denaro). In secondo luogo, esse sono particolarmente utili nel contesto del *venture capital* o nella fase iniziale del processo di raccolta del capitale di rischio, ma, una volta che l'impresa sia divenuta finanziariamente solida, è più comodo "monetizzare" il proprio investimento, convertendole (ove possibile) in azioni ordinarie.

Concentriamo dapprima l'attenzione sullo scenario in base al quale l'incertezza relativa alla protezione offerta alle *preferred shares* ne influenzi negativamente la diffusione. In tali circostanze, si possono avanzare alcune proposte per affrontare le situazioni c.d. di conflitto orizzontale.

Il primo problema che si può constatare risiede nell'inconsistenza teorica della negazione dei rimedi fiduciari ad una *constituency* che, per molti aspetti, presenta marcate similitudini con gli azionisti ordinari (vale a dire uno dei rapporti fiduciari archetipici). Come

([455]) Soprattutto perché, al contrario di quelli concernenti l'Italia (come si vedrà subito appresso), non si dispone di dati pluriennali che permettano inferenze circa l'evoluzione di tali strumenti finanziari.

già detto, la caratteristica principale di una relazione fiduciaria – che la distingue dagli altri rapporti contrattuali – è che il fiduciario è responsabile per la selezione e la successiva gestione degli interessi del beneficiario. Gli atti compiuti dal fiduciario sono il risultato di decisioni discrezionali, volontariamente assunte dallo stesso: questa, anzi, è l'essenza dell'obbligazione che impegna quest'ultimo nei confronti del beneficiario. Allora, soprattutto quando le azioni privilegiate presentano la caratteristica partecipativa (al rischio), più o meno allo stesso modo delle azioni ordinarie, i *preferred shareholders* affidano alla discrezionalità degli amministratori la gestione dei loro interessi (*id est* rischio). Perciò, almeno in tali circostanze, essi meritano di essere protetti in maniera equivalente agli azionisti ordinari, in caso di abuso di tale discrezionalità. Pertanto, non dovrebbe essere loro negato *a priori* il rimedio fiduciario.

Certamente, si potrebbe sostenere che, ove il *principal* sia in grado di monitorare le azioni del proprio *agent*, la necessità di rimedi fiduciari è ulteriormente ridotta. Nel caso delle azioni privilegiate, ciò potrebbe avvenire in due modi: *ex ante*, per contratto, o, *ex post*, mediante l'esercizio del voto su determinate operazioni. Tuttavia, l'efficacia del primo strumento può essere ostacolata, da un lato, dall'incapacità immanente dei contratti di prevedere ogni possibile risultato in anticipo e, dall'altro lato, dall'assenza di un reale *bargaining power* a favore degli investitori, specie nel caso in cui le clausole siano negoziate direttamente dagli *underwriters* o le azioni privilegiate siano emesse sulla base della delibera del consiglio di amministrazione, senza alcun controllo diretto degli azionisti. In quest'ottica, un antidoto contro il difetto (genetico) di potere contrattuale può essere rappresentato dalla designazione da parte del consiglio di amministrazione di comitati *ad hoc* – composti da amministratori indipendenti o da rappresentanti degli azionisti – che siano incaricati, almeno in occasione delle transazioni di maggiore rilievo (si pensi, anzitutto, a tutte le operazioni straordinarie), di rappresentare gli interessi della categoria per restituirle, in punto di fatto, un certo *leverage* negoziale ([456]).

([456]) Dello stesso avviso, M.M. McELLIN, *Rethinking Jedwab: A Revised Approach to Preferred Shareholders Rights*, cit., pp. 931-932. In giurisprudenza, si veda la discussione sul punto nel caso *LC*

In ogni caso, l'adozione di un punto di vista puramente contrattuale non sembra condurre a risultati soddisfacenti, anche se, come visto, la giurisprudenza pare orientarsi in tal senso. Infatti, al di là del ben noto ostacolo rappresentato dai contratti incompleti, non è ormai più realistico concepire i "*preferential rights*" come limitazioni dei diritti dei soci ordinari e, quindi, tali da dover essere interpretati restrittivamente, spesso in senso sfavorevole agli azionisti privilegiati. Inoltre, l'erronea applicazione della regola "*fiduciary trumps contract*" ha portato i giudici ad ampliare indebitamente i diritti dei primi a spese di quelli dei secondi. In quest'ultimo caso, è comprensibile che le corti esitino, quando sono chiamate a valutare il comportamento di amministratori che sono vincolati da obblighi (fiduciari e contrattuali) in conflitto tra loro. Tuttavia, in assenza di motivazioni specifiche, preferire un gruppo rispetto all'altro può essere considerato arbitrario o, alternativamente, in grado di fornire agli amministratori ulteriori difese contro possibili tutele giurisdizionali degli azionisti, con il rischio di una sempre maggiore autoreferenzialità del *board*. Pertanto, si potrebbe pensare, più semplicemente, di richiedere agli amministratori di provare la loro buona fede nell'interpretazione del contratto e la ragionevolezza del loro processo decisionale. Soltanto ove questo onere sia stato soddisfatto, essi possono legittimamente invocare la protezione della *business judgment rule* ([457]).

D'altro canto, l'efficacia del secondo strumento – ossia il diritto di voto – è ostacolata dal fatto che le azioni privilegiate di solito (e in assenza di clausole contrattuali contrarie) non hanno, appunto, diritto di voto, ad eccezione di quelli (limitati) previsti dalla legge in caso di mancata corresponsione dei dividendi maturati (e non

---

Capital Master Fund, Ltd. v. James, cit., p. 445. Il rimedio in questione, del resto, non è sconosciuto alla realtà societaria statunitense. Anzi, esso è particolarmente sviluppato nel contesto di fusioni e acquisizioni che coinvolgano società con un socio (o gruppo) di controllo. Sul tema, in giurisprudenza, si vedano *Kahn v. Lynch Communication Sys., Inc.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994); *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d 422 (Del. 1997); *In re Siliconix Inc. Shareholders Litigation*, 2001 WL 716787 (Del. Ch. 2001); *In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation*, 879 A.2d 604 (Del. Ch. 2005).

([457]) Per una rara applicazione di questa proposta, si veda *Winston v. Mandor*, 710 A.2d 835 (Del. Ch. 1997), *app. dism'd*, 713 A.2d 932 (Del. 1998).

distribuiti) negli esercizi precedenti. In questo senso, la soluzione è già stata identificata da alcuni Stati (ma non dal Delaware): infatti, quando una determinata transazione sia potenzialmente in grado di mettere in pericolo gli interessi degli azionisti privilegiati, ad essi potrebbe essere riconosciuto il diritto di voto – separatamente, come classe – al fine di approvare l'operazione stessa. In verità, occorre ammettere che riconoscere agli azionisti privilegiati un potere di veto su determinate *business decisions* può alimentare il rischio di comportamenti ostruzionistici da parte loro, finalizzati al conseguimento di benefici (altrimenti indebiti) ([458]). Tuttavia, dato che alcuni Stati già prevedono questa opportunità, in punto di principio non dovrebbero sussistere ostacoli ad una loro ammissibilità generalizzata. Semmai, il vero interrogativo – come si vedrà nel caso dell'Italia – consisterebbe nel capire cosa si intenda per "operazione pregiudizievole per gli interessi degli azionisti privilegiati": vi rientrerebbero soltanto i danni diretti o anche quelli indiretti? I pregiudizi di diritto o anche quelli di mero fatto?

Infine, nei casi in cui le pretese degli azionisti privilegiati, come fissate nel contratto, si avvicinino a quelle dei possessori di titoli di debito, si potrebbe ammettere che la sostanza dell'investimento prevalga sulla forma, in modo da consentire loro di far ricorso ai rimedi solitamente riservati ai creditori.

Finora si è analizzato il sistema degli Stati Uniti sulla base del presupposto che l'incertezza relativa alle tutele accordate ai possessori di azioni privilegiate incida negativamente sulla loro diffusione. Prima di valutare in che modo le considerazioni muterebbero, ove si assumesse un paradigma di riferimento diverso, ossia quello della relazione fiduciaria, soprattutto tenendo conto della particolare struttura proprietaria di tali azioni, passiamo all'esame della situazione italiana al fine di identificarne i difetti che, forse, potrebbero spiegare la ridotta capitalizzazione delle azioni di risparmio (come evidenziato nelle Tabelle 2, 3, 4 e nei Grafici 2, 3, 4, in Appendice).

Sebbene, almeno a prima vista, lo stato dell'arte sembri più chiaro in Italia, per via della presenza di una

([458]) Sottolinea questo problema, in giurisprudenza, *Schreiber v. Carney*, 447 A.2d 17 (Del. Ch. 1982).

specifica normativa in materia, tuttavia, ben presto ci si rende conto che la situazione si rivela molto più incerta di quella statunitense, in ragione, per un verso, della mancanza di assistenza da parte della giurisprudenza sul punto e, per altro verso, dell'occasione non sfruttata dall'autonomia negoziale di esprimere appieno le proprie potenzialità come fonte regolamentare.

Con riferimento al primo polo attorno a cui ruota la disciplina delle azioni di risparmio, cioè la tutela di categoria, merita ricordare che, in contropartita per il ridimensionamento del ruolo degli azionisti di risparmio nella gestione della società, attraverso l'esclusione del diritto di voto, la legge 216 del 1974 aveva imperniato la loro difesa sulla protezione della classe nel suo complesso, da esercitarsi mediante assemblea speciale e rappresentante comune. Sullo stesso solco si è mosso il Testo Unico della Finanza che, anzi, se possibile, ha inteso migliorare l'efficienza della tutela collettiva. In questo senso andavano, infatti, lette sia la (notevole) riduzione della soglia necessaria per richiedere la convocazione dell'assemblea da parte degli azionisti di risparmio, sia la fissazione di un termine entro il quale devono procedervi il rappresentante comune o gli amministratori, sia, infine, la competenza suppletiva del collegio sindacale o dei corrispondenti organi, nei sistemi alternativi di *governance*, in caso di inerzia dei soggetti prima richiamati. L'intento, evidentemente, fu quello di agevolare la convocazione dell'assemblea di categoria ed evitare pratiche dilatorie che potessero menomare la funzionalità dell'organo. Allo stesso modo, andavano salutate con favore le modifiche legate alla costituzione del fondo per le spese necessarie alla tutela degli interessi comuni, anticipato dalla società con successiva eventuale rivalsa sugli utili spettanti agli azionisti di risparmio, nonché l'(eventuale) ampliamento, demandato all'autonomia statutaria, delle competenze attribuibili sia all'assemblea che al rappresentante comune, in funzione di una migliore tutela degli interessi dei possessori delle azioni di risparmio.

Tuttavia, al di là del fatto che tale apparato difensivo di solito innesca problemi di *collective action* e *agency costs*, come sempre accade nei casi di trasfigurazione della tutela individuale in tutela collettiva, ciò che pare più dubbio è che questi strumenti possano garantire agli azionisti di risparmio adeguata

protezione, mancando una puntuale definizione del perimetro della nozione di "operazione pregiudizievole per gli interessi degli azionisti di risparmio", in relazione alla quale è richiesta una delibera concorrente (e conforme a quella dell'assemblea ordinaria) dell'assemblea di categoria. In particolare, pare si possa agevolmente concordare sul fatto che la struttura della disciplina normativa delle azioni di risparmio offra ai relativi possessori tutela solamente nel caso di pregiudizi "diretti", ossia – val la pena ribadirlo – quelli che conseguono, appunto, direttamente ad una modifica in senso peggiorativo della posizione giuridica dell'azionista di risparmio: si prenda, ad esempio, il caso di una delibera che approvi una riduzione della partecipazione agli utili. Atteso che siffatto pregiudizio non può che derivare da una deliberazione assembleare (straordinaria) di alterazione in senso deteriore delle prerogative degli azionisti di risparmio, questo rappresenta l'ambito elettivo di applicazione dell'art. 146, comma 1, lett. b, TUF, che richiede la "*delibera sull'approvazione delle deliberazioni dell'assemblea della società che pregiudicano i diritti della categoria*".

Al contrario, ben più complessa appare la questione relativa al ristoro dei c.d. pregiudizi "indiretti", vale a dire – ancora una volta si ribadisce – quelli causati da un provvedimento che, pur non incidendo direttamente sulla posizione giuridica dell'azionista di risparmio, abbia come effetto un peggioramento del valore economico del titolo e, quindi, dell'investimento. Essi possono derivare sia da operazioni strutturali della società (fusioni, scissioni, aumenti di capitale etc.) sia da atti gestori degli amministratori. Quale esempio del primo tipo, si assuma una società per azioni GAMMA che, dopo aver scalato una società per azioni BETA in seguito al lancio di un'offerta pubblica di acquisto, proceda ad una fusione per incorporazione con la società BETA, al fine di ripianare con il patrimonio di questa società parte dei debiti sopportati per la scalata. Si ipotizzi, inoltre, che il capitale sociale di BETA sia diviso tra azioni ordinarie e azioni di risparmio e che nell'ambito del progetto di fusione sia prevista l'assegnazione agli azionisti di risparmio di BETA di titoli della società incorporante GAMMA aventi le stesse caratteristiche formali, e dunque gli stessi privilegi di quelli posseduti e in proporzioni identiche a quelle preesistenti alla fusione. Nel caso in questione, gli

azionisti di risparmio di BETA subiscono un pregiudizio indiretto nella misura in cui si ritrova a possedere titoli di una società fortemente indebitata, con scarse prospettive di remunerazione dell'investimento o comunque con prospettive inferiori rispetto alla sua situazione precedente. In questo caso, tuttavia, la compagine degli azionisti di risparmio appare priva della tutela collettiva da esercitarsi mediante la deliberazione della loro assemblea speciale per la ragione che, così individuata, la lesione dei loro interessi sarebbe soltanto un mero fatto, come tale, irrilevante. La situazione potrebbe modificarsi allorché – per rimanere all'esempio di cui sopra – all'esito della fusione, gli azionisti di risparmio si ritrovassero a concorrere con azioni dotate di privilegi più forti. In questo caso, si integrerebbero gli estremi di un pregiudizio (di diritto) indiretto, nell'ambito della quale parte della dottrina fa rientrare quello recato al diritto al mantenimento del rapporto o del rango, inteso come "*il diritto al mantenimento costante del rapporto giuridico corrente fra le categorie*". Tuttavia, la teoria più rigorosa è sostenuta dalla maggioranza della dottrina e della giurisprudenza per la duplice ragione che, opinando diversamente, si riconoscerebbe un vero e proprio diritto di veto agli azionisti di risparmio, che ben potrebbe essere strumentalizzato a fini ricattatori, e inoltre, trattandosi l'art. 2376 c.c. di norma eccezionale, andrebbe applicata restrittivamente, ai soli casi, quindi, di pregiudizio di diritto.

Quali esempi di pregiudizi indiretti derivanti dalla condotta degli amministratori, invece, possono annoverarsi tutti quegli atti gestori che determinano una perdita del patrimonio sociale o, alternativamente, un decremento del valore di mercato delle azioni di risparmio. In questo caso, la situazione per gli azionisti di risparmio è, però, ancora più desolante, dal momento che ad essi – specie alla luce delle modifiche apportate dal TUF e ribadite dalla riforma del diritto societario del 2003, è preclusa sia la possibilità di esercitare l'azione sociale di responsabilità sia di denuncia al collegio sindacale o al tribunale.

Sotto il profilo in questione, quindi, l'unica modifica che si potrebbe implementare, al fine di rendere le azioni di risparmio più appetibili, potrebbe essere quella di estendere ai casi di pregiudizio di fatto e indiretto il diritto di voto della assemblea speciale. Ma ciò significherebbe,

per un verso, attribuire agli azionisti di risparmio un potere di veto, in caso di operazioni anche importanti per la vita della società, strumentalmente utilizzabile per incrementare, senza giusta causa, i propri benefici e, per altro verso, specificare in anticipo cosa costituisce pregiudizio indiretto. E questo potrebbe rivelarsi, nei fatti, non proprio semplicissimo ([459]).

Con riferimento al secondo polo di disciplina delle azioni di risparmio, ossia quello delle maggiorazioni patrimoniali attribuite ai loro possessori a fronte della compressione dei relativi diritti amministrativi, si segnala una discontinuità tra la legge del 1974 e la riforma del 1998: nel primo atto normativo era prevista l'indicazione imperativa dei privilegi patrimoniali attribuiti dalle azioni di risparmio, mentre col secondo si assiste ad una drastica riduzione delle guarentigie legali in favore di un maggior spazio di manovra dell'autonomia statutaria.

Pertanto, essendo stata rimessa a quest'ultima la pressoché totale definizione dei profili reddituali, in seguito alla delegificazione operata dal Testo Unico della Finanza, l'intera questione della tutela dei rispettivi interessi si sposta sul piano della qualità redazionale dei contratti e sulla capacità dei consulenti di ben calibrare gli strumenti sulle esigenze delle parti. Anche in questo caso, quindi, potrebbero valere alcune delle considerazioni già svolte in merito al sistema statunitense, con la differenza, però, che in Italia, al contrario degli USA, mancherebbe una precisa linea giurisprudenziale che orienti gli operatori (e gli interpreti) nella risoluzione delle varie problematiche.

Le osservazioni che precedono non esauriscono ancora del tutto la nostra indagine. Nel prosieguo, infatti, dapprima analizzeremo i dati relativi alla diffusione delle azioni in questione e alla identità dei relativi possessori. Si vedrà, infatti, che le implicazioni di *policy*, ove si voglia procedere ad un cambiamento dello *status quo*, sono profondamente diverse a seconda di come variano i due elementi summenzionati. Successivamente, abbandoneremo l'orizzonte gnoseologico tradizionale, per adottare un nuovo paradigma di riferimento, ossia quello fiduciario. Si ribadirà, infatti, che la carenza di uno dei cardini della relazione fiduciaria di natura societaria – il

([459]) Sulla possibilità per gli azionisti di risparmio di promuovere l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori, si veda *infra* nel testo.

diritto di voto – è alla base dell'insuccesso degli strumenti finanziari presi in considerazione. Infine, dimostreremo plasticamente che le variabili "di sistema" – struttura degli assetti proprietari e conformazione dei mercati – sono effettivamente in grado di influenzare praticamente la struttura della *governance* societaria.

Cominciando dagli Stati Uniti, i dati empirici raccolti negli ultimi anni ([460]), confermano che è relativamente più conveniente per una società, piuttosto che per una persona fisica, detenere *preferred shares* ([461]). Tuttavia, va segnalato che il panorama degli azionisti privilegiati è cambiato radicalmente negli ultimi trent'anni perché sono in gran parte mutati gli emittenti e i possessori, anche in ragione del fatto che lo strumento in questione, al contrario degli anni Ottanta, è sempre meno utilizzato come tecnica difensiva contro scalate ostili ([462]). In questo senso, la proprietà diffusa delle azioni privilegiate non è più la regola negli Stati Uniti. Al tempo in cui lo era, probabilmente un intervento etero-imperativo sarebbe stato più che opportuno. Ciononostante, proprio in quelle circostanze (e, tutto sommato, sorprendentemente), si è consolidato un orientamento giurisprudenziale che si è rivelato "anelastico" rispetto al bisogno di maggiore protezione degli azionisti privilegiati, limitando le loro prerogative soltanto a quelle offerte dai contratti che essi stipulavano. Tale filone giurisprudenziale, fortemente condizionato dal clima culturale dominante in quegli anni, postulava che i sottoscrittori delle *preferred shares* fossero investitori razionali, operanti in un mercato perfettamente efficiente. In tale scenario, considerato l'elevato rischio di rimanere "intrappolati" in una società gestita da altri e senza una protezione adeguata, ci si poteva ragionevolmente attendere che gli azionisti privilegiati riducessero in misura corrispondente il proprio prezzo di riserva (ossia

([460]) S.V. MANN & F.J. FABOZZI, *Preferred Stock*, in F.J. FABOZZI (a cura di), *The Handbook of Financial Instruments*, New York, 2002, p. 286, ove si dimostra che le *preferred shares* sono perlopiù detenute da investitori istituzionali (soprattutto banche, assicurazioni e fondi di investimento).

([461]) Soprattutto per il trattamento fiscale di favore riservato alle società emittenti e titolari di *preferred shares*.

([462]) Per un'applicazione dello strumento in questione nella stagione dei *takeover*, si veda Note, *Protecting Shareholders Against Partial and Two-Tiered Takeovers: The "Poison Pill" Preferred*, 97 Harv. L. Rev. 1964 (1984).

quanto fossero disposti a pagare per acquistare queste azioni) o, ancora peggio, evitassero *tout court* di investire in questi strumenti. Di conseguenza, ove le imprese avessero voluto continuare a vendere tali titoli, sarebbero state costrette ad inserire nei contratti con gli azionisti privilegiati clausole che incontrassero il favore di questi ultimi. Pertanto – si argomentava – anche in assenza di norme imperative, un equilibrio poteva essere raggiunto.

Il ragionamento che precede, per la verità un po' semplicistico, appare addirittura più congruo nella realtà odierna, che presenta uno scenario radicalmente modificato. Con pochi investitori sofisticati, in grado di modellare perfettamente sulle loro esigenze le tutele necessarie (attraverso l'uso calibrato di un *mix* di diritti contrattuali e "poteri di veto"), la presenza di eventuali norme imperative rappresenterebbe soltanto un costo, ovverosia la perdita di flessibilità. Come è stato di recente sostenuto, infatti, "*all of the characteristics of the preferred are open for negotiation; that is the nature of the security. There is no utility in defining as forbidden any term thought advantageous to informed parties, unless that term violates substantive law*" ([463]).

Per quanto riguarda l'Italia, la situazione per certi versi non è molto dissimile da quella descritta negli Stati Uniti. Anche in questo caso, infatti, si nota la scarsa diffusione delle azioni di risparmio (sia in termini assoluti che relativi) e una proprietà azionaria che raramente si trova nelle mani degli investitori *retail*.

In particolare, i dati contenuti nella Tabella 5 e nei Grafici 5, 6, 7, 8 (in Appendice), mostrano la capitalizzazione e l'andamento delle azioni di risparmio in Italia negli ultimi 12 anni (vale a dire dopo la riforma del 1998 che ha profondamente modificato la precedente normativa in materia). Dai dati non emerge soltanto che la capitalizzazione totale di tali azioni è praticamente trascurabile, ma persino che la loro popolarità è in declino pressoché costante.

Con riferimento, poi, all'identità degli azionisti di risparmio, combinando i dati della Tabella 6 e dei Grafici 9, 10 (che individuano gli emittenti di azioni di risparmio in Italia) con quelli della Tabella 8 (relativa alle operazioni a pagamento che hanno interessato azioni di

([463]) *In the Matter of the Appraisal of Ford Holdings, Inc. Preferred Stock*, 698 A.2d 973, 975 (Del. Ch. 1997).

risparmio negli ultimi 10 anni) e della Tabella 7 (concernente le variazioni annuali nella struttura del capitale delle società quotate nello stesso arco di tempo), emergono alcuni spunti interessanti. In primo luogo, il mercato delle azioni di risparmio sembra avere natura oligopolistica, essendo dominato da 5 emittenti ([464]). In secondo luogo, la maggior parte delle azioni di risparmio è detenuta da investitori istituzionali o, per lo meno, da investitori (relativamente) sofisticati. In terzo luogo, gli scambi di tali titoli avvengono essenzialmente tra coloro che sono già azionisti di risparmio. Infine, la quantità e il valore complessivi delle negoziazioni di tali azioni sono complessivamente molto ridotti.

D'altro canto, non è da sottovalutare l'incidenza della variabile fiscale sull'appetibilità delle azioni di risparmio. Anche in Italia, come negli Stati Uniti, la presenza di vantaggi tributari ha giocato un ruolo fondamentale nella loro diffusione tra società di capitali ed enti commerciali. Infatti, gli utili percepiti da tali soggetti sono tassati parzialmente, soltanto nella misura del 5% (o, detto in altri termini, sono per il 95% esenti da imposte). Al contrario, essi sono soggetti ad una ritenuta del 12,5% se percepiti da persone fisiche (aliquota incrementata al 20% per il 2012 ([465])). Ciò conferma non soltanto che continua ad essere più conveniente per le società, anziché per gli individui, investire (eventualmente) in azioni di risparmio, ma anche che esse non presentano un apprezzabile vantaggio fiscale rispetto alle azioni ordinarie, essendo assoggettate allo stesso regime tributario.

Per altro verso, combinando i dati della Tabella 9 (che illustrano le caratteristiche delle azioni di risparmio emesse in Italia fino al 2011) con quelli delle Tabelle 10, 11 e Grafico 11 (che mostrano il confronto tra i dividendi erogati agli azionisti ordinari e di risparmio nonché il

([464]) Sui dati del 2012 pesa, peraltro, anche la decisione di FIAT Rsp e FIAT Industrial Rsp di convertire tutte le azioni di risparmio finora emesse in ordinarie, azzerando, quindi, la sua partecipazione a tale mercato. E anche Telecom Italia, secondo la stampa specializzata, sta cercando un modo per "disfarsi" delle azioni di risparmio in circolazione. Si veda, A. BUONAFEDE, *Dividendi, le Risparmio pesano 325 milioni*, in La Repubblica, Economia & Finanza, 3 dicembre 2012.

([465]) Come stabilito dall'art. 2, comma 13, lett. *c*), del D.L. 13 agosto 2011, n. 138, convertito, con modificazioni, dalla legge 14 settembre 2011, n. 148.

livello di scambi aventi per oggetto tali titoli), appare chiaro che il principale privilegio delle azioni di risparmio consiste nella maggiorazione del dividendo rispetto a quello delle azioni ordinarie. Tuttavia, l'ammontare di tale dividendo è solo leggermente superiore a quello erogato dalle azioni ordinarie e, in ogni caso, non di consistenza tale da poter significativamente influenzare la domanda di mercato per tali strumenti.

Dato questo scenario, le medesime considerazioni svolte per gli Stati Uniti – in tema di costo-opportunità, legato alla perdita di flessibilità, in caso di imposizione di norme imperative – si potrebbero applicare anche all'Italia. La grande differenza tra i due sistemi, però, si basa sul fatto che le azioni di risparmio erano state originariamente concepite per intercettare gli interessi dei c.d. azionisti-risparmiatori (ossia, perlopiù, individui interessati ai profili patrimoniali della loro partecipazione azionaria). Al fine di conseguire tale risultato, il dibattito successivo all'emanazione della Legge 216 del 1974 – che mirava a correggere la scarsa efficienza delle azioni di risparmio – aveva fatto emergere l'esigenza di un rafforzamento delle garanzie fissate dalla legge in favore dei possessori di quei titoli. Sennonché, il retroterra culturale degli estensori della riforma del 1998, fortemente intriso di suggestioni filo-statunitensi, confidava – come la giurisprudenza d'oltreoceano più sopra richiamata, ma a condizioni profondamente diverse – nella capacità delle parti di autodisciplinarsi mediante contratto, riducendo, di conseguenza, l'esigenza di stringenti norme imperative. Quell'idea, come si è avuto modo di dimostrare, si è rivelata affatto fallace e le azioni di risparmio continuano a non essere appetibili sul mercato.

C'è, poi, da ricordare che la struttura ibrida dell'azione di risparmio certamente non favorisce la loro diffusione. Quando, infatti, la natura dell'operazione sottostante si avvicina di più ad un'operazione di mutuo, probabilmente le obbligazioni appaiono strumenti più "sicuri"; nel caso di causa di rischio, invece, le azioni ordinarie si rivelano maggiormente affidabili. Per altro verso, a seguito della riforma del diritto societario italiano del 2003 e, più in generale, dell'evoluzione dell'ingegneria finanziaria degli ultimi tempi, le azioni di risparmio subiscono la "concorrenza" di altri strumenti ibridi, meno regolamentati. Quei titoli, per via della loro complicazione

tecnica e dell'intrinseca incertezza circa il relativo funzionamento (a parità di rapporto fiduciario "sbiadito") permettono agli investitori (sofisticati) di sfruttare le asimmetrie informative che si determinano e di conseguire margini di profitto certamente non ottenibili con le azioni di risparmio.

Resta da capire, adesso, se si possa intervenire sull'aspetto fiduciario di questi strumenti. Per quanto riguarda le *preferred shares*, si è già segnalata l'opportunità che esse beneficino tanto della legittimazione ad agire con rimedi fiduciari, quanto dell'attribuzione del diritto di voto, almeno nel caso di operazioni (perseguite dalla società emittente) che si rivelino pregiudizievoli dei loro interessi. Per quanto concerne le azioni di risparmio, invece, l'assenza del voto è immodificabile, in quanto caratteristica tipologica dello strumento. In ogni caso, la tutela di categoria, demandata all'assemblea speciale (e al rappresentante comune), già prevede la necessità del voto conforme degli azionisti di risparmio in caso di operazioni societarie dannose nei loro confronti. Semmai ciò che manca è una chiara definizione del concetto di pregiudizio. Quanto, invece alla possibilità di agire contro gli amministratori per violazione dei loro doveri fiduciari, gli azionisti di risparmio non sono legittimati ad esperire l'azione di responsabilità (*ex* art. 2393-*bis* c.c.), ma – anche se ciò appare comunque poco probabile – possono vedersi riconosciute prerogative processuali in tal senso grazie ad un'apposita disposizione statutaria (*ex* art. 147, comma 4, TUF). Né, del resto, deve dimenticarsi che residua la possibilità per siffatti azionisti – forse più teorica che pratica, dati gli inevitabili costi che tale procedura imporrebbe sì da scoraggiarne il ricorso – di agire a titolo individuale contro gli amministratori *ex* art. 2395 c.c.

Di converso, si potrebbe intervenire – recuperando, migliorandola, la filosofia originaria delle azioni di risparmio – sul piano dell'interesse (degli azionisti) gestito dagli amministratori: in altri termini, potrebbero reintrodursi i vincoli normativi sui risultati che gli amministratori (*rectius*: la società) si impegnerebbe(ro) a garantire agli azionisti di risparmio sotto il profilo patrimoniale e reddituale (dividendo minimo, priorità nella relativa distribuzione etc.) ([466]).

([466]) Del resto, tutte le legislazioni europee sulle azioni (equivalenti a quelle) di risparmio sono più o meno ispirate al principio della fissazione di standard minimi indisponibili da parte della

Se queste modifiche, comunque, non vengono ritenute realizzabili, allora, è necessario che si intervenga su altri elementi che compensino l'eterodossia fiduciaria di tali azioni. Ciò, però, implica considerazioni di carattere più sistematico. In primo luogo, Stati Uniti e Italia differiscono profondamente in termini di rilevanza del diritto di voto. Dati i diversi assetti proprietari nei due Paesi, il voto è di vitale importanza in Italia, in quanto consente al suo titolare di sfruttare la leva negoziale al fine, se non altro, di conseguire benefici individuali. In secondo luogo, i mercati azionari sono diversi sia in termini di dimensioni che di funzionalità. Nelle intenzioni originarie del legislatore italiano, la mancanza di diritti di voto sarebbe stata compensata (non solo da diritti patrimoniali maggiorati, ma anche) da un effettivo potere di controllo e di vigilanza sui mercati esercitato, nell'interesse pubblico, da parte della CONSOB, che avrebbe dovuto rendere agevole per gli azionisti di risparmio la liquidazione del proprio investimento, vendendo le proprie azioni. Tuttavia, il mercato italiano non si è mai pienamente sviluppato, così che, in mancanza di alternative ugualmente liquide, le azioni a voto pieno rimangono lo strumento di investimento preferito per chi voglia rischiare il proprio capitale sui mercati ([467]). Infine, i giudici italiani – a differenza dei colleghi statunitensi – non si sono mostrati particolarmente sensibili alle esigenze degli operatori del mercato ([468]). Pertanto, l'incertezza che circonda l'esito di una controversia in materia finanziaria, unita al dispendio di tempo e risorse necessari per ottenere una decisione definitiva, spinge gli investitori lontano da titoli magari innovativi, ma ad altro potenziale contenzioso.

Alla luce di quanto precede, si può ritenere che negli Stati Uniti, anche un livello sub-ottimale di protezione per

---

maggioranza (con la sola eccezione dell'ordinamento belga). L'opposta impostazione si nutre della fiducia del mercato che, però, almeno in Italia, sembra sia stata mal riposta.

([467]) A meno che, ovviamente, non si decida di investire in strumenti (comparativamente) meno rischiosi, quali, ad esempio, le obbligazioni (anche *sub specie* convertibili).

([468]) Sotto il vigore della riforma del 1998, in materia di azioni di risparmio, si sono pronunciate soltanto: Cass. Civ., sez. I, 17 nov. 2005, n. 23269 ("SO.GE.SCO. S.p.A."), Cass. Civ., sez. I, 19 mar. 2009, n. 6704 ("Comit S.p.A."), Cass. Civ., sez. I, 7 mag. 2010, n. 11125 ("Costa Crociere"), Trib. Milano, 16 luglio 2008, n. 14099 ("Edison S.p.A."), Trib. Roma, sez. III, 7 lug. 2011, n. 1477/08 ("BNP Paribas").

i *preferred shareholders* possa, tutto sommato, essere tollerato a livello macro-economico, data la disponibilità in generale di meccanismi (di mercato) in grado di garantire la stabilità finanziaria degli investimenti dei risparmiatori – di modo che qualsiasi intervento eteronomo sul punto, comportando l'incremento dei costi transattivi, sarebbe mal sopportato dagli stessi operatori di mercato; al contrario, in Italia, l'assenza di un mercato sviluppato ed il ruolo centrale (almeno nei fatti) delle azioni a voto pieno impediscono a quelle di risparmio di diventare uno strumento finanziario efficace, così che l'approccio normativo verso tali strumenti deve essere ripensato e corretto.

Da ultimo – a dimostrazione definitiva del peso della relazione fiduciaria nella *governance* societaria – occorre rispondere alle due domande che ci eravamo posti in sede di Introduzione, ossia come incida la struttura fiduciaria di *preferred shares* e azioni di risparmio sulle decisioni di investimento dei relativi (futuri) possessori.

Con riferimento agli Stati Uniti, almeno allo stato attuale, pare potersi affermare che i *preferred shareholders* accettino consapevolmente il *deficit* di "fiduciarietà" connaturato a questo strumento perché esso, ove adeguatamente calibrato sulle proprie esigenze di investimento, permette un controllo dell'affare comparativamente maggiore rispetto a quello fornito dalle azioni ordinarie. Il loro disinteresse nei confronti dello *status* di socio ordinario, infatti, si spiega per il fatto che negli Stati Uniti, come si è visto, tale ruolo implica ben poche prerogative nei confronti del *management*, essenzialmente limitate, in fin dei conti, al "voto coi piedi", ossia la possibilità di pronta liquidazione del proprio investimento in caso di distonia dell'operato degli amministratori con i propri interessi di socio.

La natura sofisticata di chi acquista *preferred shares*, pertanto, fa propendere per la soluzione positiva al quesito circa la convenienza del *trade-off* tra estromissione "*de facto*" dalla possibilità di incidere sulla gestione sociale, investendo in azioni a voto pieno, per via della descritta irrilevanza pratica delle tradizionali prerogative di socio nell'ordinamento statunitense, ed estromissione "*de jure*", diventando *preferred shareholder*, per via della istituzionale rinuncia ad una fetta consistente dei diritti derivanti dallo *status* di partecipante al rischio di impresa. In altre parole, l'azionista privilegiato accetta

scientemente di rimanere estraneo alla vita della società, in funzione della maggiore flessibilità nella tutela dei propri interessi finanziari che gli offrono le *preferred shares*.

Al contrario, in Italia forse non si è capita fino in fondo la funzione delle azioni di risparmio, specie quando si è cercato di rivitalizzarle in tempi – relativamente – recenti. L'investitore italiano (*rectius*: nel mercato italiano), infatti, si dimostra insensibile al fascino di tali strumenti perché non vi è garanzia, soprattutto in termini di *accountability*, che gli azionisti di controllo monitorino la gestione anche nell'interesse degli altri apportatori di risorse finanziarie. In altri termini, la carenza di "fiduciarietà" del rapporto con gli azionisti di risparmio non è compensata da una pregnante "posizione di garanzia" assunta dai soci (ordinari) di controllo nella tutela degli interessi dei primi. Quella, cioè, che abbiamo definito "delega di fiduciarietà" non si realizza, soprattutto per il timore di indebite espropriazioni di ricchezza da parte degli *insider*. Piuttosto, ammesso che si intenda investire sui mercati in capitale di rischio – cosa tutta da dimostrare in Italia, visto lo scarso numero di società quotate – si preferisce farlo con l'azione a diritto di voto pieno: in quel caso, almeno, si hanno a disposizione – *inter alia* – maggiori tutele legali, maggiore possibilità di liquidazione e, infine, maggiori possibilità di farsi pagare dei premi in caso di cambi di controllo.

In conclusione, pare possano farsi nostre le parole di chi, recentemente, ha sostenuto che "[s]*embra … peccare per eccesso l'assunto di chi dalle novità introdotte in merito all'allocazione del diritto di voto ha tratto conferma della tesi dello sgretolamento del principio di corrispondenza tra potere e rischio di impresa nel sistema della società per azioni. In assenza di espressa deroga e pur attenuato, il principio della correlazione, in termini di proporzionalità, tra potere e rischio rimane pur sempre una ineliminabile chiave di volta dell'ordinamento delle società di capitali e il punto di partenza obbligato quando si tratti di verificare se e fino a qual punto l'autonomia statutaria può derogarvi senza stravolgerne gli stessi profili tipologici. Il pericolo … sta allora nell'enfatizzare il ruolo riconosciuto all'autonomia statutaria e di estenderne il raggio d'azione al di là di quanto è consentito dal modello organizzativo tipico delle società capitalistiche,*

con ciò dimenticando che modello legale e modelli statutari si pongono pur sempre in un rapporto di regola ad eccezione" ([469]).

([469]) M. BIONE, *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giur. comm.*, 2011, V, p. 680.

APPENDICE

Tabella n. 1

CAPITALIZZAZIONE AZIONI E OBBLIGAZIONI IN USA
anno 2008

Mercato	Capitalizzazione (in miliardi di $ USA)
Obbligazioni	4.000.000
Azioni ordinarie	9.500.000
Preferred Shares	100

Fonte: Standard & Poor's

Grafico n. 1

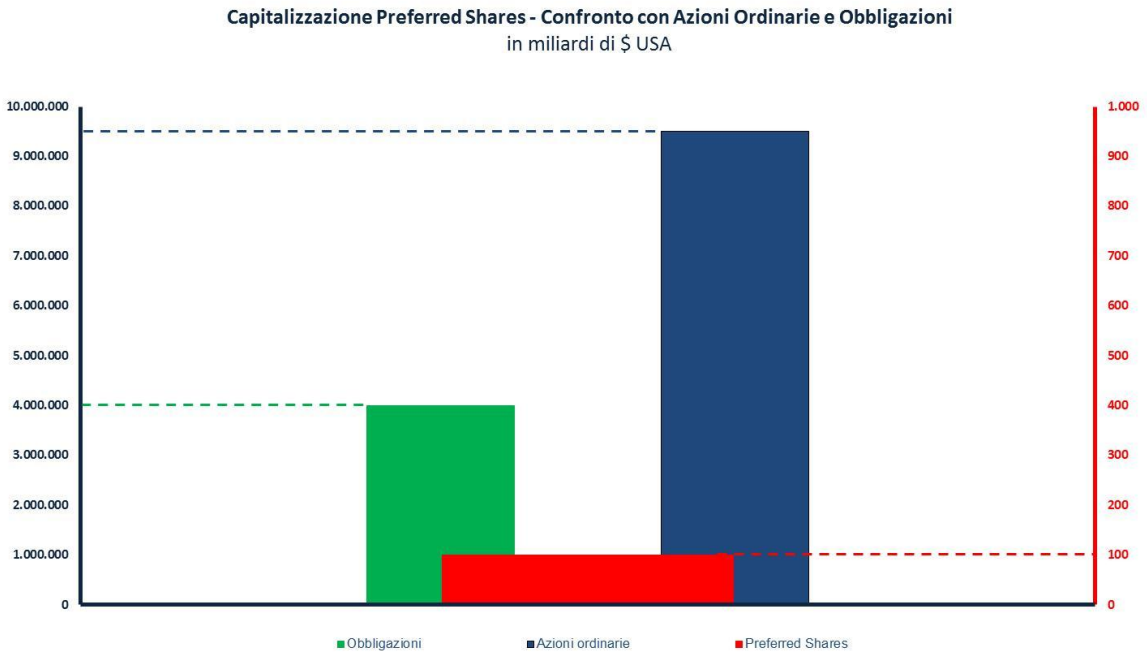


Tabella n. 2

CAPITALIZZAZIONE SOCIETA' QUOTATE ITALIANE
in milioni di Euro

Situazione 30 giugno 2012

Capitalizzazione Complessiva del Mercato	Capitalizzazione Azioni di Risparmio	%
326.248	6.022	1,85

Grafico n. 2

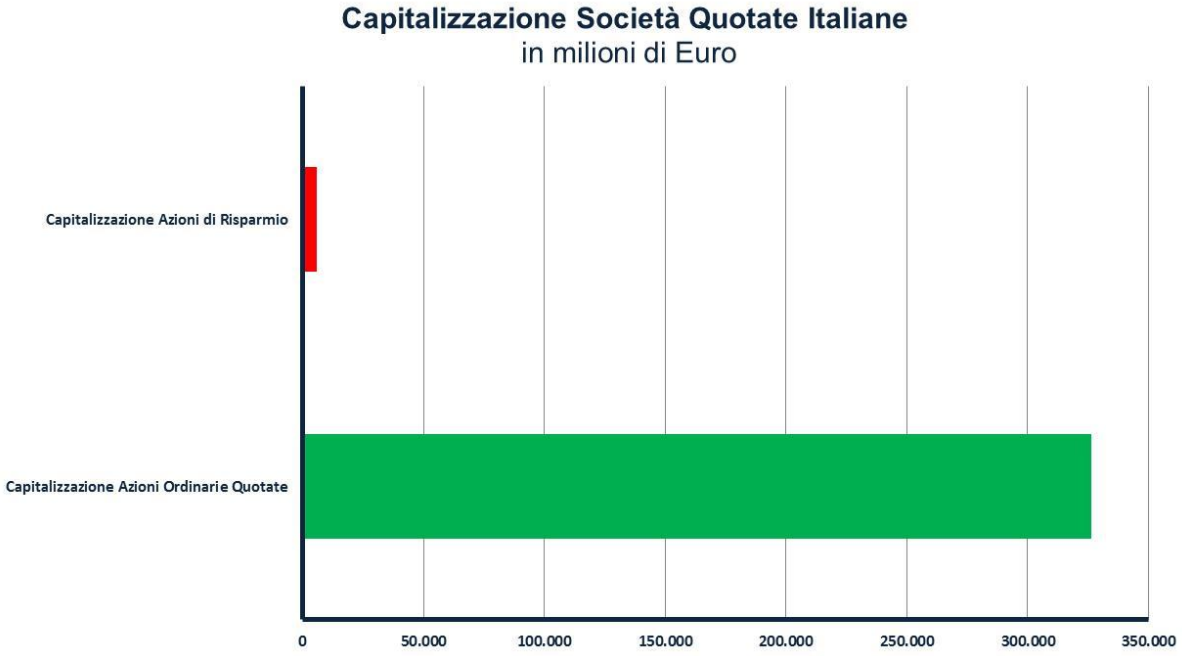


Tabella n. 3

CAPITALIZZAZIONE AZIONI DI RISPARMIO NELLE SOCIETA' QUOTATE ITALIANE PER SETTORE DI ATTIVITA'
in milioni di Euro
Situazione 30 giugno 2012

Classificazione Settoriale	Capitalizzazione Complessiva per Settore di Appartenenza degli Emittenti	Capitalizzazione Azioni di Risparmio del Settore di Appartenenza	Peso in % delle Azioni di Risparmio sulla Capitalizzazione del Settore di Appartenenza
Finanziario	81.404	1.140	1,4
Industriale	159.520	957	0,6
Servizi	85.324	3.925	4,6
TOTALE	326.248	6.022	

Fonti: Borsa Italiana Spa. Consob. Dati relativi alle società quotate sul segmento Mta gestito da Borsa Italiana spa. Si fa riferimento alla classificazione settoriale utilizzata da Borsa Italiana spa.

Grafico n. 3

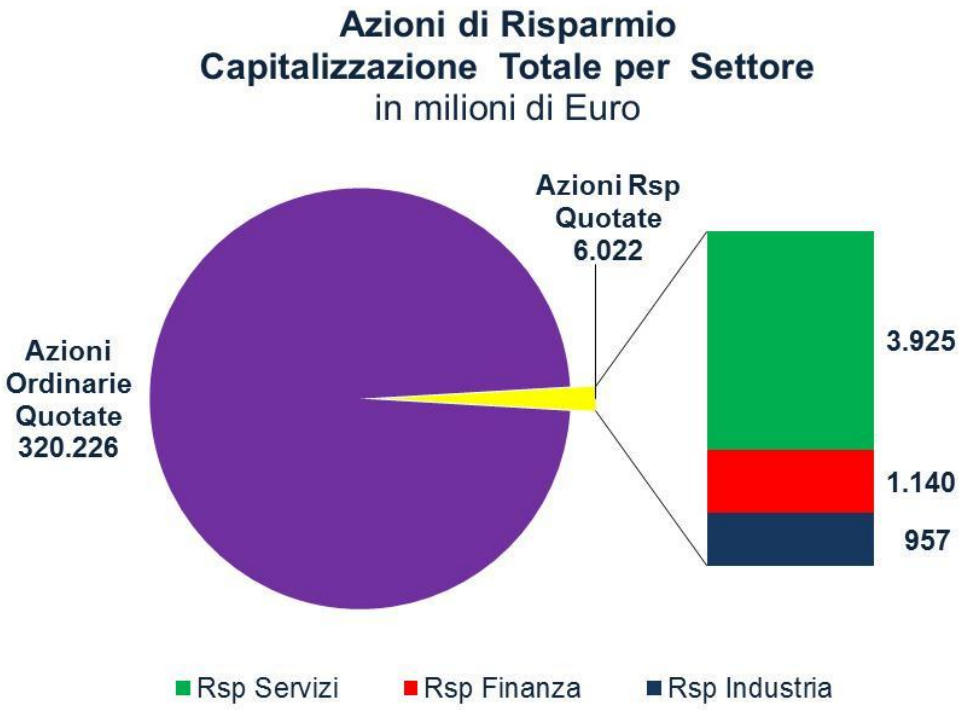


Tabella n. 4

NUMERO AZIONI DI RISPARMIO NELLE SOCIETA' QUOTATE ITALIANE PER SETTORE DI ATTIVITA'

Situazione 30 giugno 2012

Classificazione Settoriale	Numero Totale delle Società del Settore di Appartenenza	Numero Società con Azioni di Risparmio del Settore di Appartenenza	Peso in % sul Numero Totale delle Società del Settore di Appartenenza
Finanziario	57	9	15,8
Industriale	143	14	9,8
Servizi	57	5	8,8
TOTALE	257	28	

Fonti: Borsa Italiana Spa. Consob. Dati relativi alle società quotate sul segmento Mta gestito da Borsa Italiana spa.
Si fa riferimento alla classificazione settoriale utilizzata da Borsa Italiana spa.

Grafico n. 4

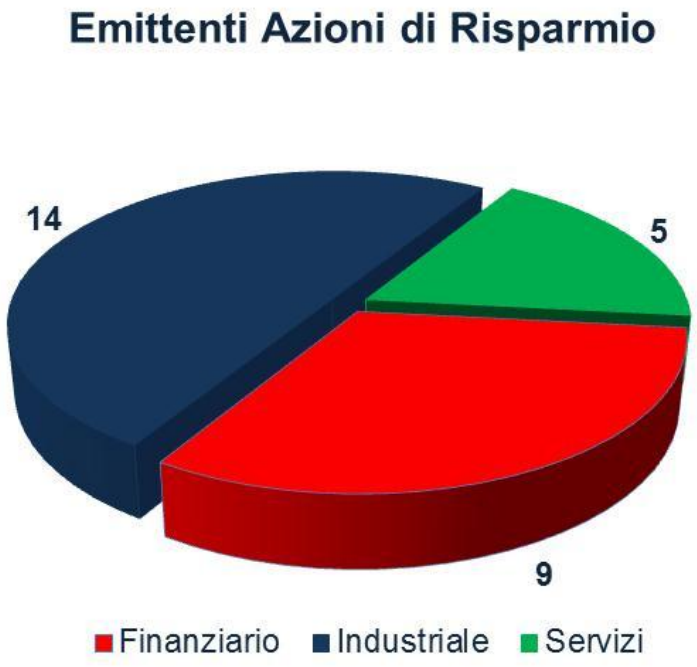


Tabella n. 5

	Capitalizzazione Totale Azioni Quotate	Capitalizzazione Totale Azioni di Rispamio	% Azioni di Risparmio su Totale Azioni Quotate
1999	714.146,70	33.270,00	4,66%
2000	790.277,10	27.538,30	3,48%
2001	592.319,10	21.083,70	3,56%
2002	447.075,41	15.602,28	3,49%
2003	474.553,52	15.805,73	3,33%
2004	568.900,79	22.259,78	3,91%
2005	669.302,24	22.618,83	3,38%
2006	768.170,61	24.673,19	3,21%
2007	722.871,96	21.430,97	2,96%
2008	368.163,39	9.202,67	2,50%
2009	457.126,23	10.453,16	2,29%
2010	425.098,87	10.187,90	2,40%
2011	332.373,58	7.055,67	2,12%
2012*	327.137,21	6.019,86	1,84%

* Capitalizzazione delle azioni quotate in borsa al 29 giugno 2012

Fonte: Borsa Italiana

Grafico n. 5

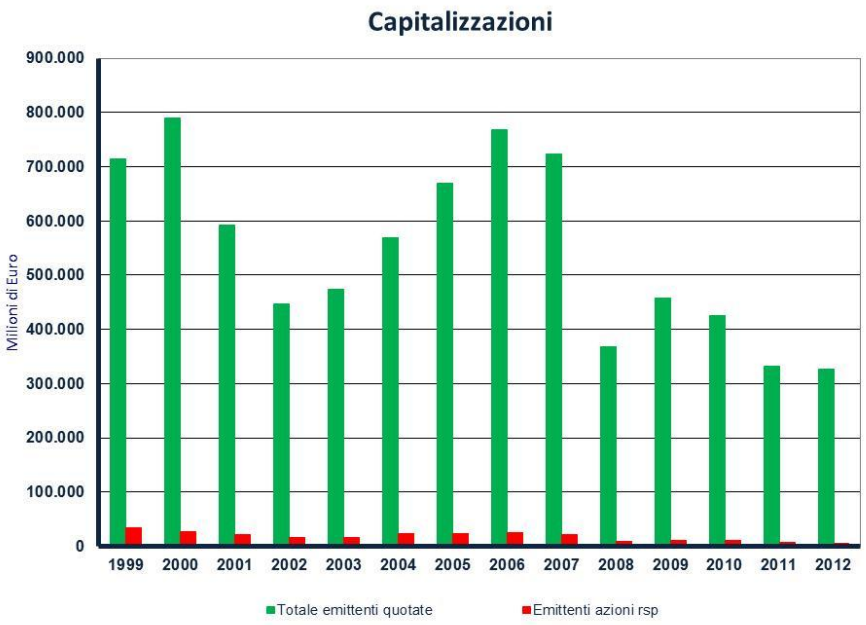


Grafico n. 6

Grafico n. 7

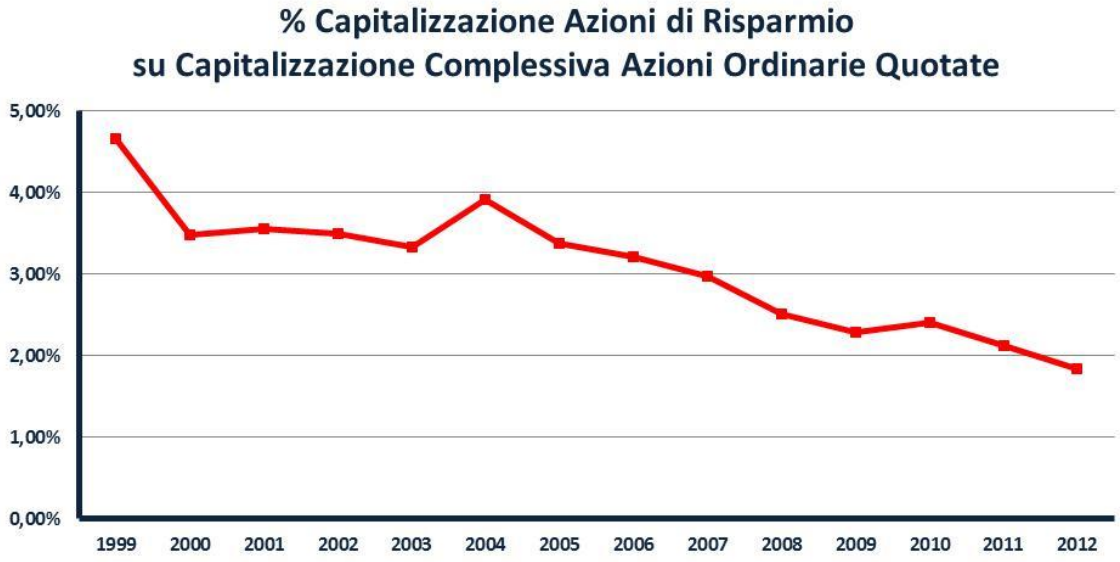


Grafico n. 8

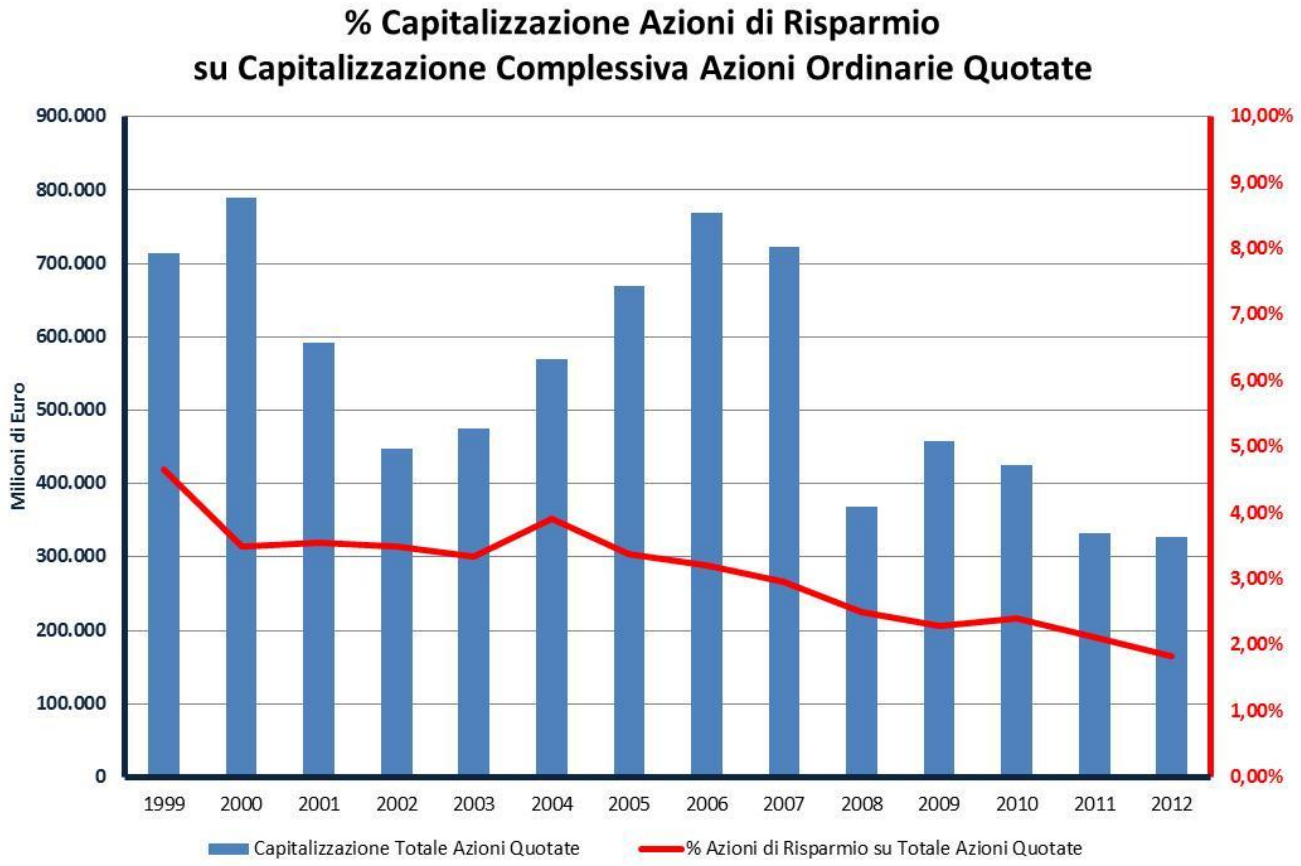
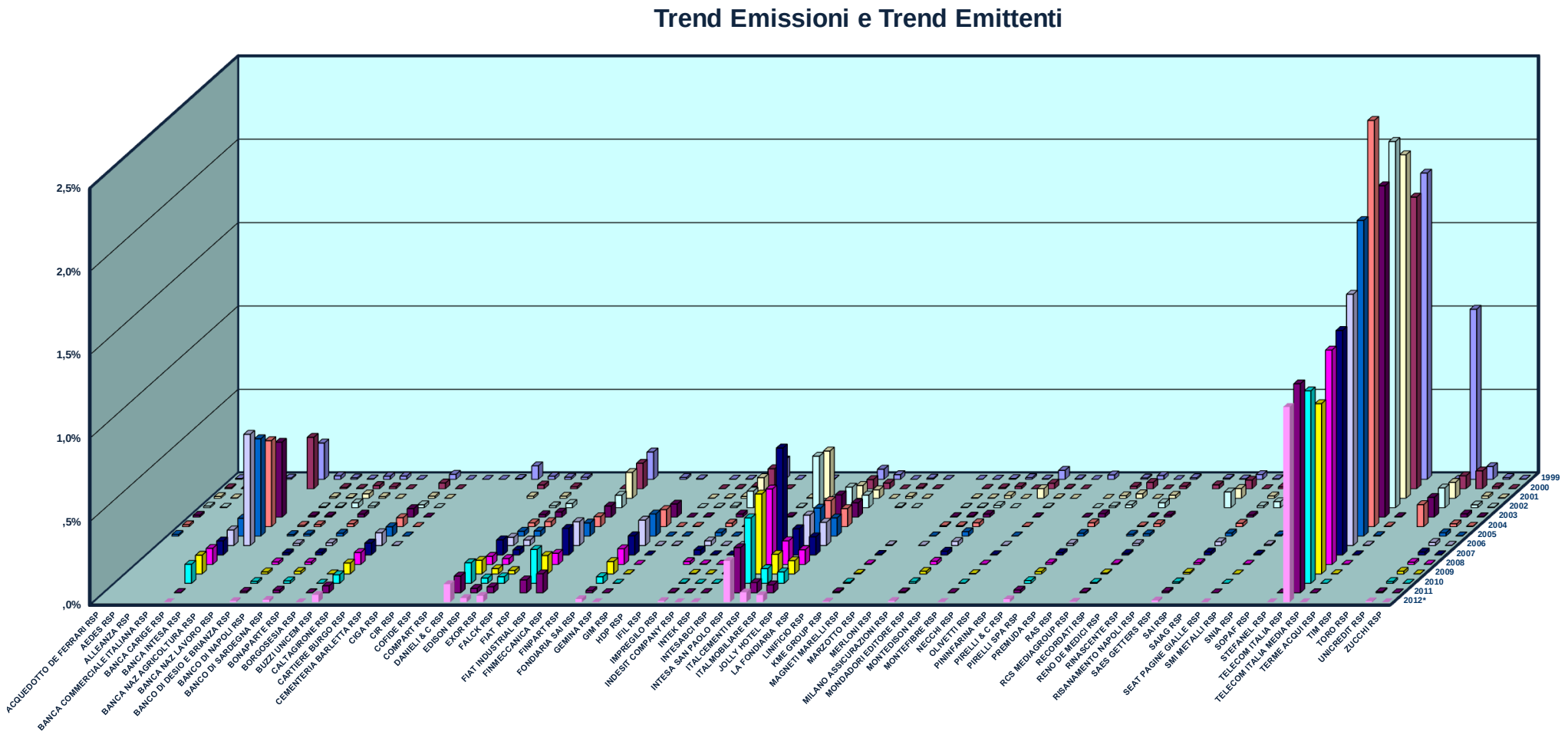

% Capitalizzazione Azioni di Risparmio
su Capitalizzazione Complessiva Azioni Ordinarie Quotate
Milioni di Euro
900.000
800.000
700.000
600.000
500.000
400.000
300.000
200.000
100.000
0
10,00%
9,00%
8,00%
7,00%
6,00%
5,00%
4,00%
3,00%
2,00%
1,00%
0,00%
1999
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
2010
2011
2012
Capitalizzazione Totale Azioni Quotate
% Azioni di Risparmio su Totale Azioni Quotate

Grafico n. 9



* Capitalizzazione delle azioni di risparmio quotate in borsa al 29 giugno 2012

Tabella n. 6

1999

Capitalizzazione totale azioni quotate	**714.146,70**
Capitalizzazione azioni risparmio quotate	**33.270,00**
Azioni risparmio/Totale azioni quotate	**4,66%**

Azione di Risparmio	Capitalizzazioni	
	milioni di euro	% TOT
ACQUEDOTTO DE FERRARI RSP	34,50	0,00483
AEDES RSP	88,30	0,01236
ALLEANZA RSP	957,30	0,13405
BANCA COMMERCIALE ITALIANA RS	55,30	0,00774
BANCA INTESA RSP	1.553,10	0,21748
BANCA NAZ AGRICOLTURA RSP	152,40	0,02134
BANCA NAZ LAVORO RSP	61,30	0,00858
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	19,80	0,00277
BANCO DI NAPOLI RSP	133,10	0,01864
BANCO DI SARDEGNA RSP	138,00	0,01932
BONAPARTE RSP	6,10	0,00085
BUZZI UNICEM RSP	216,10	0,03026
CALTAGIRONE RSP	2,50	0,00035
CARTIERE BURGO RSP	4,10	0,00057
CEMENTERIA BARLETTA RSP	4,30	0,00060
CIGA RSP	37,60	0,00527
CIR RSP	579,00	0,08108
COFIDE RSP	130,50	0,01827
COMPART RSP	90,40	0,01266
DANIELI & C RSP	87,90	0,01231
FALCK RSP	1,10	0,00015
FIAT RSP	1.171,00	0,16397
FINMECCANICA RSP	77,80	0,01089
FINPART RSP	26,40	0,00370
GEMINA RSP	9,20	0,00129
GIM RSP	14,50	0,00203
HDP RSP	77,40	0,01084
IFIL RSP	829,80	0,11619
IMPREGILO RSP	10,40	0,00146
INTEK RSP	17,20	0,00241
ITALCEMENTI RSP	435,20	0,06094
ITALMOBILIARE RSP	200,20	0,02803
JOLLY HOTEL RSP	0,20	0,00003
LA FONDIARIA RSP	51,20	0,00717
LINIFICIO RSP	7,40	0,00104
MAGNETI MARELLI RSP	11,60	0,00162
MARZOTTO RSP	11,90	0,00167
MERLONI RSP	35,30	0,00494
MILANO RSP	70,40	0,00986
MONDADORI EDITORE RSP	20,70	0,00290
MONTEDISON RSP	385,50	0,05398
MONTEFIBRE RSP	25,10	0,00351
NECCHI RSP	0,40	0,00006
OLIVETTI RSP	187,80	0,02630
PIRELLI & C RSP	56,40	0,00790
PIRELLI SPA RSP	158,10	0,02214
PREMUDA RSP	0,30	0,00004
RAS RSP	64,90	0,00909
RECORDATI RSP	48,10	0,00674
RENO DE MEDICI RSP	21,40	0,00300
RINASCENTE RSP	203,80	0,02854
RISANAMENTO NAPOLI RSP	26,20	0,00367
SAES GETTERS RSP	51,00	0,00714
SAI RSP	369,70	0,05177
SAIAG RSP	29,40	0,00412
SEAT PAGINE GIALLE RSP	3.053,00	0,42750
SMI METALLI RSP	31,90	0,00447
SNIA RSP	60,70	0,00850
SOPAF RSP	21,10	0,00295
STEFANEL RSP	2,80	0,00039
TELECOM ITALIA RSP	13.115,90	1,83658
TERME ACQUI RSP	7,70	0,00108
TIM RSP	7.286,40	1,02029
TORO RSP	545,80	0,07643
UNICREDITO ITALIANO RSP	71,40	0,01000
ZUCCHI RSP	14,70	0,00206
TOTALE	33.270,00	4,65871

2000

Capitalizzazione totale azioni quotate	**790.277,10**
Capitalizzazione azioni risparmio quotate	**27.538,30**
Azioni risparmio/Totale azioni quotate	**3,48%**

Azione di Risparmio	Capitalizzazioni	
	milioni di euro	% TOT
ACQUEDOTTO DE FERRARI RSP	52,60	0,00666
AEDES RSP	18,10	0,00229
ALLEANZA RSP	1.348,60	0,17065
BANCA COMMERCIALE ITALIANA RS	74,40	0,00941
BANCA INTESA RSP	2.439,20	0,30865
BANCA NAZ LAVORO RSP	66,30	0,00839
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	25,80	0,00326
BANCO DI NAPOLI RSP	154,70	0,01958
BANCO DI SARDEGNA RSP	98,70	0,01249
BONAPARTE RSP	8,10	0,00102
BUZZI UNICEM RSP	275,90	0,03491
CALTAGIRONE RSP	4,60	0,00058
COFIDE RSP	179,50	0,02271
DANIELI & C RSP	99,20	0,01255
FALCK RSP	1,10	0,00014
FIAT RSP	1.210,60	0,15319
GEMINA RSP	7,10	0,00090
GIM RSP	19,20	0,00243
HDP RSP	119,40	0,01511
IFIL RSP	950,20	0,12024
IMPREGILO RSP	10,80	0,00137
INTEK RSP	21,90	0,00277
ITALCEMENTI RSP	435,70	0,05513
ITALMOBILIARE RSP	269,20	0,03406
JOLLY HOTEL RSP	0,30	0,00004
LA FONDIARIA RSP	64,40	0,00815
LINIFICIO RSP	9,30	0,00118
MARZOTTO RSP	19,90	0,00252
MERLONI RSP	49,90	0,00631
MILANO RSP	109,10	0,01381
MONDADORI EDITORE RSP	2,40	0,00030
MONTEDISON RSP	261,90	0,03314
MONTEFIBRE RSP	27,10	0,00343
NECCHI RSP	0,60	0,00008
PIRELLI & C RSP	118,10	0,01494
PIRELLI SPA RSP	303,60	0,03842
PREMUDA RSP	0,40	0,00005
RAS RSP	122,40	0,01549
RECORDATI RSP	186,10	0,02355
RINASCENTE RSP	411,20	0,05203
RISANAMENTO NAPOLI RSP	5,50	0,00070
SAES GETTERS RSP	90,80	0,01149
SAI RSP	341,50	0,04321
SAIAG RSP	29,90	0,00378
SEAT PAGINE GIALLE RSP	1.993,50	0,25225
SMI METALLI RSP	36,80	0,00466
SNIA RSP	29,20	0,00369
SOPAF RSP	20,30	0,00257
STEFANEL RSP	2,40	0,00030
TELECOM ITALIA RSP	13.824,20	1,74929
TERME ACQUI RSP	11,70	0,00148
TIM RSP	614,50	0,07776
TORO RSP	848,90	0,10742
UNICREDITO ITALIANO RSP	96,40	0,01220
ZUCCHI RSP	15,10	0,00191
TOTALE	27.538,30	3,48464

Fonte: Borsa Italiana

2001

Capitalizzazione totale azioni quotate	**592.319,10**
Capitalizzazione azioni risparmio quotate	**21.083,70**
Azioni risparmio/Totale azioni quotate	**3,56%**

Azione di Risparmio	Capitalizzazioni	
	milioni di euro	% TOT
ACQUEDOTTO DE FERRARI RSP	45,20	0,01000
AEDES RSP	12,80	0,00216
ALLEANZA RSP	1.610,40	0,27188
BANCA NAZ LAVORO RSP	50,50	0,00853
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	24,90	0,00420
BANCO DI NAPOLI RSP	155,60	0,02627
BANCO DI SARDEGNA RSP	57,60	0,00972
BONAPARTE RSP	5,90	0,00100
BUZZI UNICEM RSP	72,50	0,01224
CALTAGIRONE RSP	3,90	0,00066
COFIDE RSP	73,90	0,01248
DANIELI & C RSP	71,50	0,01207
FIAT RSP	915,70	0,15460
GEMINA RSP	5,00	0,00084
GIM RSP	16,50	0,00279
HDP RSP	62,90	0,01062
IFIL RSP	732,30	0,12363
IMPREGILO RSP	9,70	0,00164
INTEK RSP	16,00	0,00270
INTESABCI RSP	1.677,10	0,28314
ITALCEMENTI RSP	453,10	0,07650
ITALMOBILIARE RSP	301,50	0,05090
JOLLY HOTEL RSP	0,30	0,00005
LA FONDIARIA RSP	63,80	0,01077
LINIFICIO RSP	7,00	0,00118
MARZOTTO RSP	18,80	0,00317
MERLONI RSP	10,60	0,00179
MILANO RSP	96,60	0,01631
MONDADORI EDITORE RSP	1,40	0,00024
MONTEDISON RSP	341,80	0,05771
MONTEFIBRE RSP	16,50	0,00279
NECCHI RSP	0,60	0,00010
PININFARINA RSP	1,20	0,00020
PIRELLI & C RSP	88,80	0,01499
PIRELLI SPA RSP	159,40	0,02691
PREMUDA RSP	0,30	0,00005
RAS RSP	105,40	0,01779
RINASCENTE RSP	347,10	0,05860
SAES GETTERS RSP	78,80	0,01330
SAI RSP	289,70	0,04891
SAIAG RSP	23,90	0,00403
SEAT PAGINE GIALLE RSP	125,80	0,02124
SMI METALLI RSP	30,30	0,00512
SNIA RSP	21,40	0,00361
SOPAF RSP	9,60	0,00162
STEFANEL RSP	0,30	0,00005
TELECOM ITALIA RSP	12.199,70	2,05965
TERME ACQUI RSP	12,30	0,00208
TIM RSP	565,50	0,09547
UNICREDITO ITALIANO RSP	77,60	0,01310
ZUCCHI RSP	14,70	0,00248
TOTALE	21.083,70	3,56189

2002

Capitalizzazione totale azioni quotate	**447.075,41**
Capitalizzazione azioni risparmio quotate	**15.602,28**
Azioni risparmio/Totale azioni quotate	**3,49%**

Azione di Risparmio	Capitalizzazioni	
	milioni di euro	% TOT
ACQUEDOTTO DE FERRARI RSP	41,95	0,00938
AEDES RSP	11,86	0,00265
BANCA CARIGE RSP	310,82	0,06952
BANCA NAZ LAVORO RSP	24,34	0,00544
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	26,48	0,00592
BANCO DI NAPOLI RSP	132,30	0,02959
BANCO DI SARDEGNA RSP	46,05	0,01030
BUZZI UNICEM RSP	77,60	0,01736
CALTAGIRONE RSP	3,87	0,00087
DANIELI & C RSP	51,26	0,01147
EDISON RSP	112,47	0,02516
FIAT RSP	334,28	0,07477
GEMINA RSP	3,91	0,00087
GIM RSP	13,80	0,00309
HDP RSP	37,39	0,00836
IFIL RSP	444,19	0,09935
IMPREGILO RSP	6,93	0,00155
INTEK RSP	15,53	0,00347
INTESABCI RSP	1.381,95	0,30911
ITALCEMENTI RSP	550,98	0,12324
ITALMOBILIARE RSP	338,63	0,07574
LA FONDIARIA RSP	24,44	0,00547
LINIFICIO RSP	5,47	0,00122
MARZOTTO RSP	12,82	0,00287
MERLONI RSP	17,00	0,00380
MILANO RSP	60,47	0,01353
MONDADORI EDITORE RSP	1,35	0,00030
MONTEFIBRE RSP	16,30	0,00365
PININFARINA RSP	1,29	0,00029
PIRELLI & C RSP	42,51	0,00951
PIRELLI SPA RSP	78,16	0,01748
RAS RSP	134,57	0,03010
RINASCENTE RSP	422,43	0,09449
SAES GETTERS RSP	49,93	0,01117
SAI RSP	161,50	0,03612
SAIAG RSP	20,76	0,00464
SEAT PAGINE GIALLE RSP	97,56	0,02182
SMI METALLI RSP	25,26	0,00565
SOPAF RSP	11,76	0,00263
STEFANEL RSP	0,23	0,00005
TELECOM ITALIA RSP	9.820,08	2,19652
TERME ACQUI RSP	13,43	0,00300
TIM RSP	529,07	0,11834
UNICREDITO ITALIANO RSP	75,93	0,01698
ZUCCHI RSP	13,37	0,00299
TOTALE	15.602,28	3,48985

2003

Capitalizzazione totale azioni quotate	**474.553,52**
Capitalizzazione azioni risparmio quotate	**15.805,73**
Azioni risparmio/Totale azioni quotate	**3,33%**

Azione di Risparmio	Capitalizzazioni milioni di euro	% TOT
ACQUEDOTTO DE FERRARI RSP	54,21	0,01142
BANCA CARIGE RSP	499,87	0,10533
BANCA INTESA RSP	2.132,61	0,44939
BANCA NAZ LAVORO RSP	38,60	0,00813
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	34,51	0,00727
BANCO DI SARDEGNA RSP	88,62	0,01867
BUZZI UNICEM RSP	243,38	0,05129
CALTAGIRONE RSP	4,85	0,00102
DANIELI & C RSP	72,68	0,01532
EDISON RSP	145,76	0,03072
FIAT RSP	316,21	0,06663
FONDIARIA - SAI RSP	372,23	0,07844
GEMINA RSP	3,76	0,00079
GIM RSP	13,24	0,00279
IFIL RSP	89,08	0,01877
IMPREGILO RSP	9,80	0,00207
INTEK RSP	22,86	0,00482
ITALCEMENTI RSP	633,75	0,13355
ITALMOBILIARE RSP	406,62	0,08568
MARZOTTO RSP	16,25	0,00342
MERLONI RSP	29,33	0,00618
MILANO RSP	86,81	0,01829
MONTEFIBRE RSP	13,85	0,00292
PININFARINA RSP	1,42	0,00030
PIRELLI & C RSP	99,28	0,02092
RAS RSP	18,20	0,00384
RCS MEDIAGROUP RSP	56,09	0,01182
SAES GETTERS RSP	56,61	0,01193
SEAT PAGINE GIALLE RSP	97,39	0,02052
SMI METALLI RSP	21,46	0,00452
SOPAF RSP	10,05	0,00212
STEFANEL RSP	0,20	0,00004
TELECOM ITALIA RSP	9.429,96	1,98712
TELECOM ITALIA MEDIA RSP	17,19	0,00362
TIM RSP	563,80	0,11881
UNICREDITO ITALIANO RSP	91,49	0,01928
ZUCCHI RSP	13,71	0,00289
TOTALE	15.805,73	3,33065

2004

Capitalizzazione totale azioni quotate	**568.900,79**
Capitalizzazione azioni risparmio quotate	**22.259,78**
Azioni risparmio/Totale azioni quotate	**3,91%**

Azione di Risparmio	Capitalizzazioni milioni di euro	% TOT
ACQUEDOTTO DE FERRARI RSP	62,51	0,01099
BANCA CARIGE RSP	515,06	0,09054
BANCA INTESA RSP	2.931,75	0,51534
BANCA NAZ LAVORO RSP	43,31	0,00761
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	67,82	0,01192
BANCO DI SARDEGNA RSP	95,12	0,01672
BUZZI UNICEM RSP	303,72	0,05339
CALTAGIRONE RSP	5,29	0,00093
DANIELI & C RSP	125,68	0,02209
EDISON RSP	168,99	0,02970
FIAT RSP	339,07	0,05960
FONDIARIA - SAI RSP	580,23	0,10199
GEMINA RSP	3,99	0,00070
GIM RSP	13,06	0,00230
IFIL RSP	119,40	0,02099
IMPREGILO RSP	8,13	0,00143
ITALCEMENTI RSP	887,21	0,15595
ITALMOBILIARE RSP	614,01	0,10793
MARZOTTO RSP	31,40	0,00552
MERLONI RSP	30,79	0,00541
MILANO RSP	130,80	0,02299
MONTEFIBRE RSP	8,82	0,00155
PIRELLI & C RSP	128,28	0,02255
RAS RSP	23,09	0,00406
RCS MEDIAGROUP RSP	100,32	0,01763
SAES GETTERS RSP	112,80	0,01983
SEAT PAGINE GIALLE RSP	45,01	0,00791
SMI METALLI RSP	25,50	0,00448
SOPAF RSP	6,04	0,00106
STEFANEL RSP	0,16	0,00003
TELECOM ITALIA RSP	13.858,05	2,43593
TELECOM ITALIA MEDIA RSP	16,37	0,00288
TIM RSP	751,08	0,13202
UNICREDITO ITALIANO RSP	93,53	0,01644
ZUCCHI RSP	13,39	0,00235
TOTALE	22.259,78	3,91277

2005

Capitalizzazione totale azioni quotate	**669.302,24**
Capitalizzazione azioni risparmio quotate	**22.618,83**
Azioni risparmio/Totale azioni quotate	**3,38%**

Azione di Risparmio	Capitalizzazioni	
	milioni di euro	% TOT
ACQUEDOTTO DE FERRARI RSP	66,31	0,00991
BANCA CARIGE RSP	711,91	0,10637
BANCA INTESA RSP	3.906,20	0,58362
BANCA NAZ LAVORO RSP	57,21	0,00855
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	78,63	0,01175
BANCO DI SARDEGNA RSP	113,73	0,01699
BUZZI UNICEM RSP	372,18	0,05561
CALTAGIRONE RSP	6,37	0,00095
DANIELI & C RSP	191,49	0,02861
EDISON RSP	205,92	0,03077
FIAT RSP	524,07	0,07830
FONDIARIA - SAI RSP	885,64	0,13232
GEMINA RSP	6,58	0,00098
GIM RSP	11,06	0,00165
IFIL RSP	141,12	0,02108
IMPREGILO RSP	5,22	0,00078
INDESIT COMPANY RSP	4,64	0,00069
ITALCEMENTI RSP	1.122,84	0,16776
ITALMOBILIARE RSP	726,29	0,10851
MARZOTTO RSP	10,03	0,00150
MILANO RSP	174,79	0,02612
MONTEFIBRE RSP	8,97	0,00134
PIRELLI & C RSP	113,01	0,01688
RAS RSP	71,01	0,01061
RCS MEDIAGROUP RSP	88,43	0,01321
SAES GETTERS RSP	120,40	0,01799
SEAT PAGINE GIALLE RSP	43,27	0,00646
SMI METALLI RSP	21,23	0,00317
STEFANEL RSP	0,39	0,00006
TELECOM ITALIA RSP	12.666,91	1,89255
TELECOM ITALIA MEDIA RSP	22,87	0,00342
UNICREDITO ITALIANO RSP	130,28	0,01947
ZUCCHI RSP	9,83	0,00147
TOTALE	22.618,83	3,37946

2006

Capitalizzazione totale azioni quotate	**768.170,61**
Capitalizzazione azioni risparmio quotate	**24.673,19**
Azioni risparmio/Totale azioni quotate	**3,21%**

Azione di Risparmio	Capitalizzazioni	
	milioni di euro	% TOT
BANCA CARIGE RSP	715,59	0,09316
BANCA INTESA RSP	5.124,04	0,66704
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	93,72	0,01220
BANCO DI SARDEGNA RSP	125,68	0,01636
BUZZI UNICEM RSP	591,39	0,07699
CALTAGIRONE RSP	7,19	0,00094
DANIELI & C RSP	376,07	0,04896
EDISON RSP	250,27	0,03258
FIAT RSP	1.096,08	0,14269
FONDIARIA SAI RSP	1.168,50	0,15211
GEMINA RSP	11,29	0,00147
GIM RSP	15,29	0,00199
IFIL RSP	211,96	0,02759
IMPREGILO RSP	10,28	0,00134
INDESIT COMPANY RSP	6,44	0,00084
ITALCEMENTI RSP	1.398,02	0,18199
ITALMOBILIARE RSP	1.066,39	0,13882
KME GROUP RSP	32,06	0,00417
MARZOTTO RSP	8,38	0,00109
MILANO ASSICURAZIONI RSP	188,37	0,02452
MONTEFIBRE RSP	12,05	0,00157
PIRELLI & C RSP	96,59	0,01257
RCS MEDIAGROUP RSP	93,60	0,01218
SAES GETTERS RSP	173,53	0,02259
SEAT PAGINE GIALLE RSP	50,77	0,00661
STEFANEL RSP	0,42	0,00005
TELECOM ITALIA RSP	11.576,18	1,50698
TELECOM ITALIA MEDIA RSP	18,77	0,00244
UNICREDITO ITALIANO RSP	142,18	0,01851
ZUCCHI RSP	12,09	0,00157
TOTALE	24.673,19	3,21194

2007

Capitalizzazione totale azioni quotate	**722.871,96**
Capitalizzazione azioni risparmio quotate	**21.430,97**
Azioni risparmio/Totale azioni quotate	**2,96%**

Azione di Risparmio	Capitalizzazioni	
	milioni di euro	% TOT
BANCA CARIGE RSP	607,40	0,08403
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	91,60	0,01267
BANCO DI SARDEGNA RSP	109,75	0,01518
BUZZI UNICEM RSP	513,50	0,07104
DANIELI & C RSP	653,92	0,09046
EDISON RSP	221,41	0,03063
FIAT RSP	1.153,62	0,15959
FONDIARIA SAI RSP	832,60	0,11518
GEMINA RSP	4,18	0,00058
IFIL RSP	215,40	0,02980
IMPREGILO RSP	15,25	0,00211
INDESIT COMPANY RSP	6,65	0,00092
INTEK RSP	15,38	0,00213
INTESA SAN PAOLO RSP	4.637,28	0,64151
ITALCEMENTI RSP	1.136,87	0,15727
ITALMOBILIARE RSP	786,60	0,10882
KME GROUP RSP	29,29	0,00405
MILANO ASSICURAZIONI RSP	163,32	0,02259
MONTEFIBRE RSP	14,72	0,00204
PIRELLI & C RSP	104,64	0,01448
RCS MEDIAGROUP RSP	66,98	0,00927
SAES GETTERS RSP	130,04	0,01799
SEAT PAGINE GIALLE RSP	36,56	0,00506
STEFANEL RSP	0,49	0,00007
TELECOM ITALIA RSP	9.732,18	1,34632
TELECOM ITALIA MEDIA RSP	12,18	0,00168
UNICREDITO ITALIANO RSP	127,16	0,01759
ZUCCHI RSP	12,00	0,00166
TOTALE	21.430,97	2,96470

2008

Capitalizzazione totale azioni quotate	**368.163,39**
Capitalizzazione azioni risparmio quotate	**9.202,67**
Azioni risparmio/Totale azioni quotate	**2,50%**

Azione di Risparmio	Capitalizzazioni	
	milioni di euro	% TOT
BANCA CARIGE RSP	353,23	0,09594
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	55,81	0,01516
BANCO DI SARDEGNA RSP	52,85	0,01436
BUZZI UNICEM RSP	263,24	0,07150
DANIELI & C RSP	178,35	0,04844
EDISON RSP	128,54	0,03491
FIAT RSP	243,85	0,06623
FONDIARIA SAI RSP	345,49	0,09384
GEMINA RSP	2,30	0,00062
IFIL RSP	62,01	0,01684
IMPREGILO RSP	10,80	0,00293
INDESIT COMPANY RSP	2,26	0,00061
INTEK RSP	10,63	0,00289
INTESA SAN PAOLO RSP	1.663,86	0,45194
ITALCEMENTI RSP	520,92	0,14149
ITALMOBILIARE RSP	323,03	0,08774
KME GROUP RSP	14,16	0,00385
MILANO ASSICURAZIONI RSP	69,15	0,01878
MONTEFIBRE RSP	6,32	0,00172
PIRELLI & C RSP	35,85	0,00974
RCS MEDIAGROUP RSP	21,40	0,00581
SAES GETTERS RSP	38,30	0,01040
SEAT PAGINE GIALLE RSP	7,97	0,00216
STEFANEL RSP	0,28	0,00008
TELECOM ITALIA RSP	4.733,25	1,28564
TELECOM ITALIA MEDIA RSP	4,86	0,00132
UNICREDIT RSP	47,11	0,01280
ZUCCHI RSP	6,85	0,00186
TOTALE	9.202,67	2,49962

2009

Capitalizzazione totale azioni quotate	**457.126,23**
Capitalizzazione azioni risparmio quotate	**10.453,16**
Azioni risparmio/Totale azioni quotate	**2,29%**

Azione di Risparmio	Capitalizzazioni	
	milioni di euro	% TOT
BANCA CARIGE RSP	510,73	0,11173
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	53,30	0,01166
BANCO DI SARDEGNA RSP	68,73	0,01504
BORGOSESIA RSP	1,22	0,00027
BUZZI UNICEM RSP	295,93	0,06474
DANIELI & C RSP	370,08	0,08096
EDISON RSP	142,89	0,03126
EXOR RSP	91,48	0,02001
FIAT RSP	502,91	0,11002
FONDIARIA SAI RSP	336,67	0,07365
GEMINA RSP	6,31	0,00138
IMPREGILO RSP	13,80	0,00302
INDESIT COMPANY RSP	3,90	0,00085
INTEK RSP	9,22	0,00202
INTESA SAN PAOLO RSP	2.188,26	0,47870
ITALCEMENTI RSP	536,48	0,11736
ITALMOBILIARE RSP	361,29	0,07904
KME GROUP RSP	16,10	0,00352
MILANO ASSICURAZIONI RSP	68,27	0,01493
MONTEFIBRE RSP	7,12	0,00156
PIRELLI & C RSP	60,69	0,01328
RCS MEDIAGROUP RSP	22,75	0,00498
SAES GETTERS RSP	40,13	0,00878
SEAT PAGINE GIALLE RSP	0,75	0,00016
STEFANEL RSP	0,31	0,00007
TELECOM ITALIA RSP	4.666,41	1,02081
TELECOM ITALIA MEDIA RSP	5,72	0,00125
UNICREDIT RSP	69,72	0,01525
ZUCCHI RSP	1,99	0,00044
TOTALE	10.453,16	2,28671

2010

Capitalizzazione totale azioni quotate	**425.098,87**
Capitalizzazione azioni risparmio quotate	**10.187,90**
Azioni risparmio/Totale azioni quotate	**2,40%**

Azione di Risparmio	Capitalizzazioni	
	milioni di euro	% TOT
BANCA CARIGE RSP	483,55	0,11375
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	48,34	0,01137
BANCO DI SARDEGNA RSP	62,07	0,01460
BORGOSESIA RSP	1,23	0,00029
BUZZI UNICEM RSP	218,39	0,05137
DANIELI & C RSP	524,85	0,12347
EDISON RSP	135,77	0,03194
EXOR RSP	166,63	0,03920
FIAT RSP	863,40	0,20311
FONDIARIA SAI RSP	168,79	0,03971
GEMINA RSP	3,46	0,00081
IMPREGILO RSP	12,53	0,00295
INDESIT COMPANY RSP	3,62	0,00085
INTEK RSP	3,98	0,00094
INTESA SAN PAOLO RSP	1.669,26	0,39268
ITALCEMENTI RSP	374,41	0,08808
ITALMOBILIARE RSP	289,84	0,06818
KME GROUP RSP	25,38	0,00597
MILANO ASSICURAZIONI RSP	40,73	0,00958
MONTEFIBRE RSP	7,62	0,00179
PIRELLI & C RSP	68,80	0,01618
RCS MEDIAGROUP RSP	21,51	0,00506
SAES GETTERS RSP	37,01	0,00871
SEAT PAGINE GIALLE RSP	0,56	0,00013
STEFANEL RSP	0,33	0,00008
TELECOM ITALIA RSP	4.906,21	1,15413
TELECOM ITALIA MEDIA RSP	1,77	0,00042
UNICREDIT RSP	46,15	0,01086
ZUCCHI RSP	1,71	0,00040
TOTALE	10.187,90	2,39660

2011

Capitalizzazione totale azioni quotate	**332.373,58**
Capitalizzazione azioni risparmio quotate	**7.055,67**
Azioni risparmio/Totale azioni quotate	**2,12%**

Azione di Risparmio	Capitalizzazioni milioni di euro	% TOT
BANCA CARIGE RSP	4,95	0,00149
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	29,34	0,00883
BANCO DI SARDEGNA RSP	52,96	0,01593
BORGOSESIA RSP	1,18	0,00036
BUZZI UNICEM RSP	137,36	0,04133
DANIELI & C RSP	332,35	0,09999
EDISON RSP	88,39	0,02659
EXOR RSP	118,15	0,03555
FIAT RSP	256,44	0,07715
FIAT INDUSTRIAL RSP	377,89	0,11369
FONDIARIA SAI RSP	43,48	0,01308
GEMINA RSP	3,07	0,00092
IMPREGILO RSP	11,90	0,00358
INDESIT COMPANY RSP	1,94	0,00058
INTEK RSP	4,04	0,00122
INTESA SAN PAOLO RSP	900,27	0,27086
ITALCEMENTI RSP	203,21	0,06114
ITALMOBILIARE RSP	156,63	0,04712
KME GROUP RSP	20,93	0,00630
MILANO ASSICURAZIONI RSP	19,10	0,00575
MONTEFIBRE RSP	5,04	0,00152
PIRELLI & C RSP	54,17	0,01630
RCS MEDIAGROUP RSP	14,29	0,00430
SAES GETTERS RSP	29,42	0,00885
SEAT PAGINE GIALLE RSP	0,69	0,00021
STEFANEL RSP	0,33	0,00010
TELECOM ITALIA RSP	4.165,15	1,25315
TELECOM ITALIA MEDIA RSP	0,95	0,00029
UNICREDIT RSP	21,25	0,00639
ZUCCHI RSP	0,80	0,00024
TOTALE	7.055,67	2,12281

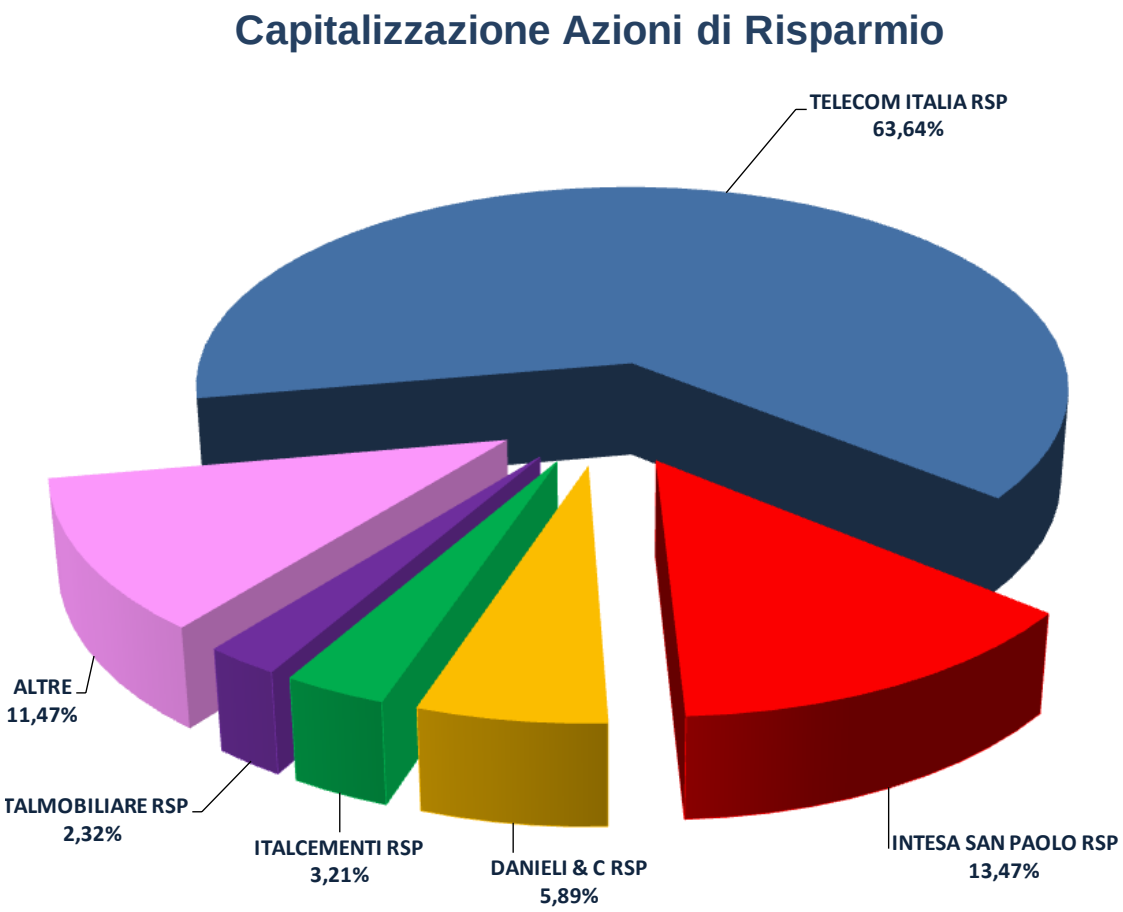
2012*

Capitalizzazione totale azioni quotate	**327.137,21**
Capitalizzazione azioni risparmio quotate	**6.019,86**
Azioni risparmio/Totale azioni quotate	**1,84%**

Azione di Risparmio	Capitalizzazioni milioni di euro	% TOT
BANCA CARIGE RSP	2,47	0,00076
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	23,98	0,00733
BANCO DI SARDEGNA RSP	47,48	0,01451
BORGOSESIA RSP	1,20	0,00037
BUZZI UNICEM RSP	143,90	0,04399
DANIELI & C RSP	354,55	0,10838
EDISON RSP	81,85	0,02502
EXOR RSP	125,61	0,03840
FONDIARIA SAI RSP	62,20	0,01901
GEMINA RSP	2,50	0,00076
IMPREGILO RSP	24,86	0,00760
INDESIT COMPANY RSP	1,54	0,00047
INTEK RSP	3,84	0,00117
INTESA SAN PAOLO RSP	810,67	0,24781
ITALCEMENTI RSP	193,05	0,05901
ITALMOBILIARE RSP	139,79	0,04273
KME GROUP RSP	12,49	0,00382
MILANO ASSICURAZIONI RSP	26,44	0,00808
MONTEFIBRE RSP	4,55	0,00139
PIRELLI & C RSP	58,80	0,01797
RCS MEDIAGROUP RSP	10,19	0,00311
SAES GETTERS RSP	35,63	0,01089
SEAT PAGINE GIALLE RSP	0,61	0,00019
STEFANEL RSP	0,33	0,00010
TELECOM ITALIA RSP	3.831,04	1,17108
TELECOM ITALIA MEDIA RSP	1,26	0,00039
UNICREDIT RSP	18,36	0,00561
ZUCCHI RSP	0,67	0,00020
TOTALE	6.019,86	1,84016

* Capitalizzazione delle azioni di risparmio quotate in borsa al 29 giugno 2012

Grafico n. 10



Capitalizzazione delle azioni di risparmio quotate in borsa al 29 giugno 2012

Tabella n. 7

VARIAZIONE DEL CAPITALE NOMINALE DELLE SOCIETA' ITALIANE QUOTATE DAL 1° GENNAIO 1999 AL 30 GIUGNO 2012

(migliaia di euro)

Anno	1-I	AUMENTI								DIMINUZIONI					31-XII
		Nuove quotazioni (numero)	Aumenti a pagamento: con diritto d'opzione	Aumenti a pagamento: riservati a terzi	Aumenti gratuiti	Conferimenti	Fusioni	Conversione obbligazioni	Conversione azioni di altre categorie	Riduzione valore nominale	Annullamento azioni	Conversione in azioni di altre categorie	Fusioni	Cancellazioni dal listino	
TOTALE SOCIETA`: AZIONI DI RISPARMIO															
1999	149.699	2.092	—	—	—	—	—	—	—	11.620	—	—	—	—	141.101
2000	141.101	584	39.981	—	894	—	—	28	5.062	15.321	—	5.164	—	—	167.165
2001	167.165	—	10.329	2.582	568	—	—	5.715	1.144	40.779	—	8	—	—	146.716
2002	3.885.340	110.592	—	—	2.015	—	5.380	54.531	140.697	—	37	325.639	80.004	—	3.792.875
2003	3.792.875	8.164	221.098	—	2.724	136.082	3.246.818	578	—	—	15.941	302.795	1.179.062	60.173	5.850.368
2004	5.850.368	—	284	—	5.196	—	—	9.561	—	—	3.772	9.623	—	—	5.852.014
2005	5.852.014	2.493	531.594	—	371	—	126.610	29.318	—	—	183	21.256	7.924	—	6.513.037
2006	6.513.037	—	—	—	21.947	—	—	1.416	94.500	—	—	16.703	4.570	227	6.609.400
2007	6.609.400	—	—	—	148	—	11.920	1	—	30.996	—	178.842	13.662	—	6.397.969
2008	6.397.969	—	6.320	51	—	—	—	—	—	5.557	800	—	—	—	6.397.983
2009	6.397.983	1.092	—	—	1.266	—	9.169	—	—	—	—	—	37.383	—	6.372.127
2010	6.372.127	—	120.673	—	—	5.329	—	—	—	—	2.485	—	—	—	6.495.644
2.011	6.495.644	274.808	88.709	—	3.139	—	65	—	—	278.162	—	—	—	—	6.584.203
2.012	6.584.203	—	—	—	1.215	—	—	—	—	—	—	929.880	—	—	[1] 5.655.538

[1] *Dati riferiti al 30-VI-2012.*

Fonte: MEDIOBANCA - INDICI E DATI RELATIVI AD INVESTIMENTI IN TITOLI QUOTATI (2012)

Tabella n. 8

OPERAZIONI A PAGAMENTO ESEGUITE DALLE SOCIETA` ITALIANE QUOTATE DAL 1º GENNAIO 1999 AL 30 GIUGNO 2012

(migliaia di euro)

Anno	Aumenti di capitale con diritto di opzione positivo		Rimborsi spese su aumenti gratuiti	Totale	Aumenti di capitale con diritto di opzione nullo		Aumenti di capitale riservati a terzi		Totale
	Valore nominale	Sovrap-prezzo			Valore nominale	Sovrap-prezzo	Valore nominale	Sovrap-prezzo	
				(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(a+b+c+d+e)
TOTALE SOCIETA`: AZIONI DI RISPARMIO									
1999	—	—	—	—	—	—	1.153	654	1.807
2000	35.996	84.456	—	120.452	—	—	3.690	1.542	125.684
2001	8.709	—	—	8.709	—	—	228	454	9.391
2002	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2003	221.098	226.571	—	447.669	—	—	—	—	447.669
2004	284	1.325	—	1.609	—	—	—	—	1.609
2005	531.594	297.692	—	829.286	—	—	—	—	829.286
2006	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2007	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2008	6.320	7.829	—	14.149	—	—	51	1.040	15.240
2009	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2010	120.673	—	—	120.673	—	—	—	—	120.673
2011	88.709	15.392	—	104.101	—	—	—	—	104.101
2012	—	—	—	—	—	—	—	—	—

[1] *Dati riferiti al 30-VI-2012.*

Fonte: MEDIOBANCA - INDICI E DATI RELATIVI AD INVESTIMENTI IN TITOLI QUOTATI (2012)

Tabella n. 9

CARATTERISTICHE DELLE AZIONI DI RISPARMIO IN CIRCOLAZIONE AL 30 GIUGNO 2012

SOCIETA'	Data della 1ª emissione	Valore nominale	Privilegio sul dividendo						Quotazione al 30-VI-2012 in % del corrispondente titolo ordinario	Convertibilita` in titolo ordinario	
			Minimo garantito			Differenza rispetto ai titoli ordinari					
			% su val. nom.	centesimi di euro	% sul corso al 30-VI-2012	% su val. nom.	centesimi di euro	% sul corso al 30-VI-2012		Mese	Anno
ASSICURATIVE											
Fondiaria-SAI	VII-86	1,00	6,50	6,50	13,34	5,20	5,20	10,67	52,48		
Milano Assicurazioni.	II-81	[1] 0,52	5,00	2,60	10,07	3,00	1,56	6,04	96,31		
BANCARIE											
Banca Carige.	VII-02	[2] 1,00	—	—	—	[3] 25,00	—	—	142,49	dal 30-XI	2007
Banco di Desio e della Brianza	XII-98	0,52	[4] 7,00	3,64	2,00	[3] 20,00	—	—	102,75		
Banco di Sardegna	X-86	3,00	5,00	15,00	2,09	2,00	6,00	0,83	—		
Intesa Sanpaolo	V-81	0,52	5,00	2,60	2,99	2,00	1,04	1,20	80,77		
UniCredit	II-86	[1] 6,30	5,00	31,50	4,16	3,00	18,90	2,49	268,40	[5]	
INDUSTRIALI											
Borgosesia	X-75	1,20	5,00	6,00	4,48	2,00	2,40	1,79	203,25	[6]	
Buzzi Unicem	V-82	0,60	5,00	3,00	0,85	[7] 4,00	2,40	0,68	48,35	[8]	
Danieli & C	IX-86	1,00	5,16	5,16	0,59	2,07	2,07	0,24	54,51		
Edison	XII-02	1,00	[4] 5,00	5,00	6,76	3,00	3,00	4,05	83,40	[9]	
Exor	III-09	1,00	31,21	[10] 31,21	2,28	[10] 7,81	7,81	0,57	82,40		
Fiat	VI-86	3,50	6,20	21,70	4,02	[10] 3,10	10,85	2,01	72,19		
Fiat Industrial	I-11	1,50	6,20	9,30	1,92	[11] 3,10	4,65	0,96	54,60		
Gemina	VIII-81	[1] 1,00	5,00	5,00	7,52	2,00	2,00	3,01	110,17		
Impregilo.	VII-86	[1] 5,20	5,00	26,00	1,69	2,00	10,40	0,68	460,54		
Indesit Company	I-89	0,90	5,00	4,50	1,49	2,00	1,80	0,60	93,52		
Intek	III-07	[1] 0,26	27,85	7,24	10,73	7,97	2,07	3,07	191,60	[11]	
Iren (gia` Iride)	X-06	1,00	—	—	—	—	—	—	—	[12]	
Italcementi	VI-79	1,00	5,00	5,00	2,73	3,00	3,00	1,64	47,72		
Italmobiliare.	XII-85	2,60	5,00	13,00	1,52	3,00	7,80	0,91	69,69		
KME Group.	V-81	[2] 0,6049	—	7,24	25,32	—	2,07	7,24	95,62	[11]	
Montefibre	V-86	[2] 0,6291	—	5,00	28,57	—	2,00	11,43	316,46	[11]	
Pirelli & C.	IV-85	[1] 3,19	7,00	22,33	4,65	2,00	6,38	1,33	58,75		
Premuda [13]	IV-82	0,50	5,00	2,50	—	2,00	1,00	—	—		
RCS MediaGroup	III-97	1,00	5,00	5,00	14,41	2,00	2,00	5,76	67,41		
Reno De Medici [14]	XII-76	0,49	5,00	2,45	—	2,00	0,98	—	—	II/IX	dal 1983
SAES Getters	X-94	[2] 0,5542	25,00	13,86	2,87	3,00	1,66	0,34	70,75		
Saipem	I-86	1,00	5,00	5,00	0,15	3,00	3,00	0,09	95,03	dal II	[15] 1999
SEAT PG	XII-03	[1] 6,00	5,00	30,00	33,71	2,00	12,00	13,48	2.861,74	[11]	
Stefanel.	VI-96	[1] 50,00	7,50	375,00	2,24	3,00	150,00	0,90	92.746,40		
Telecom Italia.	IX-83	0,55	5,00	2,75	4,33	2,00	1,10	1,73	82,30	[5]	
Telecom Italia Media	IX-98	[1] 0,30	5,00	1,50	6,52	2,00	0,60	2,61	144,14	[5]	
Vincenzo Zucchi	XI-88	[2] 0,1249	—	3,00	15,46	—	3,00	15,46	265,75		

1) Importo fisso: le azioni sono prive di valore nominale. - 2) Valore proporzionale dell'azione al 30-VI-2012 rispetto al capitale: le azioni sono prive di valore nominale. - 3) Maggiorazione calcolata sul dividendo distribuito alle azioni ordinarie. - 4) Cumulabile nei quattro esercizi successivi. - 5) Convertibili in azioni ordinarie in caso di esclusione delle azioni ordinarie e delle azioni di risparmio dalla negoziazione. - 6) In caso di esclusione delle azioni ordinarie e/o delle azioni di risparmio dalla negoziazione, l'assemblea degli azionisti di risparmio potra`, entro dodici mesi dalla predetta esclusione, richiedere alla societa` la conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie; l'assemblea straordinaria della societa` dovra` essere convocata entro due mesi dalla richiesta e, se deliberera` in senso conforme, determinera` le modalita` della conversione. - 7) In caso di esclusione dalla negoziazione delle azioni ordinarie, il maggior dividendo rispetto alle azioni ordinarie spettante alle azioni di risparmio, sara` automaticamente incrementato al 4,5% del valore nominale. - 8) Convertibili in azioni privilegiate in caso di esclusione delle azioni di risparmio dalla negoziazione. - 9) Convertibili in azioni ordinarie tra l'1-I e il 31-III del sesto esercizio, qualora alle stesse azioni di risparmio non venga assegnato un dividendo per cinque esercizi consecutivi. - 10) In caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie e di risparmio, il dividendo spettante alle azioni di risparmio sara` incrementato al 32,15%, mentre il maggior dividendo rispetto alle azioni ordinarie verra` portato all'8,75%. - 11) Convertibili, alla pari, in azioni ordinarie o, in alternativa, in azioni privilegiate in caso di esclusione permanente e definitiva dalla negoziazione delle azioni ordinarie o di risparmio. - 12) Convertibili alla pari in azioni ordinarie qualora siano trasferite a qualunque titolo a soggetti terzi non collegati al Comune di Torino. - 13) Azioni di risparmio cancellate dal listino il 5-IX-2002. - 14) Azioni di risparmio cancellate dal listino il 23-V-2007. - 15) Convertibili, inoltre, alla pari in azioni ordinarie in caso di esclusione delle azioni ordinarie e delle azioni di risparmio dalla negoziazione.

Fonte: MEDIOBANCA - INDICI E DATI RELATIVI AD INVESTIMENTI IN TITOLI QUOTATI (2012)

Tabella n. 10

SCAMBI SOCIETA' QUOTATE ITALIANE

	Risparmio Quotate		Azioni Ordinarie Quotate	
	N. Contratti	Controvalore*	N. Contratti	Controvalore*
2002	1.328.823	20.859.941.837	37.100.431	623.184.265.739
2003	1.109.524	16.448.766.681	35.631.312	665.015.954.865
2004	1.157.219	23.279.401.548	34.198.656	732.591.664.972
2005	1.732.849	29.678.671.956	47.232.908	954.795.765.829
2006	1.912.969	31.686.464.318	52.526.998	1.145.649.951.490
2007	2.209.642	32.560.709.169	72.500.308	1.574.594.906.773
2008	2.029.698	18.447.652.081	69.293.601	1.029.130.812.008
2009	1.799.218	9.873.294.535	63.988.566	673.360.811.111
2010	1.667.989	11.196.259.026	62.292.920	748.192.799.222
2011	2.023.497	9.975.698.198	68.513.995	709.672.163.654
2012**	1.548.119	6.309.846.138	54.325.742	473.224.092.549

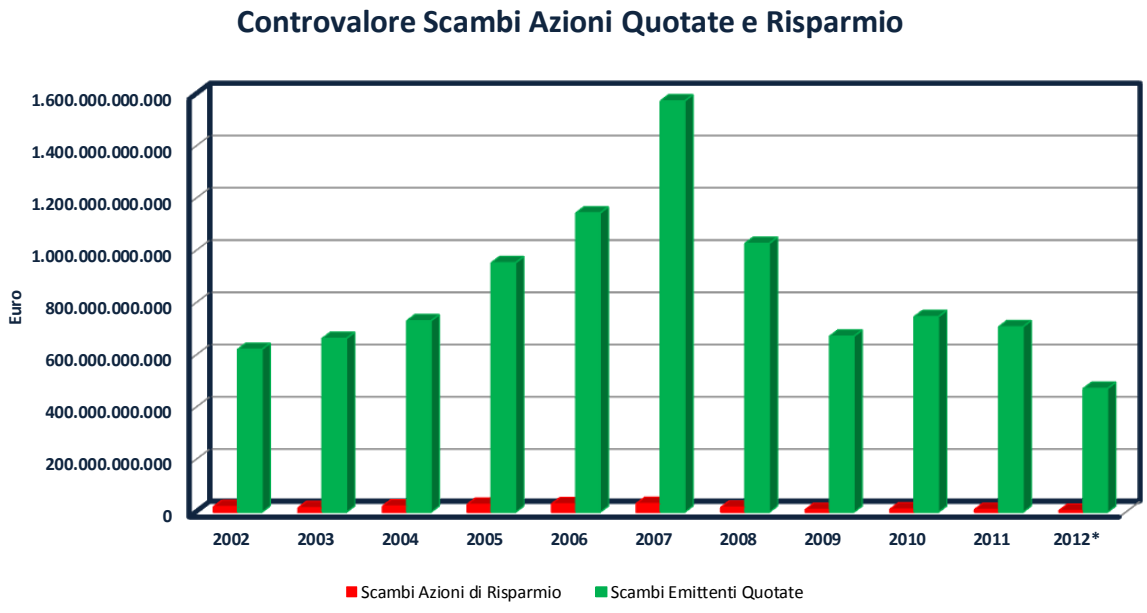
* in Euro

** dati riferiti a Novembre 2012

Fonte: Borsa Italiana

N.B.: I dati integrali sono riportati nella Tabella n. 11

Grafico n. 11



* Dati riferiti a Novembre 2012

Tabella n. 11

BORSA ITALIANA
SCAMBI DELLE AZIONI DI RISPARMIO QUOTATE NEL PERIODO GENNAIO - DICEMBRE 2002

AZIONI	ST	MERC/ SEGM	Contratti		QUANTITA' Azioni (rettific.)	CONTROVALORE			GIORNI CON SCAMBI IN % TOT.	RAPP. DI TURN. su base annua	PERFOR MANCE su base annua	VOLATI LITA' su base annua
						TOTALE		MEDIA GIORNAL.				
			TOTALE numero	MEDIA G. numero		euro	% TOT	euro				
SEGMENTO BLUE CHIP												
BANCA CARIGE RSP	NEG	BBC	151	9,44	130.589	288.972	0,00%	18.061	100,00%	1,46%	--	50,65%
BANCA NAZ LAVORO RSP	NEG	BBC	11.898	47,21	15.541.210	26.487.869	0,00%	105.111	100,00%	66,99%	-51,79%	38,51%
BUZZI UNICEM RSP	NEG	BBC	4.054	16,09	1.605.164	11.465.267	0,00%	45.497	89,68%	12,62%	5,18%	32,58%
EDISON RSP	NEG	BBC	418	23,22	293.608	323.907	0,00%	17.995	100,00%	3,72%	--	40,99%
FIAT RSP	NEG	BBC	67.924	269,54	42.164.342	343.712.441	0,06%	1.363.938	100,00%	52,76%	-62,66%	35,82%
HDP RSP	NEG	BBC	7.619	30,23	6.489.032	10.482.000	0,00%	41.595	100,00%	22,11%	-40,58%	37,82%
IFIL RSP	NEG	BBC	50.734	201,33	87.076.863	304.428.533	0,05%	1.208.050	100,00%	47,30%	-39,34%	29,75%
INTESABCI RSP	NEG	BBC	225.687	895,58	1.176.426.946	2.218.042.121	0,36%	8.801.754	100,00%	126,16%	-25,75%	43,02%
ITALCEMENTI RSP	NEG	BBC	68.651	272,42	85.693.483	436.835.829	0,07%	1.733.476	100,00%	81,28%	21,59%	20,28%
ITALMOBILIARE RSP	NEG	BBC	26.813	106,40	9.581.958	203.794.921	0,03%	808.710	100,00%	58,63%	12,32%	18,31%
LA FONDIARIA RSP	NEG	BBC	10.103	40,25	7.861.457	20.006.125	0,00%	79.706	99,20%	58,69%	-58,74%	48,16%
MERLONI RSP	NEG	BBC	14.547	57,73	4.973.203	33.206.383	0,01%	131.771	99,60%	198,70%	60,77%	40,32%
MILANO ASSICURAZIONI RSP	NEG	BBC	20.170	80,36	24.984.968	71.325.090	0,01%	284.164	100,00%	81,60%	-37,38%	24,97%
MONDADORI EDITORI RSP	NEG	BBC	2.991	11,87	237.477	3.990.539	0,00%	15.835	57,54%	156,84%	-0,37%	84,13%
PIRELLI & C RSP	NEG	BBC	6.509	25,83	7.011.568	14.771.609	0,00%	58.617	98,81%	20,37%	-52,11%	36,25%
PIRELLI SPA RSP	NEG	BBC	10.747	42,65	15.559.274	23.207.539	0,00%	92.093	100,00%	17,68%	-50,96%	33,07%
RAS RSP	NEG	BBC	13.487	53,52	10.553.687	138.364.683	0,02%	549.066	100,00%	109,54%	27,65%	36,40%
RINASCENTE RSP	NEG	BBC	9.334	37,04	18.900.953	70.151.222	0,01%	278.378	99,60%	18,38%	21,72%	40,53%
SAI RSP	NEG	BBC	34.763	138,50	22.398.788	170.840.180	0,03%	680.638	100,00%	61,81%	-44,28%	33,62%
SEAT PAGINE GIALLE RSP	NEG	BBC	32.009	127,02	81.460.624	45.600.302	0,01%	180.954	100,00%	43,40%	-22,44%	39,66%
TELECOM ITALIA RSP	NEG	BBC	513.503	2.037,71	2.881.421.153	15.651.801.883	2,51%	62.110.325	100,00%	140,34%	-17,32%	24,91%
TIM RSP	NEG	BBC	91.762	364,13	159.402.528	628.710.661	0,10%	2.494.884	100,00%	120,70%	-2,23%	21,66%
UNICREDITO ITALIANO RSP	NEG	BBC	11.387	45,19	11.417.335	43.759.680	0,01%	173.650	100,00%	52,60%	-2,21%	26,19%
TOTALE SEGMENTO BLUE CHIP			**1.235.261**	**4.933,26**	**4.671.186.210**	**20.471.597.756**		**81.274.268**				
MEDIA PER TITOLO GG			**53.707**	**214,49**	**203.095.053**	**890.069.468**		**3.533.664**		**67,55%**		**36,42%**
BORSA - SEGMENTO STAR												
AEDES ESP	NEG	BST	4.324	17,16	1.782.372	5.925.581	0,00%	23.514	97,62%	42,44%	-4,83%	28,32%
JOLLY HOTEL RSP	NEG	BST	734	4,53	57.000	932.370	0,00%	5.755	19,14%	197,91%	--	264,02%
SAES GETTERS RSP	NEG	BST	10.496	41,65	3.316.035	22.774.213	0,00%	90.374	100,00%	34,45%	-36,65%	31,60%
STEFANEL RSP	NEG	BST	399	1,58	105.116	324.309	0,00%	1.287	25,79%	105,38%	-17,59%	71,59%
TERME ACQUI ESP	NEG	BST	5.594	22,29	20.657.529	5.247.726	0,00%	20.907	96,41%	38,10%	8,77%	39,14%
TOTALE SEGMENTO STAR			**21.547**	**87,21**	**25.918.052**	**35.204.199**		**141.837**				
MEDIA PER TITOLO GG			**4.309**	**17,44**	**5.183.610**	**7.040.840**		**28.367**		**83,66%**		**86,93%**
BORSA - SEGMENTO ORDINARIO 1												
ACQUEDOTTO DE FERRARI RSP	NEG	B01	570	2,26	561.687	1.607.372	0,00%	6.378	67,86%	3,73%	-7,17%	40,91%
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	NEG	B01	1.320	5,24	1.163.269	2.341.275	0,00%	9.291	87,70%	8,81%	6,36%	35,06%
BANCO DI NAPOLI RSP	NEG	B01	3.956	15,76	55.985.719	71.539.530	0,01%	285.018	95,22%	43,89%	-14,98%	33,90%
BANCO DI SARDEGNA RSP	NEG	B01	7.343	29,14	3.003.420	25.397.210	0,00%	100.783	100,00%	45,51%	-20,04%	21,43%
CALTAGIRONE RSP	NEG	B01	675	2,68	140.280	643.089	0,00%	2.552	49,21%	15,42%	-1,16%	61,75%
DANIELI & C RSP	NEG	B01	8.566	33,99	10.500.888	17.098.269	0,00%	67.850	100,00%	25,98%	-28,28%	27,96%
GEMINA RSP	NEG	B01	989	3,92	728.107	853.196	0,00%	3.386	70,24%	19,35%	-21,57%	62,27%
GIM RSP	NEG	B01	507	2,01	1.217.924	1.467.870	0,00%	5.825	49,60%	8,91%	-16,32%	37,98%
IMPREGILO RSP	NEG	B01	1.750	6,94	5.125.892	2.989.142	0,00%	11.862	84,92%	31,73%	-28,36%	41,39%
INTEK RSP	NEG	B01	1.692	6,71	6.327.722	2.436.657	0,00%	9.669	80,16%	17,26%	1,98%	44,66%
LINIFICIO RSP	NEG	B01	832	3,30	931.343	970.792	0,00%	3.852	69,84%	14,86%	-22,42%	46,58%
MARZOTTO RSP	NEG	B01	3.483	13,82	1.834.082	12.908.707	0,00%	51.225	89,29%	73,57%	-31,84%	56,97%
MONTEFIBRE RSP	NEG	B01	1.562	6,20	3.674.847	2.502.794	0,00%	9.932	82,54%	14,13%	-1,10%	42,26%
PININFARINA RSP	NEG	B01	760	3,02	38.896	792.428	0,00%	3.145	48,02%	59,02%	4,04%	57,72%
SAIAG RSP	NEG	B01	1.803	7,15	1.121.541	2.489.050	0,00%	9.877	89,29%	11,51%	-13,23%	35,88%
SMI METALLI RSP	NEG	B01	2.871	11,39	14.689.601	7.604.612	0,00%	30.177	96,03%	25,67%	-16,64%	20,81%
SOPAF RSP	NEG	B01	5.771	22,90	21.095.644	5.489.499	0,00%	21.784	97,62%	51,87%	22,86%	46,48%
ZUCCHI RSP	NEG	B01	404	1,60	247.003	1.088.732	0,00%	4.320	49,60%	7,21%	-8,86%	49,71%
TOTALE SEGMENTO ORDINARIO 1			**44.854**	**178,03**	**128.387.865**	**160.220.224**		**636.926**				
MEDIA PER TITOLO GG			**2.492**	**9,89**	**7.132.659**	**8.901.124**		**35.385**		**26,58%**		**42,43%**
REVOCATI												
ALLEANZA RSP	REV	BBC	2.103	210,30	1.905.226	23.399.999	0,00%	2.340.000	100,00%	--	--	18,74%
BONAPARTE RSP	REV	B01	1.205	6,73	1.589.484	1.418.422	0,00%	7.924	81,01%	--	--	42,07%
COFIDE RSP	REV	B01	3.474	80,79	15.597.175	7.980.536	0,00%	185.594	100,00%	--	--	24,50%
EDISON RSP	REV	BBC	11.406	48,74	58.192.902	119.729.582	0,02%	511.665	97,86%	--	--	35,62%
NECCHI RSP	REV	B01	278	2,78	98.758	120.371	0,00%	1.204	56,00%	--	--	76,59%
PREMUDA RSP	REV	B01	347	2,61	140.353	233.222	0,00%	1.754	59,40%	--	--	66,10%
SNIA RSP	REV	BBC	7.592	31,77	19.489.784	39.406.891	0,01%	164.882	98,33%	--	--	36,11%
TOTALE BORSA			**1.328.067**	**5.582,22**	**4.922.505.809**	**20.859.311.202**		**85.266.054**				
MEDIA PER TITOLO GG			**25.058**	**105,32**	**92.877.468**	**393.571.909**		**1.608.793**		**53,27%**		**44,07%**
MERCATO RISTRETTO												
BORGOSESIA RSP		B02	756	3,00	257.199	630.635	0,22%	2.503	71,03%	28,27%	16,22%	81,89%
TOTALE MERCATO RISTRETTO			**756**	**3,00**	**257.199**	**630.635**		**2.503**				
MEDIA PER TITOLO GG			**756**	**3,00**	**257.199**	**630.635**		**2.503**		**28,27%**		**81,89%**
TOTALE GENERALE			**1.328.823**	**5.585,22**	**4.922.763.008**	**20.859.941.837**		**85.268.557**				
MEDIA PER TITOLO GG			**24.608**	**103,43**	**91.162.278**	**386.295.219**		**1.579.047**		**52,74%**		**44,77%**

BORSA ITALIANA
SCAMBI DELLE AZIONI DI RISPARMIO QUOTATE NEL PERIODO GENNAIO - DICEMBRE 2003

AZIONI	ST	MERC/ SEGM	Contratti		QUANTITA' Azioni (rettific.)	CONTROVALORE			GIORNI CON SCAMBI IN % TOT.	RAPP. DI TURN. su base annua	PERFOR MANCE su base annua	VOLATI LITA' su base annua
						TOTALE		MEDIA GIORNAL.				
			TOTALE numero	MEDIA G. numero		euro	% TOT	euro				
SEGMENTO BLUE CHIP												
BANCA CARIGE RSP	NEG	BBC	1.440	5,71	2.849.731	7.972.629	0,00%	31.637	80,56%	1,86%	52,29%	24,75%
BANCA INTESA RSP	NEG	BBC	140.312	556,79	858.946.746	1.634.874.721	0,25%	6.487.598	100,00%	92,11%	54,32%	29,52%
BANCA NAZ LAVORO RSP	NEG	BBC	11.698	46,42	19.335.491	28.054.613	0,00%	111.328	100,00%	83,35%	58,63%	25,93%
BUZZI UNICEM RSP	NEG	BBC	18.068	71,70	19.078.125	114.994.724	0,02%	456.328	96,83%	47,37%	-0,21%	25,63%
EDISON RSP	NEG	BBC	7.588	30,11	19.696.519	19.054.379	0,00%	75.613	99,60%	17,81%	40,27%	25,86%
FIAT RSP	NEG	BBC	53.035	210,46	46.346.046	176.430.821	0,03%	700.122	100,00%	58,00%	5,53%	32,48%
FONDIARIA - SAI RSP	NEG	BBC	41.170	163,37	30.159.851	213.301.572	0,03%	846.435	100,00%	72,17%	100,65%	23,96%
IFIL RSP	NEG	BBC	39.926	159,70	67.001.634	120.672.357	0,02%	482.689	100,00%	180,66%	11,74%	30,61%
ITALCEMENTI RSP	NEG	BBC	67.987	269,79	78.452.030	442.057.866	0,07%	1.754.198	100,00%	74,41%	15,02%	14,49%
ITALMOBILIARE RSP	NEG	BBC	19.824	78,67	5.984.314	134.460.726	0,02%	533.574	100,00%	36,62%	20,08%	13,25%
MERLONI RSP	NEG	BBC	8.326	33,04	2.570.150	22.776.922	0,00%	90.385	99,60%	102,69%	72,48%	24,28%
MILANO ASSICURAZIONI RSP	NEG	BBC	11.953	47,43	13.040.935	28.930.664	0,00%	114.804	100,00%	42,42%	43,57%	19,80%
PIRELLI & C RSP	NEG	BBC	10.575	42,30	89.885.136	54.312.765	0,01%	217.251	98,80%	67,23%	26,32%	21,36%
RAS RSP	NEG	BBC	1.384	5,49	837.192	11.500.923	0,00%	45.639	81,35%	62,48%	-2,77%	33,14%
RCS MEDIAGROUP RSP	NEG	BBC	9.812	38,94	16.077.173	27.179.193	0,00%	107.854	100,00%	54,78%	50,00%	26,90%
SEAT PAGINE GIALLE RSP	NEG	BBC	335	111,67	1.053.679	747.733	0,00%	249.244	100,00%	65,04%	--	16,72%
TELECOM ITALIA RSP	NEG	BBC	182.620	1.773,01	2.168.473.339	3.324.434.711	0,50%	32.276.065	100,00%	91,54%	--	16,43%
TELECOM ITALIA MEDIA RSP	NEG	BBC	22.455	89,82	76.643.580	33.675.750	0,00%	134.703	98,80%	149,68%	-35,94%	60,76%
TIM RSP	NEG	BBC	50.888	201,94	75.398.850	294.880.595	0,,04%	1.170.161	100,00%	57,09%	6,57%	13,13%
UNICREDITO ITALIANO RSP	NEG	BBC	11.170	44,33	10.790.403	40.971.899	0,01%	162.587	100,00%	49,71%	20,50%	17,52%
TOTALE SEGMENTO BLUE CHIP			**710.566**	**3.980,69**	**3.602.620.924**	**6.731.285.563**		**46.048.215**				
MEDIA PER TITOLO GG			**35.528**	**199,03**	**180.131.046**	**336.564.278**		**2.302.411**		**70,35%**		**24,83%**
BORSA - SEGMENTO STAR												
SAES GETTERS RSP	NEG	BST	6.142	24,37	2.540.417	13.928.692	0,00%	55.273	100,00%	26,39%	13,36%	23,97%
STEFANEL RSP	NEG	BST	47	0,19	8.112	17.578	0,00%	70	11,51%	8,13%	-10,87%	46,69%
TOTALE SEGMENTO STAR			**6.189**	**24,56**	**2.548.529**	**13.946.270**		**55.343**				
MEDIA PER TITOLO GG			**3.095**	**12,28**	**1.274.265**	**6.973.135**		**27.672**		**17,26%**		**35,33%**
BORSA - SEGMENTO ORDINARIO 1												
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	NEG	B01	4.304	17,08	4.618.845	11.121.604	0,00%	44.133	96,03%	34,99%	30,31%	27,77%
BANCO DI SARDEGNA RSP	NEG	B01	11.515	45,69	3.944.071	40.379.107	0,01%	160.235	100,00%	59,76%	92,46%	21,59%
CALTAGIRONE RSP	NEG	B01	431	1,71	106.192	546.918	0,00%	2.170	40,48%	11,67%	25,51%	55,52%
DANIELI & C RSP	NEG	B01	8.786	34,87	11.078.620	17.989.585	0,00%	71.387	100,00%	27,41%	41,80%	23,43%
GEMINA RSP	NEG	B01	529	2,10	453.237	424.465	0,00%	1.684	71,83%	12,05%	-3,85%	56,47%
GIM RSP	NEG	B01	717	2,85	1.331.465	1.320.192	0,00%	5.239	62,70%	9,75%	-4,05%	38,95%
IMPREGILO RSP	NEG	B01	3.747	14,87	11.656.787	6.256.573	0,00%	24.828	92,06%	72,16%	57,60%	37,55%
INTEK RSP	NEG	B01	1.943	7,71	7.381.063	3.826.494	0,00%	15.184	92,06%	20,13%	47,13%	26,69%
MARZOTTO RSP	NEG	B01	3.440	13,65	2.258.516	12.724.747	0,00%	50.495	95,24%	90,60%	26,82%	21,10%
MONTEFIBRE RSP	NEG	B01	1.083	4,30	2.156.420	1.238.182	0,00%	4.913	81,35%	8,29%	5,96%	35,77%
PININFARINA RSP	NEG	B01	237	0,94	14.885	291.303	0,00%	1.156	35,32%	22,58%	10,49%	60,27%
SMI METALLI RSP	NEG	B01	2.969	11,78	13.457.979	5.272.997	0,00%	20.925	95,24%	23,52%	-12,16%	25,68%
SOPAF RSP	NEG	B01	3.240	12,86	16.899.319	4.536.770	0,00%	18.003	95,24%	41,55%	-14,49%	31,60%
ZUCCHI RSP	NEG	B01	1.094	4,34	755.183	2.836.239	0,00%	11.255	56,75%	22,03%	2,56%	36,20%
TOTALE SEGMENTO ORDINARIO 1			**44.035**	**174,75**	**76.112.582**	**108.765.176**		**431.607**				
MEDIA PER TITOLO GG			**3.145**	**12,48**	**5.436.613**	**7.768.941**		**30.829**		**32,61%**		**35,61%**
BORSA - SEGMENTO ORDINARIO 2												
ACQUEDOTTO DE FERRARI RSP	NEG	B02	1.422	5,64	891.194	3.077.634	0,00%	12.213	80,56%	5,92%	29,23%	32,84%
TOTALE SEGMENTO ORDINARIO 2			**1.422**	**5,64**	**891.194**	**3.077.634**		**12.213**				
MEDIA PER TITOLO GG			**1.422**	**5,64**	**891.194**	**3.077.634**		**12.213**		**5,92%**		**32,84%**
REVOCATI												
AEDES RSP	REV	BST	1.325	13,25	434.673	1.330.089	0,00%	13.301	92,00%			33,60%
JOLLY HOTEL RSP	REV	BST	87	3,95	21.310	95.230	0,00%	4.329	13,64%			163,34%
LINIFICIO RSP	REV	B01	618	3,03	832.351	986.149	0,00%	4.834	72,06%			46,39%
MONDADORI EDITORE RSP	REV	BBC	36	0,27	4.753	35.425	0,00%	264	12,69%			111,30%
PIRELLI SPA RSP	REV	BBC	3.310	22,52	13.311.645	11.505.161	0,00%	78.266	100,00%			17,79%
RINASCENTE RSP	REV	BBC	265	5,89	611.989	2.522.446	0,00%	56.054	93,33%			10,91%
SAIAG RSP	REV	B01	1.441	6,27	3.114.398	7.917.719	0,00%	34.425	80,00%			38,28%
SEAT PAGINE GIALLE RSP	REV	BBC	19.468	194,68	68.770.621	50.671.452	0,01%	506.715	100,00%			30,22%
TELECOM ITALIA RSP	REV	BBC	320.147	2.177,87	2.178.144.168	9.515.963.566		64.734.446	100,00%			30,63%
TOTALE BORSA			**1.108.909**	**6.613,37**	**5.947.419.137**	**16.448.101.880**		**111.980.012**				
MEDIA PER TITOLO GG			**24.107**	**143,77**	**129.291.720**	**357.567.432**		**2.434.348**		**51,46%**		**34,37%**
MERCATO EXPANDI												
BORGOSESIA RSP	NEG		615	2,44	271.794	664.801	0,17%	2.638	68,25%	29,88%	6,84%	70,72%
TOTALE MERCATO EXPANDI			**615**	**2,44**	**271.794**	**664.801**		**2.638**				
MEDIA PER TITOLO GG				**2,44**				**2.638**				
TOTALE GENERALE			**1.109.524**	**6.615,81**	**5.947.690.931**	**16.448.766.681**		**111.982.650**				
MEDIA PER TITOLO GG			**23.607**	**140,76**	**126.546.616**	**349.973.759**		**2.382.610**		**50,89%**		**35,14%**

BORSA ITALIANA
SCAMBI DELLE AZIONI DI RISPARMIO QUOTATE NEL PERIODO GENNAIO - DICEMBRE 2004

AZIONI	ST	Contratti		QUANTITA' Azioni (rettific.)	CONTROVALORE				GIORNI CON SCAMBI IN % TOT.	RAPP. DI TURN. su base annua	PERFOR MANCE su base annua	VOLATI LITA' su base annua
					TOTALE			MEDIA GIORNAL.				
		TOTALE numero	MEDIA G. numero		euro	% MERC	% TOT	euro				
SEGMENTO BLUE CHIP												
BANCA CARIGE RSP	NEG	1.122	4,37	842.193	2.745.222	0,00%	0,00%	10.682	77,82%	0,54%	3,04%	21,38%
BANCA INTESA RSP	NEG	163.866	637,61	1.130.262.869	2.710.047.370	0,38%	0,37%	10.544.931	100,00%	118,85%	38,46%	21,88%
BANCA NAZ LAVORO RSP	NEG	13.945	54,26	26.127.470	41.541.578	0,01%	0,01%	161.640	100,00%	110,44%	19,90%	21,31%
BUZZI UNICEM RSP	NEG	31.072	120,90	39.594.779	261.594.332	0,04%	0,04%	1.017.877	100,00%	96,04%	28,82%	14,99%
EDISON RSP	NEG	7.321	28,49	12.387.609	17.482.306	0,00%	0,00%	68.025	99,22%	10,98%	15,93%	19,14%
FIAT RSP	NEG	33.556	130,57	27.585.180	111.805.866	0,02%	0,02%	435.042	100,00%	33,85%	7,23%	19,12%
FONDIARIA - SAI RSP	NEG	70.369	273,81	39.032.255	435.674.545	0,06%	0,06%	1.695.232	100,00%	91,51%	55,75%	16,08%
IFIL RSP	NEG	16.926	65,86	24.267.677	66.047.628	0,01%	0,01%	256.995	100,00%	63.65%	34,03%	18,47%
ITALCEMENTI RSP	NEG	65.698	255,63	66.635.474	469.295.705	0,07%	0,06%	1.826.053	100,00%	61,97%	39,99%	13,32%
ITALMOBILIARE RSP	NEG	24.951	97,09	6.414.401	182.005.702	0,03%	0,02%	708.193	100,00%	38,48%	51,00%	14,45%
MERLONI RSP	NEG	8.415	32,74	2.393.918	27.660.236	0,00%	0,00%	107.627	99,22%	93,79%	5,00%	21,59%
MILANO ASSICURAZIONI RSP	NEG	18.278	71,12	24.484.308	81.450.165	0,01%	0,01%	316.927	100,00%	78,10%	50,67%	14,09%
PIRELLI & C RSP	NEG	21.132	82,87	96.199.245	78.752.282	0,01%	0,01%	308.832	100,00%	70,54%	29,21%	15,60%
RAS RSP	NEG	2.754	10,72	489.646	7.585.632	0,00%	0,00%	29.516	92,61%	35,83%	26,89%	19,04%
RCS MEDIAGROUP RSP	NEG	20.170	78,48	29.193.690	73.011.844	0,01%	0,01%	284.093	100,00%	97,53%	80,38%	20,74%
SEAT PAGINE GIALLE RSP	NEG	30.966	120,49	173.020.833	60.899.961	0,01%	0,01%	236.965	100,00%	124,68%	-6,81%	22,25%
TELECOM ITALIA RSP	NEG	451.640	1.771,14	9.157.278.234	17.435.405.499	2,45%	2,38%	68.374.139	100,00%	156,14%	46,96%	16,76%
TELECOM ITALIA MEDIA RSP	NEG	7.712	30,01	18.844.542	4.702.494	0,00%	0,00%	18.298	100,00%	30,25%	-15,32%	31,82%
TIM RSP	NEG	67.876	266,18	159.832.508	798.926.778	0,11%	0,11%	3.133.046	100,00%	119,60%	33,22%	13,10%
UNICREDITO ITALIANO RSP	NEG	10.075	39,20	10.212.059	42.357.895	0,01%	0,01%	164.817	100,00%	46,13%	2,23%	9,85%
TOTALE SEGMENTO BLUE CHIP		**1.067.844**	**4.171,54**	**11.045.098.890**	**22.908.993.040**	**3,23%**	**3,13%**	**89.698.930**				
MEDIA PER TITOLO GG			**208,58**					**4.484.947**				**18,25%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**80,68**					**296.463**				**18,76%**
BORSA - SEGMENTO STAR												
SAES GETTERS RSP	NEG	22.395	87,48	12.661.692	112.854.395	0,00%	0,02%	440.837	100,00%	129,49%	99,27%	22,01%
STEFANEL RSP	NEG	39	0,15	18.634	37.197	0,00%	0,00%	145	9,73%	18,32%	-20,73%	121,28%
TOTALE SEGMENTO STAR		**22.434**	**87,63**	**12.680.326**	**112.891.592**	**0,00%**	**0,02%**	**440.982**				
MEDIA PER TITOLO GG			**43,82**					**220.491**				**71,65%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**82,87**					**220.491**				**71,65%**
BORSA - SEGMENTO ORDINARIO 1												
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	NEG	8.212	31,95	6.981.029	28.284.038	0,00%	0,00%	110.055	100,00%	51,85%	96,52%	23,63%
BANCO DI SARDEGNA RSP	NEG	8.810	34,28	2.261.516	28.694.432	0,00%	0,00%	111.651	99,61%	33,60%	7,33%	14,49%
CALTAGIRONE RSP	NEG	363	1,41	72.457	380.895	0,00%	0,00%	1.482	31,52%	7,81%	9,00%	37,36%
DANIELI & C RSP	NEG	24.041	93,54	58.654.960	139.038.798	0,01%	0,02%	541.007	100,00%	142,27%	72,91%	21,57%
GEMINA RSP	NEG	964	3,75	1.316.417	1.388.378	0,00%	0,00%	5.402	87,94%	34,30%	9,16%	40,64%
GIM RSP	NEG	2.320	9,03	5.278.782	4.248.039	0,00%	0,00%	16.529	89,49%	37,89%	-1,33%	39,50%
IMPREGILO RSP	NEG	3.550	13,81	8.563.725	4.746.352	0,00%	0,00%	18.468	93,39%	51,98%	-17,02%	42,05%
MARZOTTO RSP	NEG	5.342	20,79	2.480.346	21.966.398	0,00%	0,00%	85.472	99,22%	97,56%	93,16%	21,40%
MONTEFIBRE RSP	NEG	2.698	10,50	10.221.455	3.329.831	0,00%	0,00%	12.957	94,55%	38,55%	-36,26%	44,86%
SMI METALLI RSP	NEG	4.866	19,01	28.804.345	10.831.603	0,00%	0,00%	42.311	98,44%	49,56%	18,83%	30,06%
SOPAF RSP	NEG	2.418	9,41	13.511.456	2.659.345	0,00%	0,00%	10.348	91,83%	39,81%	-26,58%	31,50%
ZUCCHI RSP	NEG	946	3,68	1.820.036	6.869.923	0,00%	0,00%	26.731	68,48%	52,07%	-2,33%	29,89%
TOTALE SEGMENTO ORDINARIO 1		**64.530**	**251,16**	**139.966.524**	**252.438.032**	**0,01%**	**0,02%**	**982.413**				
MEDIA PER TITOLO GG			**20,93**					**81.868**				**31,41%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**12,16**					**22.600**				**30,78%**
BORSA - SEGMENTO ORDINARIO 2												
ACQUEDOTTO DE FERRARI RSP	NEG	1.361	5,30	964.922	3.765.933	0,00%	0,00%	14.653	87,55%	6,28%	15,31%	30,45%
TOTALE SEGMENTO ORDINARIO 2		**1.361**	**5,30**	**964.922**	**3.765.933**	**0,00%**	**0,00%**	**14.653**				
MEDIA PER TITOLO GG			**5,30**					**14.653**				**30,45%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**5,30**					**14.653**				**30,45%**
REVOCATI												
INTEK RSP	REV	329	7,15	864.232	525.938	0,00%		11.433	95,65%	--		19,87%
PININFARINA RSP	REV	104	1,01	9.278	207.546	0,00%		2.015	33,98%	--		30,53%
TOTALE BORSA		**1.156.602**	**4.523,79**	**11.199.584.172**	**23.278.822.081**	**3,24%**	**3,17%**	**91.150.426**				
MEDIA PER TITOLO GG			**122,26**					**2.463.525**				**42,72%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**32,74**					**110.055**				**21,40%**
MERCATO EXPANDI												
BORGOSESIA RSP	NEG	617	2,40	313.059	579.467	0,12%	0,00%	2.255	54,86%	33,74%	32,94%	86,71%
TOTALE MERCATO EXPANDI		**617**	**2,40**	**313.059**	**579.467**	**0,12%**	**0,00%**	**2.255**				
MEDIA PER TITOLO GG			**2,40**					**2.255**				**86,71%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**2,40**					**2.255**				**86,71%**
TOTALE GENERALE		**1.157.219**		**11.199.897.231**	**23.279.401.548**			**91.152.681**				

BORSA ITALIANA
SCAMBI DELLE AZIONI DI RISPARMIO QUOTATE NEL PERIODO GENNAIO - DICEMBRE 2005

AZIONI	MERC	PAN	Contratti		QUANTITA' Azioni (rettific.)	CONTROVALORE			GIORNI CON SCAMBI IN % TOT.	RAPP. DI TURN. su base annua	PERFORMANCE su base annua	VOLATILITA' su base annua
						TOTALE		MEDIA GIORNAL.				
			TOTALE numero	MEDIA G. numero		euro	%TOT	euro				
SEGMENTO BLUE CHIP												
BANCA CARIGE RSP	MTA		7.561	29,54	5.202.883	22.831.869	0,00%	89.187	80,47%	3,39%	38,22%	40,35%
BANCA INTESA RSP	MTA		232.414	907,87	1.138.387.257	3.989.989.445	0,42%	15.585.896	100,00%	122,08%	33,24%	16,77%
BANCA NAZ LAVORO RSP	MTA		22.950	89,65	45.826.400	103.291.592	0,01%	403.483	100,00%	197,54%	32,08%	24,48%
BUZZI UNICEM RSP	MTA		38.169	149,10	28.311.046	252.931.987	0,03%	988.016	100,00%	69,78%	22,10%	17,77%
EDISON RSP	MTA		12.957	51,42	28.501.554	48.340.107	0,01%	191.826	100,00%	26,18%	21,86%	18,21%
FIAT RSP	MTA		81.687	319,09	99.020.060	547.849.797	0,06%	2.140.038	100,00%	123,91%	54,56%	29,15%
FONDIARIA - SAI RSP	MTA		116.863	456,50	63.477.990	1.059.359.549	0,11%	4.138.123	100,00%	151,52%	52,38%	18,59%
IFIL RSP	MTA		19.585	76,50	28.247.375	97.502.269	0,01%	380.868	100,00%	75,56%	18,19%	16,33%
IMPREGILO RSP	MTA		7.473	29,42	5.119.198	14.642.808	0,00%	57.649	99,21%	319,38%	56,89%	36,77%
INDESIT COMPANY RSP	MTA		6.025	23,54	1.598.579	17.180.424	0,00%	67.111	97,27%	312,66%	-26,31%	25,13%
ITALCEMENTI RSP	MTA		88.783	346,81	83.704.789	794.875.497	0,08%	3.104.982	100,00%	79,39%	26,56%	16,68%
ITALMOBILIARE RSP	MTA		42.729	166,91	8.833.991	356.926.983	0,04%	1.394.246	100,00%	54,05%	18,29%	16,08%
MARZOTTO RSP	MTA		25.660	100,23	28.586.229	77.916.083	0,01%	304.360	100,00%	1146,68%	179,96%	50,13%
MILANO ASSICURAZIONI RSP	MTA		29.984	117,13	29.440.915	146.191.371	0,02%	571.060	100,00%	95,77%	33,63%	18,00%
PIRELLI & C RSP	MTA		26.618	104,38	96.507.317	88.627.292	0,01%	347.558	100,00%	71,89%	-1,45%	16,19%
RAS RSP	MTA		18.904	73,84	2.555.029	96.872.374	0,01%	378.408	99,61%	190,67%	207,51%	56,11%
RCS MEDIAGROUP RSP	MTA		47.438	185,30	58.045.684	214.499.429	0,02%	837.888	100,00%	197,77%	-11,85%	27,54%
SEAT PAGINE GIALLE RSP	MTA		22.877	89,36	121.880.023	39.408.976	0,00%	153.941	100,00%	89,57%	-3,87%	19,85%
TELECOM ITALIA RSP	MTA		696.381	2.720,24	9.135.911.914	20.529.338.739	2,15%	80.192.729	100,00%	151,61%	-12,09%	19,35%
TELECOM ITALIA MEDIA RSP	MTA		9.989	39,02	34.990.323	12.485.840	0,00%	48.773	99,61%	63,65%	55,22%	34,60%
UNICREDITO ITALIANO RSP	MTA		18.773	73,33	17.244.392	84.592.075	0,01%	330.438	100,00%	79,44%	39,29%	15,97%
REVOCATI												
TIM RSP	MTA		30.354	240,90	91.233.417	519.194.736	0,05%	4.120.593	100,00%	--	--	19,70%
TOTALE SEGMENTO BLUE CHIP			**1.604.174**	**6.390,08**	**11.152.626.365**	**29.114.849.242**	**3,05%**	**115.827.173**				
MEDIA PER TITOLO GG				**290,46**				**5.264.872**				**25,17%**
MEDIANA PER TITOLO GG				**102,31**				**392.176**				**19,53%**
SEGMENTO - STAR												
SAES GETTERS RSP	MTA	TECHSTAR	26.107	101,98	8.623.661	116.929.612	0,01%	456.756	100,00%	115,59%	37,73%	22,25%
STEFANEL RSP	MTA	STAR	192	0,75	57.611	203.461	0,00%	795	37,89%	57,76%	143,08%	55,06%
TOTALE SEGMENTO STAR			**26.299**	**102,73**	**8.681.272**	**117.133.073**	**0,01%**	**457.551**				
MEDIA PER TITOLO GG				**51,37**				**228.776**				**38,66%**
MEDIANA PER TITOLO GG				**51,37**				**228.776**				**38,66%**
SEGMENTO - STANDARD 1												
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	MTA		13.119	51,25	7.618.059	47.189.500	0,00%	184.334	99,61%	57,70%	17,95%	24,55%
BANCO DI SARDEGNA RSP	MTA		15.438	60,30	4.405.637	71.795.244	0,01%	280.450	100,00%	66,75%	19,57%	12,73%
CALTAGIRONE RSP	MTA		539	2,11	204.082	1.359.118	0,00%	5.309	50,00%	22,43%	20,45%	28,96%
DANIELI & C RSP	MTA		45.473	177,63	68.987.771	266.542.402	0,03%	1.041.181	100,00%	170,66%	52,36%	24,67%
GEMINA RSP	MTA		1.240	4,88	1.847.284	2.951.983	0,00%	11.622	89,76%	49,48%	65,09%	42,57%
GIM RSP	MTA		3.711	14,50	8.952.098	8.757.963	0,00%	34.211	90,23%	65,53%	-2,80%	33,83%
MONTEFIBRE RSP	MTA		3.217	12,57	10.420.143	4.124.125	0,00%	16.110	87,89%	40,08%	1,65%	32,76%
SMI METALLI RSP	MTA		6.736	26,31	31.847.936	14.929.348	0,00%	58.318	99,22%	55,66%	-16,74%	20,51%
ZUCCHI RSP	MTA		1.755	6,86	927.490	3.436.800	0,00%	13.425	84,77%	27,06%	-26,57%	27,60%
REVOCATI												
SOPAF RSP	MTA		8.780	111,14	44.915.180	20.151.026	0,00%	255.076	100,00%	--	--	99,20%
TOTALE SEGMENTO STANDARD 1			**100.008**	**467,55**	**180.125.680**	**441.237.509**	**0,04%**	**1.900.036**				
MEDIA PER TITOLO GG				**46,76**				**190.004**				**34,74%**
MEDIANA PER TITOLO GG				**20,41**				**46.265**				**28,28%**
BORSA - SEGMENTO STANDARD 2												
ACQUEDOTTO DE FERRARI RSP	MTA		1.743	6,84	1.031.150	4.853.482	0,00%	19.033	90,98%	6,87%	6,07%	19,47%
TOTALE SEGMENTO STANDARD 2			**1.743**	**6,84**	**1.031.150**	**4.853.482**	**0,00%**	**19.033**				
MEDIA PER TITOLO GG			**1.743**					**19.033**				**19,47%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**1.743**					**19.033**				**19,47%**
TOTALE BORSA			**1.732.224**	**6.967,20**	**11.342.464.467**	**29.678.073.306**	**3,10%**	**118.203.793**				
MEDIA PER TITOLO GG			**49.492**					**3.377.251**				**28,51%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**18.904**					**304.360**				**24,48%**
MERCATO EXPANDI												
BORGOSESIA RSP	NEG		625	2,44	349.207	598.650	0,00%	2.338	59,77%	38,39%	1,,84%	49,89%
TOTALE MERCATO EXPANDI			**625**	**2,44**	**349.207**	**598.650**	**0,00%**	**2.338**				
MEDIA PER TITOLO GG				**2,44**				**2.338**				**49,89%**
MEDIANA PER TITOLO GG				**2,44**				**2.338**				**49,89%**
TOTALE GENERALE			**1.732.849**	**6.969,64**	**11.342.813.674**	**29.678.671.956**	**3,10%**	**118.206.131**				

BORSA ITALIANA
SCAMBI DELLE AZIONI DI RISPARMIO QUOTATE NEL PERIODO GENNAIO - DICEMBRE 2006

AZIONI	MERC	PAN	Contratti		QUANTITA' Azioni (rettific.)	CONTROVALORE			GIORNI CON SCAMBI IN % TOT.	RAPP. DI TURN. su base annua	PERFOR MANCE su base annua	VOLATI LITA' su base annua
						TOTALE		MEDIA GIORNAL.				
			TOTALE numero	MEDIA G. numero		euro	%TOT	euro				
SEGMENTO BLUE CHIP												
BANCA CARIGE RSP	MTA		4.398	17	2.368.687	9.942.890	0,00%	39.145	97,64%	1,35%	2,02%	18,91%
BANCA INTESA RSP	MTA		301.942	1.189	1.335.897.183	6.262.447.876	0,55%	24.655.307	100,00%	143,26%	31,18%	21,12%
BUZZI UNICEM RSP	MTA		52.735	208	32.479.343	398.837.544	0,03%	1.570.227	100,00%	79,96%	58,73%	22,57%
EDISON RSP	MTA		15.819	62	26.794.905	53.505.644	0,00%	210.652	100,00%	24,23%	25,44%	19,68%
FIAT RSP	MTA		106.034	417	84.277.311	888.376.746	0,08%	3.497.546	100,00%	105,46%	109,15%	23,75%
FONDIARIA - SAI RSP	MTA		115.682	455	61.337.836	1.455.383.173	0,13%	5.729.855	100,00%	141,63%	27,63%	19,82%
IFIL RSP	MTA		31.553	124	36.233.711	178.908.826	0,02%	704.365	100,00%	96,93%	50,20%	21,64%
IMPREGILO RSP	MTA		4.489	18	2.508.694	11.933.895	0,00%	46.984	94,88%	155,29%	97,09%	30,07%
INDESIT COMPANY RSP	MTA		2.942	12	577.531	6.403.157	0,00%	25.209	91,73%	112,96%	38,82%	31,28%
ITALCEMENTI RSP	MTA		106.622	420	74.511.400	947.910.078	0,08%	3.731.929	100,00%	70,67%	24,51%	20,20%
ITALMOBILIARE RSP	MTA		53.565	211	7.661.134	416.704.384	0,04%	1.640.568	100,00%	46,88%	46,83%	18,55%
MILANO ASSICURAZIONI RSP	MTA		25.119	99	22.850.149	137.444.144	0,01%	541.119	100,00%	74,33%	7,77%	15,82%
PIRELLI & C RSP	MTA		25.221	99	115.895.385	84.049.532	0,01%	330.904	100,00%	86,00%	-14,54%	17,83%
RCS MEDIAGROUP RSP	MTA		21.979	87	26.663.947	87.167.608	0,01%	343.180	100,00%	90,85%	5,84%	19,00%
SEAT PAGINE GIALLE RSP	MTA		26.500	104	154.915.927	53.631.581	0,00%	211.148	100,00%	113,85%	17,33%	19,47%
TELECOM ITALIA RSP	MTA		802.013	3.170	9.638.497.282	19.582.812.236	1,71%	77.402.420	100,00%	160,58%	-8,61%	17,89%
TELECOM ITALIA MEDIA RSP	MTA		6.992	28	23.491.576	8.114.828	0,00%	31.948	99,61%	42,74%	15,26%	27,01%
UNICREDITO ITALIANO RSP	MTA		21.696	85	17.077.732	107.679.718	0,01%	423.936	100,00%	78,68%	9,13%	13,21%
REVOCATI												
BANCA NAZ LAVORO RSP	MTA		16.795	69	26.358.320	80.882.575	0,01%	332.850	99,18%	0,00%	--	26,67%
RAS RSP	MTA		2.883	14	164.842	5.869.266	0,00%	29.200	86,07%	0,00%	--	25,56%
TOTALE SEGMENTO BLUE CHIP			**1.744.979**	**6.888**	**11.690.562.895**	**30.778.005.701**	**2,69%**	**121.498.492**				
MEDIA PER TITOLO GG			**87.249**	**344**		**1.538.900.285**		**6.074.925**	**98,46%**	**81,28%**		**21,50%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**25.170**	**99**		**97.423.663**		**383.558**	**100,00%**	**82,98%**		**20,01%**
SEGMENTO - STAR												
SAES GETTERS RSP	MTA	TECHSTAR	42.842	169	9.863.014	199.931.757	0,02%	787.133	100,00%	132,20%	44,13%	24,28%
STEFANEL RSP	MTA	STAR	91	0	14.819	61.178	0,00%	241	19,69%	14,86%	7,47%	50,12%
TOTALE SEGMENTO STAR			**42.933**	**169**	**9.877.833**	**199.992.935**	**0,02%**	**787.374**				
MEDIA PER TITOLO GG			**21.467**	**85**		**99.996.468**		**393.687**	**59,85%**	**73,53%**		**37,20%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**21.467**	**85**		**99.996.468**		**393.687**	**59,85%**	**73,53%**		**37,20%**
SEGMENTO - STANDARD 1												
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	MTA		7.176	28	4.797.012	31.575.438	0,00%	124.313	99,21%	36,34%	19,19%	17,34%
BANCO DI SARDEGNA RSP	MTA		10.467	41	3.273.809	60.238.613	0,01%	237.160	100,00%	49,60%	10,51%	9,12%
CALTAGIRONE RSP	MTA		932	4	251.288	2.123.920	0,00%	8.362	54,33%	27,61%	12,88%	29,30%
DANIELI & C RSP	MTA		77.854	307	89.906.315	545.975.971	0,05%	2.149.512	100,00%	222,40%	96,39%	28,94%
GEMINA RSP	MTA		1.323	5	1.593.820	4.179.284	0,00%	16.454	82,68%	42,36%	71,43%	40,38%
GIM RSP	MTA		2.875	11	7.496.576	6.993.844	0,00%	27.644	88,54%	55,09%	39,39%	27,82%
KME GROUP RSP	MTA		7.220	29	41.574.552	18.531.764	0,00%	73.248	98,81%	72,95%	60,72%	22,01%
MARZOTTO RSP	MTA		7.323	29	4.752.915	16.612.668	0,00%	65.404	97,64%	190,65%	-16,46%	28,56%
MONTEFIBRE RSP	MTA		5.467	22	29.109.334	11.425.843	0,00%	44.984	89,76%	111,96%	34,29%	27,56%
ZUCCHI RSP	MTA		2.451	10	2.293.015	7.374.519	0,00%	29.034	74,41%	66,90%	22,97%	38,98%
TOTALE SEGMENTO STANDARD 1			**123.088**	**485**	**185.048.636**	**705.031.864**	**0,06%**	**2.776.115**				
MEDIA PER TITOLO GG			**12.309**	**48**		**70.503.186**		**277.612**	**88,54%**	**87,59%**		**27,00%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**6.322**	**25**		**14.019.256**		**55.194**	**93,70%**	**61,00%**		**28,19%**
BORSA - SEGMENTO STANDARD 2												
REVOCATI												
ACQUEDOTTO DE FERRARI RSP	MTA		651	6	381.228	1.439.260	0,00%	13.204	88,99%	0,00%	--	38,95%
TOTALE SEGMENTO STANDARD 2			**651**	**6**	**381.228**	**1.439.260**	**0,00%**	**13.204**				
MEDIA PER TITOLO GG			**651**	**6**		**1.439.260**		**13.204**	**88,99%**	**0,00%**		**38,95%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**651**	**6**		**1.439.260**		**13.204**	**88,99%**	**0,00%**		**38,95%**
TOTALE BORSA			**1.911.651**	**7.548**	**11.885.870.592**	**31.684.469.760**	**2,77%**	**125.075.185**				
MEDIA PER TITOLO GG			**57.929**	**229**		**960.135.447**		**3.790.157**	**92,82%**	**80,26%**		**24,65%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**15.819**	**62**		**53.631.581**		**211.148**	**100,00%**	**74,33%**		**22,57%**
MERCATO EXPANDI												
BORGOSESIA RSP			1.318	5	890.729	1.994.558	0,00%	7.853	62,72%	97,92%	37,47%	54,33%
TOTALE MERCATO EXPANDI			**1.318**	**5**	**890.729**	**1.994.558**	**0,00%**	**7.853**				
MEDIA PER TITOLO GG			**1.318**	**5**		**1.994.558**		**7.853**	**62,72%**	**97,92%**		**54,33%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**1.318**	**5**		**1.994.558**		**7.853**	**62,72%**	**97,92%**		**54,33%**
TOTALE GENERALE			**1.912.969**	**7.553**	**11.886.761.321**	**31.686.464.318**		**125.083.038**				
MEDIA PER TITOLO GG			**56.264**	**222**		**931.954.833**		**3.678.913**	**91,94%**	**80,78%**		**25,52%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**13.143**	**52**		**53.568.613**		**210.900**	**99,81%**	**76,51%**		**23,16%**

BORSA ITALIANA
SCAMBI DELLE AZIONI DI RISPARMIO QUOTATE NEL PERIODO GENNAIO - DICEMBRE 2007

AZIONI	MERC	PAN	Contratti		QUANTITA' Azioni (rettific.)	CONTROVALORE			GIORNI CON SCAMBI IN % TOT.	RAPP. DI TURN. su base annua	PERFOR MANCE su base annua	VOLATILITA' su base annua
						TOTALE		MEDIA GIORNAL.				
			TOTALE numero	MEDIA G. numero		euro	%TOT	euro				
SEGMENTO BLUE CHIP												
BANCA CARIGE RSP	MTA		1.800	7,14	1.049.311	3.999.102	0,00%	15.869	87,30%	0,60%	-15,12%	18,20%
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	MTA		8.547	33,92	4.203.754	33.796.890	0,00%	134.115	97,22%	31,84%	-0,10%	21,87%
BUZZI UNICEM RSP	MTA		48.659	193,09	21.128.085	319.268.252	0,02%	1.266.938	100,00%	51,90%	-13,37%	26,85%
EDISON RSP	MTA		15.152	60,13	21.914.712	49.564.379	0,00%	196.684	100,00%	19,82%	-11,53%	18,73%
FIAT RSP	MTA		227.218	901,66	132.659.987	2.332.679.923	0,15%	9.256.666	100,00%	166,01%	5,25%	28,62%
FONDIARIA - SAI RSP	MTA		101.026	400,90	32.641.506	838.773.315	0,05%	3.328.466	100,00%	75,37%	-28,75%	21,49%
GEMINA RSP	MTA		769	3,08	1.419.320	1.806.303	0,00%	7.225	82,80%	38,02%	-18,76%	51,75%
IFIL RSP	MTA		40.036	158,87	37.016.548	254.258.527	0,02%	1.008.962	100,00%	99,02%	1,62%	26,17%
IMPREGILO RSP	MTA		5.193	20,61	2.417.908	20.774.172	0,00%	82.437	82,14%	149,67%	48,29%	41,81%
INDESIT COMPANY RSP	MTA		2.194	8,71	410.760	6.942.833	0,00%	27.551	76,59%	80,34%	3,28%	47,91%
INTESA SANPAOLO RSP	MTA		320.578	1.272,13	1.466.374.560	8.008.945.930	0,51%	31.781.531	100,00%	157,25%	-9,50%	17,90%
ITALCEMENTI RSP	MTA		155.730	617,98	100.370.645	1.292.246.031	0,08%	5.127.960	100,00%	95,20%	-18,68%	24,80%
ITALMOBILIARE RSP	MTA		78.614	311,96	8.280.509	535.958.453	0,03%	2.126.819	100,00%	50,67%	-26,24%	25,56%
MILANO ASSICURAZIONI RSP	MTA		21.050	83,53	18.930.748	119.990.452	0,01%	476.153	100,00%	61,58%	-13,30%	19,24%
PIRELLI & C RSP	MTA		37.603	149,22	194.551.231	155.778.925	0,01%	618.170	100,00%	144,36%	8,34%	21,06%
RCS MEDIAGROUP RSP	MTA		16.410	65,12	17.669.219	53.332.722	0,00%	211.638	100,00%	60,20%	-28,44%	17,09%
SEAT PAGINE GIALLE RSP	MTA		21.964	87,16	125.729.256	52.007.476	0,00%	206.379	100,00%	92,40%	-27,98%	23,50%
TELECOM ITALIA RSP	MTA		803.629	3.189,00	9.267.320.092	16.632.779.934	1,06%	66.003.095	100,00%	153,79%	-15,82%	17,59%
TELECOM ITALIA MEDIA RSP	MTA		4.630	18,37	11.639.262	3.445.247	0,00%	13.672	100,00%	21,17%	-35,11%	26,77%
UNICREDITO ITALIANO RSP	MTA		22.339	88,65	17.117.865	116.914.480	0,01%	463.946	100,00%	78,86%	-10,56%	21,98%
TOTALE SEGMENTO BLUE CHIP			**1.933.141**	**7.671,23**	**11.482.845.278**	**30.833.263.346**		**122.354.276**				
MEDIA PER TITOLO GG			**96.657**					**6.117.714**				**25,94%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**22.152**					**470.050**				**22,74%**
SEGMENTO - STAR												
SAES GETTERS RSP	MTA	ALL STARS	42.475	168,55	9.849.887	220.297.552	0,01%	874.197	100,00%	132,03%	-22,70%	24,80%
STEFANEL RSP	MTA	ALL STARS	76	0,30	22.824	107.200	0,00%	425	19,05%	22,88%	16,61%	39,77%
TOTALE SEGMENTO STAR			**42.551**	**168,85**	**9.872.711**	**220.404.752**		**874.622**				
MEDIA PER TITOLO GG			**21.276**					**437.311**				**32,29%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**21.276**					**437.311**				**32,29%**
SEGMENTO - STANDARD 1												
BANCO DI SARDEGNA RSP	MTA		11.740	46,59	3.243.433	65.267.278	0,00%	258.997	100,00%	49,14%	-12,68%	13,94%
DANIELI & C RSP	MTA		166.890	662,26	90.306.266	1.294.109.254	0,08%	5.135.354	100,00%	223,39%	73,88%	38,56%
INTEK RSP	MTA		2.567	13,65	9.059.407	10.524.076	0,00%	55.979	94,15%	80,00%	--	27,81%
KME GROUP RSP	MTA		15.866	62,96	28.803.893	48.561.023	0,00%	192.702	100,00%	151,03%	-0,90%	30,40%
MONTEFIBRE RSP	MTA		28.685	113,83	101.972.991	69.612.423	0,00%	276.240	100,00%	392,20%	22,17%	54,12%
ZUCCHI RSP	MTA		1.402	5,56	625.828	2.324.490	0,00%	9.224	68,25%	18,26%	-0,79%	41,30%
REVOCATI												
CALTAGIRONE RSP	MTA		1.037	7,63	410.340	3.507.738	0,00%	25.792	77,21%	0,00%	--	21,56%
GIM RSP	MTA		1.130	17,66	3.475.553	4.258.695	0,00%	66.542	96,88%	0,00%	--	19,43%
MARZOTTO RSP	MTA		1.664	16,16	1.269.571	4.892.499	0,00%	47.500	94,17%	0,00%	--	22,62%
TOTALE SEGMENTO STANDARD 1			**230.981**	**946,30**	**239.167.282**	**1.503.057.476**		**6.068.330**				
MEDIA PER TITOLO GG			**25.665**					**674.259**				**29,97%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**2.567**					**66.542**				**27,81%**
TOTALE BORSA			**2.206.673**	**8.786,38**	**11.731.885.271**	**32.556.725.574**		**129.297.228**				
MEDIA PER TITOLO GG			**71.183**					**4.170.878**				**27,52%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**16.410**					**211.638**				**24,80%**
MERCATO EXPANDI												
BORGOSESIA RSP	ME		2.969	11,78	1.653.457	3.983.595	0,00%	15.808	82,14%	181,76%	-19,39%	35,68%
TOTALE MERCATO EXPANDI			**2.969**	**11,78**	**1.653.457**	**3.983.595**		**15.808**				
MEDIA PER TITOLO GG			**2.969**					**15.808**				**35,68%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**2.969**					**15.808**				**35,68%**
TOTALE GENERALE			**2.209.642**		**11.733.538.728**	**32.560.709.169**		**129.313.036**				

BORSA ITALIANA
SCAMBI DELLE AZIONI DI RISPARMIO QUOTATE NEL PERIODO GENNAIO - DICEMBRE 2008

AZIONI	MERC	PAN	Contratti		QUANTITA' Azioni (rettific.)	CONTROVALORE			GIORNI CON SCAMBI IN % TOT.	RAPP. DI TURN. su base annua	PERFOR MANCE su base annua	VOLATI LITA' su base annua
						TOTALE		MEDIA GIORNAL.				
			TOTALE numero	MEDIA G. numero		euro	%TOT	euro				
SEGMENTO BLUE CHIP												
BANCA CARIGE RSP	MTA		3.160	12,49	1.516.029	3.668.870	0,00%	14.501	89,33%	0,86%	-38,29%	43,23%
BUZZI UNICEM RSP	MTA		55.432	219,10	31.688.570	321.800.068	0,03%	1.271.937	100,00%	77,84%	-48,74%	39,22%
EDISON RSP	MTA		8.493	33,57	8.607.156	13.611.495	0,00%	53.800	100,00%	7,78%	-41,94%	37,07%
FIAT RSP	MTA		166.307	657,34	145.325.401	1.167.739.854	0,11%	4.615.573	100,00%	181,85%	-78,86%	48,71%
FONDIARIA - SAI RSP	MTA		90.367	357,18	34.747.010	516.971.790	0,05%	2.043.367	100,00%	81,64%	-57,77%	45,04%
GEMINA RSP	MTA		305	1,21	437.857	363.548	0,00%	1.437	52,17%	11,64%	-45,05%	57,89%
IFIL RSP	MTA		29.327	116,38	27.754.111	104.714.542	0,01%	415.534	100,00%	74,54%	-71,21%	48,83%
IMPREGILO RSP	MTA		440	1,74	161.391	1.252.013	0,00%	4.949	40,32%	9,99%	-29,18%	63,18%
INDESIT COMPANY RSP	MTA		349	1,38	82.360	576.598	0,00%	2.279	40,71%	16,11%	-65,98%	69,29%
INTESA SANPAOLO RSP	MTA		336.597	1.330,42	1.269.530.479	4.715.029.731	0,46%	18.636.481	100,00%	136,14%	-63,54%	53,42%
ITALCEMENTI RSP	MTA		108.033	427,01	61.956.076	522.080.330	0,05%	2.063.559	100,00%	58,76%	-54,18%	39,19%
ITALMOBILIARE RSP	MTA		91.443	361,43	7.304.758	273.973.980	0,03%	1.082.901	100,00%	44,70%	-58,93%	45,69%
MILANO ASSICURAZIONI RSP	MTA		14.520	57,39	13.441.907	50.326.233	0,00%	198.918	100,00%	43,73%	-57,49%	32,37%
PIRELLI & C RSP	MTA		17.997	71,13	86.622.677	43.420.426	0,00%	171.622	100,00%	64,28%	-56,03%	36,45%
RCS MEDIAGROUP RSP	MTA		9.785	38,68	13.170.710	19.267.828	0,00%	76.157	99,60%	44,88%	-68,04%	35,95%
SEAT PAGINE GIALLE RSP	MTA		22.454	88,75	248.948.954	27.516.158	0,00%	108.760	100,00%	182,95%	-78,21%	65,16%
TELECOM ITALIA RSP	MTA		873.079	3.450,91	9.404.210.681	9.848.005.549	0,96%	38.924.923	100,00%	156,06%	-51,36%	46,03%
UNICREDITO ITALIANO RSP	MTA		13.776	54,45	9.759.821	40.799.823	0,00%	161.264	100,00%	44,96%	-62,95%	41,51%
TOTALE SEGMENTO BLUE CHIP			**1.841.864**	**7.280,56**	**11.365.265.948**	**17.671.118.836**		**69.847.962**				
MEDIA PER TITOLO GG			**102.326**					**3.880.442**				**47,12%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**20.226**					**185.270**				**45,37%**
SEGMENTO - STAR												
SAES GETTERS RSP	MTA	ALL STARS	28.746	113,62	5.862.984	76.806.678	0,01%	303.584	100,00%	78,59%	-70,55%	39,59%
TOTALE SEGMENTO STAR			**28.746**	**113,62**	**5.862.984**	**76.806.678**		**303.584**				
MEDIA PER TITOLO GG			**28.746**					**303.584**				**39,59%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**28.746**					**303.584**				**39,59%**
SEGMENTO - STANDARD 1												
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	MTA		2.276	9,00	434.057	2.527.389	0,00%	9.990	82,21%	3,29%	-39,07%	43,70%
BANCO DI SARDEGNA RSP	MTA		4.864	19,23	1.003.591	13.384.094	0,00%	52.902	99,60%	15,21%	-51,85%	29,80%
DANIELI & C RSP	MTA		136.111	537,99	59.625.543	668.371.482	0,06%	2.641.785	100,00%	147,50%	-72,73%	58,17%
INTEK RSP	MTA		824	3,26	1.527.067	1.426.216	0,00%	5.637	63,24%	10,06%	-30,90%	51,60%
KME GROUP RSP	MTA		3.735	14,76	5.539.380	6.646.851	0,00%	26.272	95,65%	29,04%	-51,27%	48,82%
MONTEFIBRE RSP	MTA		7.736	30,58	12.792.330	5.921.197	0,00%	23.404	98,02%	49,20%	-57,07%	53,52%
STEFANEL RSP	MTA		15	0,06	9.088	34.209	0,00%	135	5,14%	9,11%	-36,73%	66,95%
TELECOM ITALIA MEDIA RSP	MTA		2.528	9,99	7.549.158	916.618	0,00%	3.623	97,63%	13,73%	-60,10%	69,86%
TOTALE SEGMENTO STANDARD 1			**158.089**	**624,87**	**88.480.214**	**699.228.056**		**2.763.748**				
MEDIA PER TITOLO GG			**19.761**					**345.469**				**52,80%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**3.132**					**16.697**				**52,56%**
SEGMENTO - STANDARD 2												
ZUCCHI RSP	MTA		308	1,22	72.448	229.826	0,00%	908	32,41%	2,11%	-42,86%	84,23%
TOTALE SEGMENTO STANDARD 2			**308**	**1,22**	**72.448**	**229.826**		**908**				
MEDIA PER TITOLO GG			**308**					**908**				**84,23%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**308**					**908**				**84,23%**
TOTALE BORSA			**2.029.007**	**8.020,27**	**11.459.681.594**	**18.447.383.396**		**72.916.202**				
MEDIA PER TITOLO GG			**72.465**					**2.604.150**				**49,80%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**11.781**					**92.459**				**47,37%**
MERCATO EXPANDI												
BORGOSESIA RSP	ME		691	2,73	166.803	268.685	0,00%	1.062	43,08%	18,34%	-34,47%	40,68%
TOTALE MERCATO EXPANDI			**691**	**2,73**	**166.803**	**268.685**		**1.062**				
MEDIA PER TITOLO GG			**691**					**1.062**				**40,68%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**691**					**1.062**				**40,68%**
TOTALE GENERALE			**2.029.698**		**11.459.848.397**	**18.447.652.081**		**72.917.264**				

BORSA ITALIANA
SCAMBI DELLE AZIONI DI RISPARMIO QUOTATE NEL PERIODO GENNAIO - DICEMBRE 2009

AZIONI	MERC	PAN	Contratti		QUANTITA' Azioni (rettific.)	CONTROVALORE			GIORNI CON SCAMBI IN % TOT.	RAPP. DI TURN. su base annua	PERFOR MANCE su base annua	VOLATI LITA' su base annua
						TOTALE		MEDIA GIORNAL.				
			TOTALE numero	MEDIA G. numero		euro	%TOT	euro				
SEGMENTO BLUE CHIP												
BANCA CARIGE RSP	MTA		3.788	14,91	1.824.433	5.165.295	0,00%	20.336	85,43%	1,04%	45,38%	34,80%
BUZZI UNICEM RSP	MTA		95.441	375,75	53.467.061	308.865.129	0,05%	1.216.004	100,00%	130,81%	12,42%	37,78%
EDISON RSP	MTA		7.573	29,81	7.558.065	9.493.704	0,00%	37.377	100,00%	6,81%	11,16%	24,05%
EXOR RSP	MTA		15.081	70,80	5.702.190	46.180.391	0,01%	216.809	100,00%	73,87%	--	44,58%
FIAT RSP	MTA		173.359	682,52	162.044.565	736.500.155	0,11%	2.899.607	100,00%	201,98%	106,62%	45,25%
FONDIARIA - SAI RSP	MTA		109.553	431,31	59.714.402	471.942.800	0,07%	1.858.043	100,00%	139,75%	-0,72%	32,98%
GEMINA RSP	MTA		5.718	22,51	6.493.182	10.620.283	0,00%	41.812	91,34%	171,88%	177,42%	83,07%
IMPREGILO RSP	MTA		2.322	9,14	364.254	3.166.833	0,00%	12.468	76,77%	22,46%	30,63%	51,26%
INDESIT COMPANY RSP	MTA		3.158	12,43	578.233	3.947.060	0,00%	15.540	74,41%	112,65%	72,56%	81,41%
INTESA SANPAOLO RSP	MTA		336.990	1.326,73	1.078.815.537	1.991.179.736	0,30%	7.839.290	100,00%	115,24%	31,52%	50,71%
ITALCEMENTI RSP	MTA		119.648	472,92	98.684.925	462.954.461	0,07%	1.829.860	100,00%	93,60%	2,99%	41,88%
ITALMOBILIARE RSP	MTA		66.498	262,84	6.760.540	130.187.898	0,02%	514.577	100,00%	41,37%	11,84%	37,93%
MILANO ASSICURAZIONI RSP	MTA		15.691	61,78	13.601.192	30.506.768	0,00%	120.105	100,00%	44,07%	-0,71%	40,37%
PIRELLI & C RSP	MTA		18.733	73,75	80.050.249	27.382.634	0,00%	107.806	100,00%	59,17%	69,29%	41,51%
RCS MEDIAGROUP RSP	MTA		13.797	54,32	30.150.542	20.886.947	0,00%	82.232	98,82%	102,32%	6,93%	43,18%
SEAT PAGINE GIALLE RSP	MTA		4.158	16,37	2.989.536	1.963.341	0,00%	7.730	86,22%	437,67%	-1,62%	912,07%
TELECOM ITALIA RSP	MTA		602.957	2.373,85	6.627.876.171	4.959.292.731	0,74%	19.524.775	100,00%	109,55%	-1,41%	30,84%
UNICREDITO ITALIANO RSP	MTA		18.527	72,94	13.872.883	36.459.604	0,01%	143.542	100,00%	57,01%	42,91%	51,45%
REVOCATI												
IFIL RSP	MTA		4.602	112,24	8.796.006	12.733.653	0,00%	310.577	100,00%	--	--	44,29%
TOTALE SEGMENTO BLUE CHIP			**1.617.594**	**6.477**	**8.259.343.966**	**9.269.429.423**		**36.798.490**				
MEDIA PER TITOLO GG			**85.137**					**1.936.763**				**91,02%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**15.691**					**143.542**				**43,18%**
SEGMENTO - STAR												
SAES GETTERS RSP	MTA		28.192	110,99	9.028.794	53.084.605	0,01%	208.995	100,00%	120,54%	11,31%	46,39%
TOTALE SEGMENTO STAR			**28.192**	**111**	**9.028.794**	**53.084.605**		**208.995**				
MEDIA PER TITOLO GG			**28.192**					**208.995**				**46,39%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**28.192**					**208.995**				**46,39%**
SEGMENTO - STANDARD 1												
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	MTA		3.354	13,20	529.271	2.285.934	0,00%	9.000	87,01%	3,99%	-4,49%	32,39%
BANCO DI SARDEGNA RSP	MTA	FTSE ITALIA SMALL CAP	6.103	24,03	1.873.491	18.134.777	0,00%	71.397	99,21%	28,27%	30,05%	26,73%
BORGOSESIA RSP	MTA		1.688	6,65	578.675	722.928	0,00%	2.846	59,45%	63,36%	6,02%	35,38%
DANIELI & C RSP	MTA		127.146	500,57	73.554.979	518.146.086	0,08%	2.039.945	100,00%	181,24%	107,50%	45,66%
INTEK RSP	MTA		1.587	6,27	1.857.949	1.419.114	0,00%	5.609	75,49%	12,24%	-8,42%	57,62%
KME GROUP RSP	MTA		2.472	9,77	3.425.141	3.061.139	0,00%	12.099	97,63%	17,96%	17,61%	32,56%
MONTEFIBRE RSP	MTA		5.017	19,75	11.651.065	2.783.021	0,00%	10.957	96,46%	44,64%	12,76%	66,88%
STEFANEL RSP	MTA		12	0,05	964	2.495	0,00%	10	3,94%	0,96%	9,82%	113,01%
TELECOM ITALIA MEDIA RSP	MTA		4.399	17,32	26.385.591	3.017.417	0,00%	11.880	99,61%	47,81%	17,59%	62,90%
ZUCCHI RSP	MTA		1.399	5,51	1.156.559	1.087.695	0,00%	4.282	56,69%	33,61%	-71,00%	52,90%
TOTALE SEGMENTO STANDARD 1			**153.177**	**603,12**	**121.013.685**	**550.660.606**		**2.168.025**				
MEDIA PER TITOLO GG			**15.318**					**216.803**				**52,60%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**2.913**					**9.979**				**49,28%**
TOTALE BORSA			**1.798.963**	**7.191,03**	**8.389.386.445**	**9.873.174.634**		**39.175.510**				
MEDIA PER TITOLO GG			**59.965**					**1.305.850**				**76,73%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**6.838**					**76.815**				**44,44%**
MERCATO EXPANDI												
BORGOSESIA RSP	ME		255	3,07	105.156	119.901	0,05%	1.445	49,40%	35,24%	-10,97%	41,59%
TOTALE MERCATO EXPANDI			**255**	**3,07**	**105.156**	**119.901**		**1.445**				
MEDIA PER TITOLO GG			**255**					**1.445**				**41,59%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**255**					**1.445**				**41,59%**
TOTALE GENERALE			**1.799.218**	**7.194,10**	**8.389.491.601**	**9.873.294.535**		**39.176.955**				
MEDIA PER TITOLO GG			**58.039**					**1.263.773**				**75,59%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**6.103**					**71.397**				**44,29%**

BORSA ITALIANA
SCAMBI DELLE AZIONI DI RISPARMIO QUOTATE NEL PERIODO GENNAIO - DICEMBRE 2010

AZIONI	MERC	PAN	Contratti		QUANTITA' Azioni (rettific.)	CONTROVALORE			GIORNI CON SCAMBI IN % TOT.	RAPP. DI TURN. su base annua	PERFOR MANCE su base annua	VOLATI LITA' su base annua
						TOTALE		MEDIA GIORNAL.				
			TOTALE numero	MEDIA G. numero		euro	%TOT	euro				
MTA												
BANCA CARIGE RSP	MTA		1.751	6,84	868.329	2.399.080	0,00%	9.371	75,00%	0,50%	-4,85%	25,82%
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	MTA		4.388	17,14	1.204.192	4.566.015	0,00%	17.836	84,38%	9,12%	-9,32%	23,69%
BANCO DI SARDEGNA RSP	MTA	FTSE ITALIA SMALL CAP	4.250	16,60	1.136.815	11.563.281	0,00%	45.169	98,83%	12,22%	-9,69%	18,70%
BORGOSESIA RSP	MTA		1.470	5,74	467.286	608.586	0,00%	2.377	53,13%	51,37%	0,57%	45,95%
BUZZI UNICEM RSP	MTA		60.224	235,25	31.748.299	171.885.620	0,02%	671.428	100,00%	77,98%	-26,20%	27,81%
DANIELI & C RSP	MTA		130.658	510,38	60.108.807	606.155.678	0,08%	2.367.796	100,00%	148,69%	41,82%	33,84%
EDISON RSP	MTA		7.124	27,83	7.026.181	9.591.306	0,00%	37.466	100,00%	6,35%	-4,98%	18,90%
EXOR RSP	MTA		17.454	68,18	4.875.659	64.476.795	0,01%	251.862	100,00%	53,18%	82,15%	29,29%
FIAT RSP	MTA		173.916	679,36	139.249.999	1.018.833.882	0,14%	3.979.820	100,00%	174,25%	71,68%	35,02%
FONDIARIA - SAI RSP	MTA		82.033	320,44	47.189.732	265.454.996	0,04%	1.036.934	100,00%	110,87%	-49,86%	31,62%
GEMINA RSP	MTA		2.395	9,36	1.124.854	1.537.003	0,00%	6.004	79,30%	29,89%	-45,24%	50,22%
IMPREGILO RSP	MTA		1.267	4,95	150.169	1.196.475	0,00%	4.674	70,70%	9,30%	-9,18%	34,25%
INDESIT COMPANY RSP	MTA		3.125	12,21	274.335	2.169.754	0,00%	8.476	78,52%	53,66%	-7,26%	35,40%
INTEK RSP	MTA		2.044	7,98	1.786.284	1.319.653	0,00%	5.155	71,48%	31,38%	14,17%	61,35%
INTESA SANPAOLO RSP	MTA		305.740	1.194,30	1.275.036.424	2.469.387.953	0,33%	9.646.047	100,00%	136,73%	-23,72%	33,63%
ITALCEMENTI RSP	MTA		58.558	228,74	41.756.946	171.850.768	0,02%	671.292	100,00%	39,61%	-30,21%	25,52%
ITALMOBILIARE RSP	MTA		46.364	181,11	5.845.761	107.116.347	0,01%	418.423	100,00%	35,77%	-19,77%	23,15%
KME GROUP RSP	MTA		4.353	17,00	12.461.981	7.317.565	0,00%	28.584	98,83%	28,52%	6,12%	57,96%
MILANO ASSICURAZIONI RSP	MTA		9.452	36,92	8.903.139	16.059.181	0,00%	62.731	99,22%	28,96%	-40,34%	29,46%
MONTEFIBRE RSP	MTA		4.661	18,21	11.506.870	4.483.047	0,00%	17.512	92,97%	44,26%	6,90%	52,74%
PIRELLI & C RSP	MTA		16.897	66,00	7.796.043	41.156.414	0,01%	160.767	100,00%	63,63%	21,19%	94,87%
RCS MEDIAGROUP RSP	MTA		7.846	30,65	15.611.949	11.198.402	0,00%	43.744	100,00%	53,19%	-5,44%	23,26%
SAES GETTERS RSP	MTA		14.282	55,79	4.932.308	24.134.900	0,00%	94.277	99,61%	66,85%	-6,74%	26,99%
SEAT PAGINE GIALLE RSP	MTA		1.466	5,73	128.676	154.280	0,00%	603	81,25%	18,91%	-25,45%	55,32%
STEFANEL RSP	MTA		20	0,08	37	5.977	0,00%	23	6,25%	1,87%	12,81%	70,14%
TELECOM ITALIA MEDIA RSP	MTA		3.253	12,71	2.428.729	1.159.005	0,00%	4.527	96,09%	44,18%	-49,07%	129,73%
TELECOM ITALIA RSP	MTA		690.000	2.695,31	7.501.620.784	6.158.522.675	0,82%	24.056.729	100,00%	124,49%	5,14%	25,22%
UNICREDITO ITALIANO RSP	MTA		10.417	40,69	8.632.869	20.501.061	0,00%	80.082	99,61%	35,62%	-31,23%	24,77%
ZUCCHI RSP	MTA		2.581	10,08	2.667.095	1.453.327	0,00%	5.677	82,42%	77,82%	-14,00%	37,75%
TOTALE MTA			**1.667.989**	**6.515,58**	**9.196.540.552**	**11.196.259.026**		**43.735.386**				
MEDIA PER TITOLO GG			**57.517**					**1.508.117**				**40,77%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**7.124**					**43.744**				**33,63%**

BORSA ITALIANA
SCAMBI DELLE AZIONI DI RISPARMIO QUOTATE NEL PERIODO GENNAIO - DICEMBRE 2011

AZIONI	MERC	PAN	Contratti		QUANTITA' Azioni (rettific.)	CONTROVALORE			GIORNI CON SCAMBI IN % TOT.	RAPP. DI TURN. su base annua	PERFORMANCE su base annua	VOLATILITA' su base annua
						TOTALE		MEDIA GIORNAL.				
			TOTALE numero	MEDIA G. numero		euro	%TOT	euro				
MTA												
BANCA CARIGE RSP	MTA		1.593	6,22	716.037	1.745.400	0,00%	6.818	71,48%	28,03%	-30,19%	29,51%
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	MTA		5.250	20,51	2.085.335	7.010.355	0,00%	27.384	90,63%	15,80%	-39,30%	26,56%
BANCO DI SARDEGNA RSP	MTA	FTSE ITALIA SMALL CAP	6.943	27,12	1.685.395	12.066.742	0,00%	47.136	99,22%	25,54%	-14,67%	41,86%
BORGOSESIA RSP	MTA		155	0,61	72.632	97.928	0,00%	383	19,92%	8,12%	-2,51%	33,51%
BUZZI UNICEM RSP	MTA		39.713	155,13	20.525.035	96.440.021	0,01%	376.719	100,00%	50,42%	-37,11%	35,69%
DANIELI & C RSP	MTA		145.510	568,40	43.926.139	463.740.901	0,07%	1.811.488	100,00%	108,66%	-36,68%	40,73%
EDISON RSP	MTA		7.147	27,92	6.852.357	70.062.220	0,00%	27.587	99,61%	6,20%	-34,90%	28,00%
EXOR RSP	MTA		25.391	99,18	6.646.592	106.540.337	0,02%	416.173	100,00%	72,49%	-29,10%	42,94%
FIAT INDUSTRIAL RSP	MTA		198.428	775,11	147.876.856	757.603.729	0,11%	2.959.390	100,00%	185,05%		59,04%
FIAT RSP	MTA		248.990	972,62	190.238.772	883.705.612	0,12%	3.451.975	100,00%	238,06%	-38,14%	54,11%
FONDIARIA - SAI RSP	MTA		80.886	317,20	149.831.816	158.869.448	0,02%	623.017	100,00%	117,81%	-86,68%	56,54%
GEMINA RSP	MTA		2.163	8,45	1.402.142	1.377.578	0,00%	5.381	69,53%	37,26%	-11,20%	49,58%
IMPREGILO RSP	MTA		914	3,57	178.192	1.386.661	0,00%	5.417	68,36%	11,03%	-5,08%	26,07%
INDESIT COMPANY RSP	MTA		2.072	8,09	171.372	1.021.742	0,00%	3.991	73,44%	33,52%	-46,27%	47,97%
INTEK RSP	MTA		1.682	6,57	1.846.454	1.337.453	0,00%	5.224	69,53%	32,44%	1,55%	51,70%
INTESA SANPAOLO RSP	MTA		462.676	1.807,33	1.729.505.607	2.300.781.544	0,32%	8.987.428	100,00%	185,47%	-41,99%	48,46%
ITALCEMENTI RSP	MTA		61.983	242,12	41.561.074	120.043.548	0,02%	468.920	100,00%	39,42%	-45,73%	33,75%
ITALMOBILIARE RSP	MTA		37.485	146,43	4.025.768	64.786.747	0,01%	253.073	100,00%	24,63%	-45,96%	25,15%
KME GROUP RSP	MTA		4.305	16,82	15.050.781	9.719.500	0,00%	37.967	97,66%	34,44%	-17,52%	26,34%
MILANO ASSICURAZIONI RSP	MTA		19.791	77,61	89.940.865	30.058.739	0,00%	117.877	100,00%	88,12%	-75,89%	51,99%
MONTEFIBRE RSP	MTA		4.121	16,10	8.167.133	2.201.777	0,00%	8.601	83,98%	31,41%	-33,83%	55,60%
PIRELLI & C RSP	MTA		10.625	41,50	5.368.525	29.198.616	0,00%	114.057	99,61%	43,82%	-21,26%	29,50%
RCS MEDIAGROUP RSP	MTA		6.164	24,08	13.755.498	10.545.965	0,00%	41.195	98,83%	46,,87%	-33,56%	32,48%
SAES GETTERS RSP	MTA		14.835	57,95	4.048.342	20.686.562	0,00%	80.807	100,00%	54,87%	-20,52%	31,36%
SEAT PAGINE GIALLE RSP	MTA		1.749	6,83	235.645	247.942	0,00%	969	78,52%	34,63%	23,78%	72,67%
STEFANEL RSP	MTA		2	0,01	40	6.700	0,00%	26	0,78%	2,01%	0,48%	5,43%
TELECOM ITALIA MEDIA RSP	MTA		1.518	5,93	731.403	215.994	0,00%	844	94,53%	13,31%	-46,33%	56,31%
TELECOM ITALIA RSP	MTA		607.243	2.372,04	5.631.871.715	4.790.602.775	0,68%	18.713.292	100,00%	93,46%	-15,10%	28,02%
UNICREDITO ITALIANO RSP	MTA		10.614	41,46	989.195	17.301.458	0,00%	67.584	100,00%	40,81%	-53,96%	34,51%
ZUCCHI RSP	MTA		13.549	52,93	122.343.853	16.294.204	0,00%	63.649	97,66%	3569,58%	186,90%	88,70%
TOTALE			**2.023.497**	**7.905,84**	**8.241.650.570**	**9.975.698.198**		**38.724.372**				
MEDIA PER TITOLO GG			**67.450**					**1.290.812**				**41,47%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**8.881**					**55.393**				**38,21%**

BORSA ITALIANA
SCAMBI DELLE AZIONI DI RISPARMIO QUOTATE NEL PERIODO GENNAIO - NOVEMBRE 2012

AZIONI	MERC	PAN	Contratti		QUANTITA' Azioni (rettific.)	CONTROVALORE			GIORNI CON SCAMBI IN % TOT.	RAPP. DI TURN. su base annua	PERFORMANCE su base annua	VOLATILITA' su base annua
						TOTALE		MEDIA GIORNAL.				
			TOTALE numero	MEDIA G. numero		euro	%TOT	euro				
MTA												
BANCA CARIGE RSP	MTA		3.333	14,12	2.117.521	2.778.793	0,00%	11.775	79,24%	88,87%	-35,75%	50,73%
BANCO DI DESIO E BRIANZA RSP	MTA		2.422	10,26	576.506	1.289.145	0,00%	5.462	68,64%	4,68%	-10,44%	66,88%
BANCO DI SARDEGNA RSP	MTA	FTSE ITALIA SMALL CAP	4.307	18,25	1.492.547	10.330.979	0,00%	43.775	97,88%	24,24%	-6,92%	23,72%
BORGOSESIA RSP	MTA		16	0,07	32.197	42.563	0,00%	180	2,54%	3,86%	-1,52%	34,21%
BUZZI UNICEM RSP	MTA		31.395	133,03	15.443.613	61.848.504	0,01%	262.070	100,00%	40,67%	39,70%	29,27%
DANIELI & C RSP	MTA		138.146	585,36	36.265.796	381.297.401	0,08%	1.615.667	100,00%	96,17%	51,68%	27,92%
EDISON RSP	MTA		9.792	41,49	17.203.025	13.461.907	0,00%	57.042	99,58%	16,68%	-3,03%	30,96%
EXOR RSP	MTA		10.900	46,19	2.696.036	40.816.885	0,01%	172.953	100,00%	31,52%	27,69%	25,69%
FONDIARIA - SAI RSP	MTA		104.076	441,00	187.346.182	283.250.304	0,06%	1.200.213	100,00%	15729,62%	13142,15%	3264,46%
FONDIARIA - SAI RSP B	MTA		15.237	181,39	60.589.016	39.630.726	0,01%	471.794	100,00%	56,72%		38,60%
GEMINA RSP	MTA		1.642	6,96	1.208.779	828.850	0,00%	3.512	68,22%	34,44%	-0,06%	64,44%
IMPREGILO RSP	MTA		2.091	8,86	684.153	9.007.897	0,00%	38.169	79,24%	45,40%	73,31%	47,00%
INDESIT COMPANY RSP	MTA		1.530	6,48	192.524	725.153	0,00%	3.073	71,61%	40,37%	25,25%	59,01%
INTEK RSP	MTA		957	4,06	873.547	512.003	0,00%	2.170	51,69%	16,45%	-30,97%	64,17%
INTESA SANPAOLO RSP	MTA		339.250	1.437,50	1.384.732.586	1.432.658.088	0,30%	6.070.585	100,00%	159,20%	9,54%	38,62%
ITALCEMENTI RSP	MTA		44.912	190,31	36.162.475	75.889.140	0,02%	321.607	100,00%	36,77%	-5,35%	31,32%
ITALMOBILIARE RSP	MTA		28.533	120,90	3.061.496	27.664.556	0,01%	117.223	100,00%	20,08%	-22,02%	34,83%
KME GROUP RSP	MTA		7.850	33,26	14.392.675	5.429.259	0,00%	23.005	100,00%	35,42%	-23,92%	38,22%
MILANO ASSICURAZIONI RSP	MTA		26.127	110,71	174.182.201	49.969.134	0,01%	211.734	100,00%	182,23%	94,68%	48,19%
MONTEFIBRE RSP	MTA		3.141	13,31	6.038.874	1.129.955	0,00%	4.788	74,58%	24,90%	-12,35%	58,85%
PIRELLI & C RSP	MTA		12.241	51,87	5.266.462	27.731.678	0,01%	117.507	100,00%	46,08%	26,52%	27,70%
RCS MEDIAGROUP RSP	MTA		17.481	74,07	40.231.505	24.004.985	0,01%	101.716	99,15%	146,95%	14,10%	66,59%
SAES GETTERS RSP	MTA		15.003	63,57	4.236.148	22.026.200	0,00%	93.331	100,00%	61,55%	36,32%	26,41%
SEAT PAGINE GIALLE RSP	MTA		945	4,00	64.253	62.467	0,00%	265	57,20%	10,12%	-14,78%	65,09%
STEFANEL RSP	MTA						0,00%		0,00%			
TELECOM ITALIA MEDIA RSP	MTA		1.134	4,81	537.784	125.833	0,00%	533	81,78%	10,49%	44,43%	86,73%
TELECOM ITALIA RSP	MTA		610.196	2.585,58	5.429.517.138	3.497.319.701	0,74%	14.819.151	100,00%	96,59%	-11,83%	29,50%
UNICREDITO ITALIANO RSP	MTA		9.486	40,19	1.745.793	17.801.286	0,00%	75.429	99,58%	77,21%	29,16%	64,48%
ZUCCHI RSP	MTA		1.150	4,87	5.494.602	1.235.810	0,00%	5.236	74,15%	171,86%	-19,00%	51,98%
REVOCATI												
FIAT INDUSTRIAL RSP	MTA		52.841	544,75	23.927.352	137.079.517	0,,03%	1.413.191	100,00%			32,39%
FIAT RSP	MTA		51.985	535,93	36.396.196	143.897.419	0,03%	1.483.479	100,00%			36,73%
TOTALE			**1.548.119**	**7.313,15**	**7.492.708.982**	**6.309.846.138**		**28.746.635**				
MEDIA PER TITOLO GG			**51.604**					**958.221**				**152,16%**
MEDIANA PER TITOLO GG			**10.346**					**84.380**				**38,61%**

BIBLIOGRAFIA

ABBADESSA P. & GINEVRA E., *sub art. 2325*, in G. NICCOLINI & A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004

ABBADESSA P., *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Milano, 1975.

ABBADESSA P., *La società per azioni fra passato e futuro: l'assemblea*, in AA.VV., *La riforma delle società per azioni non quotate*, Milano, 2000.

ABRIANI N., *Art. 145*, in G. COTTINO (diretto da), *Corporate governance. La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati. Commentario*, in *Giur. it.*, 1998.

ACQUARONE A., *L'unificazione legislativa e i codici del 1865*, Milano, 1960.

ALCES K. A., *Debunking the Corporate Fiduciary Myth*, 35 *J. Corp. L.* 239 (2009-2010) e disponibile presso il sito http://ssrn.com/abstract=1352595.

ALCHIAN A. & DEMSETZ H., *Production, Information Costs, and Economic Organization*, in *American Economic Review*, 1972,

ALEXANDER G.A., *A Cognitive Theory of Fiduciary Relationships*, 85 Cornell L. Rev. 767 (2000).

ALLEGRI V., *Categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, II.

ALLEGRI V., *Osservazioni sul privilegio nella ripartizione degli utili riservato alle azioni di risparmio nel progetto di riforma delle società*, in F. FENGHI & A. SANTAMARIA (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia. Atti del convegno internazionale di studi sulla riforma delle società per azioni (Venezia 6-8 ottobre 1966)*, Milano, 1968.

ALLEN W.T. *et al.*, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, New York, 3 ed., 2009.

ALLEN W.T., *Our Schizofrenic Conception of The Business Corporation*, 14 *Cardozo L. Rev*. 261, 264 (1992-1993).

ANDREANI G. & RISSO D., *La ritenuta del 20% sugli utili da partecipazioni*, in *Corr. trib.*, 2012, XVIII.

ANGELICI C., *La partecipazione azionaria nella società per azioni*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato*, Torino, XVI, 1985.

ARENA A., *Spunti sul progetto di riforma delle società per azioni con accenni all'eccesso di potere ed alle azioni di risparmio*, in F. FENGHI & A. SANTAMARIA (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia. Atti del convegno internazionale di studi sulla riforma delle società per azioni (Venezia 6-8 ottobre 1966)*, Milano, 1968.

ASCARELLI T., *Considerazioni in tema di società e personalità giuridica*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, I.

ASCARELLI T., *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956.

ASCARELLI T., *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1951

ASCARELLI T., *L'interesse sociale dell'art. 2441 c.c.*, in *Riv. soc.*, 1956.

ASCARELLI T., *Principi e problemi delle società anonime*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952.

ASCARELLI T.,, *Disciplina delle società per azioni e legge antimonopolistica*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1955.

ASQUINI A., *I battelli del Reno*, *ibid.*, 1959, pp. 625 ss. (e in *Scritti*, III, Padova, 1961.

ASQUINI A., *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. soc.*, 1961, IV.

ASQUINI A., *Relazione al Congresso «Il problema della tutela delle minoranze nel diritto italiano e tedesco»*, in *Riv. dir. comm.*, 1966, I.

ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla società aperta. Cento tesi per la riforma del governo societario in Italia*, Bologna, 1997.

Associazione Italiana Analisti Finanziari (AIAF), *Le azioni di risparmio. Analisi economica e prospettiva di riforma*, in *Quaderni Associazione italiana degli analisti finanziari*, n. 86, Milano, 1997.

ASSOGESTIONI, *Le azioni di risparmio. Analisi economica e prospettiva di riforma*, in *Quaderni di documentazione e ricerca*, n. 18, Roma, 1997.

AUTORI L., *Art. 146*, in P. MARCHETTI & L.A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, II, Milano, 1999.

AUTORI L., *Art. 147*, in P. MARCHETTI & L.A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, II, Milano, 1999.

BAINBRIDGE S.M. *et al.*, *The Convergence of Good Faith and Oversight*, 55 *U.C.L.A. L. Rev.* 559 (2008).

BAINBRIDGE S.M., *The Short Life and Resurrection of Rule 19c-4*, 69 *Wash. U. L. Q.* 565 (1991).

BALBI C.E., *Azioni di risparmio: aumento di capitale e riconversione*, in *Giur. comm.*, 1991, I.

BALZARINI P., *Le azioni senza diritto di voto. Prassi statutaria e profili di diritto comparato*, Milano, 1992.

BARCELLONA E., *Rischio e potere nel diritto societario riformato*, Torino, 2012.

BARRON BASKIN J. & MIRANTI P.J. Jr., *A History of Corporate Finance*, Cambridge, 1997.

BAYNES D.C., *The Philosophy of Corporate Control: A Treatise on the Law of Fiduciary Duty*, Chicago, 1986.

BEBCHUK L.A. & HIRST S., *Private Ordering and the Proxy Access Debate*, 65 *Bus. Law.* 329 (2010).

BEBCHUK L.A. & JACKSON R.J. Jr., *Corporate Political Speech: Who decides?*, 124 *Harv. L. Rev*. 83 (2010).

BEBCHUK L.A., *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, NBER Working Paper n. 7203 (1999).

BEBCHUK L.A., *The Myth of the Shareholder Franchise*, 93 *Va. L. Rev*. 675 (2007); *ID*., *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, 69 *U. Chi. L. Rev*. 973 (2002).

BECHT M. & ROELL A., *Blockholdings in Europe: An International Comparison*, 43 *Eur. Econ. Rev*. 1049 (1999).

BELVISO U., *Art. 145*, in G. ALPA & F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998.

BELVISO U., *Il significato delle azioni di risparmio*, in *Giur. comm*., 1976, I.

BELVISO U., *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato*, Torino, XVII, 1985.

BERLE A.A. Jr., *Corporate Powers as Powers in Trust*, 44 *Harv. L. Rev*. 1049, 1074 (1932).

BIANCHI M. & BIANCO M., *Italian Corporate Governance in the Last 15 Years: From Pyramids, to Coalitions?*, ECGI Finance Working Paper n. 144/2006, disponibile presso il sito http://ssrn.com/abstract=952147.

BIANCHI M. *et al*., *Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy*, in F. BARCA & M. BECHT (a cura di), *The Control of Corporate Europe*, Oxford, 2001.

BIANCHI M. *et al*., *Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy*, in F. BARCA & M. BECHT (eds.), *The Control of Corporate Europe*, Oxford, 2001.

BIGHELLI M., *Gli aumenti di capitale delle società quotate. Un'analisi economico-finanziaria*, Torino, 1996.

BIONE M., *Azioni*, in G.E. COLOMBO & G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. II, tomo I, Torino, 1991.

BIONE M., *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giur. Comm.*, 2011, V.

BIONE M., *Le azioni di risparmio tra mito e realtà*, in *Giur. comm.*, 1975, I.

BIRKS P., *The Content of the Fiduciary Obligation* (2000) 34 *Israel. L. Rev.* 3 (2000).

BISHOP C.G., *Directorial Abdication and the Taxonomic Role of Good Faith in Delaware Corporate Law*, 2007 *Mich. St. L. Rev.* 905 (2007).

BLACK B.S. & KRAAKMAN R., *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*, 109 *Harv. L. Rev.* 1911, 1945 (1996).

BLACK B.S., *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, 48 *UCLA L. Rev.* 781 (2000).

BLANDINI A., *Limitazione del diritto di voto nelle società "aperte"*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, II.

BLANDINI A., *Riforma del risparmio e società quotate: voto segreto, voto di lista e dintorni*, in *Le Soc.*, 2006, III.

BLANDINI A., *Società quotate e società diffuse*, in P. PERLINGIERI (diretto da), *Trattato di diritto civile del Consiglio nazionale del Notariato*, Napoli 2005.

BLOCH L. & KREMP E., *Ownership and Control in France*, European Corporate Governance Network, Working Paper 1997.

BRANSON D.M., *Corporate Governance "Reform" and the New Corporate Social Responsibility*, 62 *U. Pitt. L. Rev.* 205, 209 (2001).

BRATTON Jr. W.W., *The New Economic Theory of The Firm: Critical Perspectives from History*, 41 *Stan. L. Rev.* 1471 (1989).

BRATTON W.W., *Self-Regulation, Normative Choice and the Structure of Corporate Fiduciary Law*, 61 *Geo. Wash. L. Rev.* 1084 (1993).

BRATTON W.W., *The "Nexus of Contract" Corporation: A Critical Appraisal*, 74 *Cornell L. Rev.* 407 (1989).

BRATTON W.W., *Corporate Finance – Cases and Materials*, New York, 6 ed., 2008.

BRESCIA MORRA C. *et al.*, *Editoriale*, in *Analisi Giuridica dell'Economia* (AGE), 2010, 2.

BROGLIO E., *Difesa della società per azioni (1843)*, in *Riv. soc.*, 1969.

BRUDNEY V., *Contract and Fiduciary Duty*, 38 *Bost. C. L. Rev.* 595 (1997).

BRUDNEY V., *Corporate Governance, Agency Costs and the Rhetoric of Contract*, 85 *Colum. L. Rev.* 1403 (1985).

BRUNER C.M., *Good Faith, State of Mind, and the Outer Boundaries of Director Liability in Corporate Law*, 41 *Wake Forest L. Rev.* 1131 (2006).

BRUNO F. & ROZZI A., *Dall'azione di risparmio all'Azione Sviluppo: il primo strumento finanziario ibrido "qualificato",* in *Le Soc.*, 2008, VII.

BRUNO S. & RUGGIERO E., *Italy*, in S. BRUNO & E. RUGGIERO (a cura di), *Public Companies and the Role of Shareholders. National Models towards Global Integration*, Leiden, 2011.

BRUNO S., *Il ruolo dell'assemblea di S.P.A. nella* Corporate Governance, Padova, 2012.

BRYAN M., *Parents as Fiduciaries: A Special Place in Equity*, 3 *Int'l. J. Child. Rts.* 227 (1995).

BUONOCORE V., *Il diritto agli utili nella disciplina delle azioni ordinarie e delle azioni di risparmio*, in F. FENGHI & A. SANTAMARIA (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia. Atti del convegno internazionale di studi sulla riforma delle società per azioni (Venezia 6-8 ottobre 1966)*, Milano, 1968.

BUONUOMO D., *Società e controllo pubblico*, Milano, 1978.

BUTLER H.N. & RIBSTEIN L.E., Opting *Out of Fiduciary Duties: A Response to the Anti-Contractarians*, 65 *Wash. L. Rev.* 1 (1990).

BUTTARO L., *Le azioni senza voto*, in F. FENGHI & A. SANTAMARIA (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia. Atti del convegno internazionale di studi sulla riforma delle società per azioni (Venezia 6-8 ottobre 1966)*, Milano, 1968.

BUXBAUM R.M., *Preferred Stock – Law and Draftsmanship*, 42 *Cal. L. Rev.* 243 (1954).

BUZZI U., *Azioni privilegiate e azioni speciali nella pratica statutaria*, in *Riv. Soc.*, 1959.

CAMMARATA S., *I principi fondamentali dei Fiduciary Duties*, in E. RUGGIERO (a cura di), *Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto*, Roma, 2003.

CAMMARATA S., *Il dovere di diligenza dell'amministratore secondo il diritto statunitense*, in V. ALFERNI & G. VISINTINI (a cura di), *Principi civilistici nella riforma del diritto societario: atti del convegno, Imperia, 26-27 settembre 2003*, Torino, 2004.

CAMPBELL R.B. Jr., *A Positive Analysis of the Common Law of Corporate Fiduciary Duties*, 84 *Ky. L.J.* 455, 477 (1996).

CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale, Diritto delle società*, Torino, 1995.

CAMPOBASSO G.F., *Diritto Commerciale*, II, Torino, 2002.

CAMPOBASSO G.F., *Le azioni di risparmio nel progetto di riforma delle società commerciali*, in *Banca borsa*, 1969, I.

CARUSO C., *Conformazione statutaria del privilegio "reddituale" e definizione legale del contenuto delle azioni (di risparmio)*, in *Banca borsa,* 2003, IV.

CECCHI P., *Gli amministratori di società di capitali*, Milano, 1999.

CERA M., *Il passaggio di riserve a capitale*, Milano, 1988.

CERADI & GEORGESON, *FTSE MIB Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze*, Roma, 2010.

CESARINI F., *Le azioni di risparmio: la prassi*, in G. COLOMBO & F. CESARINI (a cura di), *La legge 216 dieci anni dopo – Aspetti societari*, Milano, 1985 e in *Riv. soc.*, 1984.

CHIARAVIGLIO L., *Attualità delle azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1977.

CHIEFFI A., *Azioni di categoria speciale convertibili in caso di opa: il pendolo della regolamentazione e l'evoluzione degli orientamenti della CONSOB,*, in *RDS*, 2010, III.

CIVITELLI M., *La riforma delle società di capitali e le azioni di risparmio*, in *Giur. Comm.*, 2004, IIIS.

CLAESSENS S. *et al.*, *On Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia*, World Bank, Working Paper No. 2088, 1999, disponibile presso il sito http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstractid=202390.

CLARK R.C., *Agency Costs versus Fiduciary Duties*, in *Principals and Agents: The Structure of Business*, (J.W. PRATT & R.J. ZECKHAUSER eds., 1985.

CLARK R.C., *Contracts, Elites and Tradition in the Making of Corporate Law*, 89 *Colum. L. Rev.* 1703 (1989).

COASE R., *The Nature of the Firm*, in *Economica*, 1937.

COATES IV J.C., *State Takeover Statutes and Corporate Theory: The Revival of an Old Debate*, 64 *N.Y.U. L. Rev.* 806 (1989).

COFFEE J.C. Jr., *No Exit?: Opting Out, the Contractual Theory of the Corporation and the Special Case of Remedies*, 53 *Brook. L. Rev.* 919 (1988).

COFFEE J.C. Jr., *Racing Toward the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on Corporate Governance*, 102 *Colum. L. Rev.* 1757 (2002).

COLOMBO G.E. & MARCHETTI P., Delisting e azioni di risparmio (due pareri contrapposti), in *Banca borsa,* 2002, III.

Commissione Reale per la Riforma dei Codici, Sottocommissione B, Codice di commercio, II, *Relazione sul progetto*, Provveditorato generale dello Stato, 1925.

CONAGLEN M., *Fiduciary Loyalty: Protecting the Due Performance of Non-Fiduciary Duties*, Portland, 2010.

CONAGLEN M., *The Nature and Function of Fiduciary Loyalty*, 121 *Law Q. Rev.* 452 (2005).

COOTER R. & FREEDMAN B.J., *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences*, in 66 *NYU L. Rev.*, 1045, 1075 (1991).

COSTA C., *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio (nell'organizzazione della società per azioni)*, Milano, 1984.

COSTA C., *Le assemblee speciali*, in G.E. COLOMBO & G.B. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1993, 3, II.

COSTI R., *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990.

COTTINO G., *Contrattualismo ed istituzionalismo (Variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppo)*, *Riv. soc.*, 2005.

COTTINO G., *Diritto commerciale. Le società e le altre associazioni economiche*, Padova, 1994.

COX J.D. & LEE HAZEN T., *Business Organizations Law*, New York, 3 ed., 2011.

CREMER J., *Cooperation in Ongoing Organizations*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1986.

CROSS F.B., *Law and Trust*, 93 *Geo. L. J.* 1457 (2005).

D'ALESSANDRO F., *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I.

D'ALESSANDRO F., *Il diritto delle società da i «battelli del Reno» alle «navi vichinghe»*, in *Foro it.*, 1988, V.

DAVIS K.B., *Judicial Review of Fiduciary Decisionmaking: Some Theoretical Perspectives*, 80 *N.W. U. L. Rev.* 1 (1985-1986).

DE ACUTIS M., *Il diritto dell'azionista di risparmio di impugnare le deliberazioni invalide e l'emissione di azioni di risparmio con sopraprezzo*, in *Giur. comm.*, 1992, II.

DE ACUTIS M., *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli «altri strumenti finanziari»*, in G. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004.

DE ACUTIS M., *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981.

DE LORENZI V., *L'"agency" economica e il mandato giuridico*, in P. CENDON (a cura di), *Scritti in onore di Rodolfo Sacco: la comparazione giuridica alle soglie del terzo millennio*, I, Milano: Giuffrè, 1994.

DE NICOLA A., *Sub art. 2380-bis*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008.

DeMOTT D.A., *Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation*, 1988 *Duke L. J.* 879 (1988).

DeMOTT D.A., *Breach of Fiduciary Duty: On Justifiable Expectations of Loyalty and Their Consequences*, 48 *Ariz. L. Rev.* 925 (2006).

DeMOTT D.A., *Causation in the Fiduciary Realm*, 91 *B.U. L. Rev.* 851 (2011).

DeMOTT D.A., *Disloyal Agents*, 58 *Ala. L. Rev.* 1049 (2006-2007).

DeMOTT D.A., *Fiduciary Obligation Under Intellectual Siege: Contemporary Challenges to the Duty to be Loyal*, (1992) 30 *Osgoode Hall L. J.* 471 (1992)).

DESANA E., *Le azioni e il diritto di voto, in S. AMBROSINI (a cura di), La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, Torino, 2003.

DEWEY J., *The Historic Background of Corporate Legal Personality*, 35 *Yale L.J.* 655 (1926).

DI SABATO F., *Manuale delle società*, Torino, 1995.

DODD Jr. E.M., *For Whom Are Our Corporate Managers Trustees*?, 45 *Harv. L. Rev*. 1145, 1163 (1932).

DODD Jr. E.M., *The Evolution of Limited Liability in American Industry: Massachusetts*, 61 *Harv. L. Rev*. 1351, 1361-1366 (1948).

DUGGIN S.H. & GOLDMAN S.M., *Restoring Trust in Corporate Directors: The Disney Standard and the New Good Faith*, 56 *Am. U. L. Rev.* 211 (2006).

E. BANKS, *Finance – The Basics*, New York, 2 ed., 2011.

EASTERBROOK F.H. & FISCHEL D.R., *Contract and Fiduciary Duty*, 36 *J. of Law and Econ.* 425, 446 (1993).

EASTERBROOK F.H. & FISCHEL D.R., *The Corporate Contract*, 89 *Colum. L. Rev*. 1416 (1989).

EASTERBROOK F.H. & FISCHEL D.R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, 1991.

EASTERBROOK F.H. & FISCHEL D.R., *Voting in Corporate Law*, 26 *J. L. & Econ.* 395, 403-404 (1983).

EDELMAN J., *When do Fiduciary Duties Arise?*, 126 *Law Q. Rev*. 302 (2010).

EDWARDS J.S.S. & WEICHENRIEDER A.J., *Ownership Concentration and Share Valuation*, 5 *Ger. Econ. Rev*. 143 (2004).

EISENBERG M.A., *The Duty of Good Faith in Corporate Law*, 31 *Del. J. Corp. L.* 1 (2005).

ELENA N., *Le azioni con voto plurimo o con voto altrimenti privilegiato nelle società commerciali italiane*, Torino, 1927.

EVESON T.H., *Financial and Bank-Holding Company Issuance of Trust Preferred Securities*, 6 N.C. Banking Institute 315-317 (2002).

FAMA E., *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in *Journal of Political Economy*, 1980.

FENGHI F. & SANTAMARIA A. (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia. Atti del convegno internazionale di studi sulla riforma delle società per azioni (Venezia 6-8 ottobre 1966)*, Milano, 1968.

FENGHI F., *Appunti sulle azioni di risparmio*, in *Banca borsa*, 1982, I.

FERRARA F. Jr. & CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1996.

FERRARA F. Jr., *La riforma della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1962.

FERRI G., *Le società*, Torino, 1985.

FERRI G., *Il progetto di riforma della società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1965, I.

FERRI G., *La filosofia della miniriforma delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1975, I.

FERRI G., *La riforma della società per azioni secondo la legge 7 giugno 1974, n. 216 e decreti legislativi 31 marzo 1975, nn. 136, 137 e 138*, Torino, 1976.

FERRI G., *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 1961, I.

FERRI G., *Non necessità di attendere la riforma comunitaria; il problema della nominatività obbligatoria dei titoli azionari; i controlli pubblici*, in F. FENGHI & A. SANTAMARIA (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia. Atti del convegno internazionale di studi sulla riforma delle società per azioni (Venezia 6-8 ottobre 1966)*, Milano, 1968.

FERRI G., *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956.

FERRO LUZZI P., *Le azioni di risparmio*, in *La riforma-stralcio della società per azioni e la piccola riforma della borsa valori. Atti del Seminario promosso dalla Facoltà di Economia e Commercio dell'Università Cattolica e dall'associazione per lo sviluppo degli studi di banca e borsa (Milano 11-13 novembre 1974)*, Milano, 1975.

FERRO LUZZI P., *Le azioni di risparmio; «vingt ans après»*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998.

FINN P.D., *Contract and the Fiduciary Principle*, 12 U.N.S.W. L. J. 76 (1989).

FINN P.D., *Fiduciary Obligations*, Sydney, 1977.

FINN P.D., *The Fiduciary Principle*, in T.G. YOUDAN (ed.), *Equity, Fiduciaries and Trusts*, Toronto, 1989.

FITZGIBBON S., *Fiduciary Relationships Are Not Contracts*, 82 *Marq. L. Rev.* 303 (1999).

FLANNIGAN R., *Fiduciary Obligation in the Supreme Court*, 54 *Sask. L. Rev.* 45 (1990).

FLANNIGAN R., *The Economics of Fiduciary Accountability*, 32 *Del. J. Corp. L.* 393 (2007).

FLANNIGAN R., *The Fiduciary Obligation*, 9 *Oxford J. Legal Stud.* 285 (1989).

FLORA P. & VECCHIO C., *Alcune riflessioni sulle possibili conseguenze fiscali dalle novità introdotte dalla riforma del diritto societario in materia di azioni e di altri strumenti partecipativi*, in *Boll. trib.,* 2003, VII.

FONTANA S., *Le azioni privilegiate nella pratica statutaria*, in *Giur. comm.*, 1976, I.

FRANCESCHELLI R., *Momenti e profili giuridici dell'azionariato popolare*, in *Riv. dir. comm.*, 1962.

FRANCESCHELLI R., *Osservazioni e critiche al progetto di riforma: opportunità di una disciplina organica della società per azioni*, in F. FENGHI & A. SANTAMARIA (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia. Atti del convegno internazionale di studi sulla riforma delle*

società per azioni (Venezia 6-8 ottobre 1966), Milano, 1968.

FRANKEL T., *Fiduciary Duties as Default Rules*, 74 *Or. L. Rev*. 1209 (1995).

FRANKEL T., *Fiduciary Law*, 71 *Cal. L. Rev.* 795, 836 (1983).

FRANKEL T., *Fiduciary Law: Analysis, Definitions, Duties, Remedies Over History and Culture*, Anchorage, 2007, p. 26.

FRANKS J. & MAYER C., *Ownership, Control and the Performance of German Corporations*, Working Paper, London Business School, 1997

FREEDMAN R.E. & EVAN W.M., *Corporate Governance: A Stakeholder Interpretation*, 19 *J. Behavioral Econ*. 337 (1990).

FRENCH P.A., *The Corporation as a Moral Person*, 16 *Am. Philo. Q*. 207, 211-215 (1979)

FREUND E., *The Legal Nature of Corporations* (1897).

FUNARI F., *Conversione di azioni di risparmio in azioni ordinarie*, in *Le Soc.*, 2001, VIII.

G. AULETTA, *L'ordinamento della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961.

GALGANO F., *Diritto commerciale. Le società*, Bologna, 2004.

GALGANO F., *Giudizio sulla riforma-stralcio della società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1974, I.

GALGANO F., *Il nuovo diritto societario*, Padova, 2003, pp. 33 ss., R. LENER, *L'assemblea nelle società di capitali*, in R. LENER & A. TUCCI (a cura di), *Le società di capitali*, Torino, 2000, pp. 1 ss.

GALGANO F., *La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza*, Bologna, 2007.

GALGANO F., *La società per azioni*, in F. GALGANO (diretto da), Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, VII, Padova, 1988.

GALGANO F., *Le istituzioni dell'economia capitalistica. Società per azioni, Stato, classi sociali*, 2 ed., Bologna, 1980.

GALGANO F., *Le società per azioni. Le altre società di capitali. Le cooperative*, Bologna, 1974.

GALGANO F., *Recensione a Mignoli*, in *Riv. dir. civ.*, 1961, I.

GALLETTI D., *Azioni di risparmio e destinazione al mercato: vecchio e nuovo nella disciplina delle società "quotate"*, in *Banca borsa*, 1999, V.

GAMBARO A., *Problemi in materia di riconoscimento degli effetti dei* trusts *nei paesi di* civil law, in *Riv. dir. civ.*, 1984, I.

GAMBINO A., *Il principio di correttezza nell'assemblea delle società per azioni*, Milano, 1987.

GELPI A. , *Le azioni di risparmio*, in F. FENGHI & A. SANTAMARIA (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia. Atti del convegno internazionale di studi sulla riforma delle società per azioni (Venezia 6-8 ottobre 1966)*, Milano, 1968.

GETZLER J., *Duty of Care*, in P. BIRKS & A. PRETTO (eds.), *Breach of Trust*, Oxford, 2002.

GHIDINI M., *Contributo agli studi per la riforma della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1963.

GIAMPAOLINO C.F., *Le azioni speciali*, Milano, 2004.

GILSON R.J., *Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes*, 73 *Va. L. Rev.* 807 (1987).

GLOVER J., *Is Breach of Confidence a Fiduciary Wrong? Preserving the Reach of Judge-Made Law*, 21 Legal Stud. 594 (2001).

GOLD A.S., *The New Concept of Loyalty in Corporate Law*, 43 *U.C. Davis L. Rev*. 457 (2009).

GOMBOLA M.J. & OGDEN W., *Effects of a Sinking Fund on Preferred Stock Marketability: A Probit Analysis*, 27 *Q. J. Bus. Econ.* 41 (1988).

GORDON J.N., *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 *Cal. L. Rev.* 3, 60 (1988).

GRANDE STEVENS F., *A chi sono utili le azioni di risparmio?*, in F. FENGHI & A. SANTAMARIA (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia. Atti del convegno internazionale di studi sulla riforma delle società per azioni (Venezia 6-8 ottobre 1966)*, Milano, 1968.

GRANDE STEVENS F., *Azioni di risparmio e sopraprezzo*, in *Banca borsa*, 1983, I.

GRASSETTI C., *Trust Anglosassone. Proprietà fiduciaria e negozio fiduciario*, in *Riv. dir. comm.*, 1936, I-II.

GRAZIADEI M., *Agency*, voce in *Digesto, Discipline Privatistiche, Sezione Commerciale*, I.

GRAZIADEI M., *Trusts nel diritto anglo-americano*, voce in *Digesto, Discipline Privatistiche, Sezione Commerciale*, XVI.

GRAZIANI A. *et al.*, *Manuale di diritto commerciale*, Napoli, 1990.

GRECO P., *Considerazioni generali sulla riforma della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1966.

GREGORY W.A., *The Fiduciary Duty of Care: A Perversion of Words*, 38 *Akron L. Rev*. 181 (2005).

GRIFFITH S.J., *Good Faith Business Judgment: A Theory of Rhetoric in Corporate Law Jurisprudence*, 55 *Duke L. J.* 123 (2005).

GRIPPO G., *Il recesso del socio*, in G.E. COLOMBO & G.B. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1993, VI.

GROSSMAN S.J. & HART O.D., *One Share-One Vote and the Market for Corporate Control*, 20 *J. Fin. Econ*. 175 (1988).

GROSSO P., *Categorie di azioni e assemblee speciali. Milano*, 1999.

GUASTI A., *Privilegi azionari e voto plurimo nelle società anonime italiane ed estere*, Milano, 1927.

GUERRA P., *Le azioni di risparmio e le partecipazioni incrociate nella legge n. 216*, in *Riv. soc.*, 1976.

GUIZZI G., *Gli amministratori di società di capitali*, in R. ALESSI & M. RESCIGNO (a cura di), *Diritto delle società*, Milano, 1998.

H. MARSH Jr., *Are Directors Trustees?*, 22 *Bus. Law.* 35 (1966-1967).

HAMILTON R.W. & BOOTH R.A., *Corporation Finance*, St. Paul, 3 ed., 2001.

HARRIS M. & RAVIV A., *Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules*, 20 *J. Fin. Econ*. 203 (1988).

HARRIS T.J., *Modeling the Conversion Decisions of Preferred Stock*, 58 *Bus. Law*. 587 (2002-2003).

HINTMANN C.G., *You Gotta Have Faith: Good Faith in the Context of Directorial Fiduciary Duties and the Future Impact on Corporate Culture*, 49 *St. Louis U. L. J.* 571 (2005).

HOLLADAY N.M., *The Limited Fiduciary Duties Owed by Corporate Managers to Preferred Stockholders: A Need for Change*, 88 *Ky. L.J*. 87 (1999-2000).

HOLMES O.W., *The History of Agency*, in 4 *Harv. L. Rev.* 345 (1891) e 5 *Harv. L. Rev.* 1 (1891).

HORWITZ M.J., Santa Clara *Revisited: The Development of Corporate Theory*, 88 *W. Va. L. Rev*. 173, 174-202 (1985).

HOVENKAMP H., *Enterprise and American Law 1836-1937* (1991), 42-43.

HUNT P. *et al.*, *Basic Business Finance: A Text*, Homewood, 5 ed., 1974.

IANNUZZI M., *Emissione delle azioni di risparmio con sopraprezzo*, in *Riv. soc.*, 1982.

Istituto per la Ricerca Sociale (IRS), *Rapporto Irs 1997*, Milano, 1998.

JAEGER P.G. & DENOZZA F., *Appunti di diritto commerciale, impresa e società*, Milano, 1994.

JAEGER P.G., *L'interesse sociale*, Milano, 1964, *ID.*, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'ani dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I.

JARACH L., *Risarcimento dei danni dell'azionista; diritto d'intervento dei titolari delle azioni di risparmio; divieto delle clausole di gradimento*, in F. FENGHI & A. SANTAMARIA (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia. Atti del convegno internazionale di studi sulla riforma delle società per azioni (Venezia 6-8 ottobre 1966)*, Milano, 1968.

JENSEN M. & MECKLING W., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976.

JOHNSON L., *The Delaware Judiciary and the Meaning of Corporate Life and Corporate Law*, 68 *Tex. L. Rev.* 865 (1990).

JONES G., *Unjust Enrichment and the Fiduciary's Duty of Loyalty*, 84 *Law Q. Rev.* 472 (1968).

KLEIN W.A. *et al.*, *Business Organization and Finance – Legal and Economic Principles*, New York, 11 ed., 2010.

KRAAKMAN R. *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2 ed., 2009.

L.S. SEALY, *The Director as Trustee*, 1987 *Cambridge L. J.* 83 (1987).

LA PORTA R. *et al.*, *Legal Determinants of External Finance*, 52 *J. Fin.* 1131, 1142 (1997).

LABY A., *Resolving Conflicts of Duty in Fiduciary Relationships*, 54 *Am. U. L. Rev*. 75 (2004).

LABY A., *The Fiduciary Obligation as the Adoption of Ends*, 56 *Buff. L. Rev*. 99 (2008).

LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca borsa*, 2003, I.

LANGBEIN J.H., *Questioning the Trust Law Duty of Loyalty: Sole Interest or Best Interest?*, 114 *Yale L. J*. 929 (2004-2005).

LANGBEIN J.H., *Rise of the Management Trust*, Tr. & Est., Oct. 2004, 52.

LANGBEIN J.H., *The Contractarian Basis of the Law of Trusts*, 105 *Yale L. J.* 625 (1995).

LANGBEIN J.H., *Why Did Trust Law Become Statute Law in the United States?*, 58 *Ala. L. Rev*. 1069 (2007).

LaPORTA R. *et al*., *Corporate Ownership Around The World*, 54 *J. of Fin*. 471 (1999).

LaPORTA R. *et al*., *Law and Finance*, 106 *J. Pol. Econ*. 1113 (1998)

LaPORTA R. *et al*., *Legal Determinants of External Finance*, 54 *J. of Fin*. 471 (1997)

LASKI H.J., *The Personality of the Associations*, 29 *Harv. L. Rev.* 404 (1916).

LEIB E., *Friends as Fiduciaries*, 86 *Wash. U. L. Rev.* 665 (2008-2009).

LESLIE M.B., *Trusting Trustees: Fiduciary Duties and the Limits of Default Rules*, 94 *Geo. L. J*. 67 (2006-2007).

LEVI G., *Partecipazione del «risparmio famiglia» al rischio dell'impresa azionaria; sulla quotazione obbligatoria delle azioni ordinarie; sul diritto di intervento delle azioni di risparmio, ivi*, in F. FENGHI & A. SANTAMARIA (a cura di), *La riforma delle società di*

capitali in Italia. Atti del convegno internazionale di studi sulla riforma delle società per azioni (Venezia 6-8 ottobre 1966), Milano, 1968.

LOWENSTEIN L., *Shareholder Voting Rights: A Response to SEC Rule 19c-4 and to Professor Gilson*, 89 *Colum. L. Rev.* 979 (1988).

LUND A., *Opting Out of Good Faith*, 37 *Fla. St. U. L. Rev.* 189 (2010).

LUPOI M., *Agency*, voce in *Enciclopedia Giuridica*, I.

LUPOI M., *Trusts, I) Profili generali e diritto straniero*, voce in *Enciclopedia Giuridica*, XXXI.

LUPOI M., *Trusts, II) Convenzione dell'Aja e diritto italiano*, voce in *Enciclopedia Giuridica*, XXXI.

MADOFF R.D., *Unmasking Undue Influence*, 81 *Minn. L. Rev.* 571 (1997).

MALERBA F., *Apprendimento, innovazioni e capacità tecnologiche*, in *Economia e Politica Industriale*, 1988.

MANN S.V. & FABOZZI F.J., *Preferred Stock*, in F.J. FABOZZI (a cura di), *The Handbook of Financial Instruments*, New York, 2002.

MANNE H.G., *Some Theoretical Aspects of Share Voting*, 64 *Colum. L. Rev.* 1427 (1964).

MARANO P., *Legittimazione attiva del rappresentante comune degli azionisti di risparmio ed emissione di azioni di risparmio con sopraprezzo*, in *Giur. comm.*, 1991, II.

MARCHETTI P., *Commento alla legge 23 febbraio 1977, n. 49*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1978.

MARCHETTI P., *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni altra categoria in azioni di risparmio: uno statuto*, in *Riv. soc.*, 1984.

MARKHAM J.W. & LEE HAZEN T., *Corporate Finance – Cases and Materials*, St. Paul, 2004.

MARTIN S. & PARTNOY F., *Encumbered Shares*, 2005 *U. Ill. L. Rev.* 775 (2005).

MATTEI U., *Il conflitto di interessi come categoria ordinante. Interesse di un'ipotesi di lavoro*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, II.

MAUGERI M., *Azioni di risparmio e assemblee di categoria prime note sul coordinamento tra t.u.f. e nuovo diritto societario*, in *Giur. Comm.*, 2004, VI.

McDERMOTT R.T., *Legal Aspects of Corporate Finance*, New York, 4 ed., 2006.

McELLIN M.M., *Rethinking Jedwab: A Revised Approach to Preferred Shareholders Rights*, 2010 *Colum. Bus. L. Rev.* 895 (2010).

MENGONI L., *Appunti per una revisione della teoria del conflitto di interesse nelle deliberazioni di assemblea delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956.

MIGNOLI A., *Idee e problemi nell'evoluzione della «company» inglese*, in *Riv. soc.*, 1960.

MIGNOLI A., *L'interesse sociale*, *Riv. soc.*, 1958.

MIGNOLI A., *La nozione di categoria e le categorie di azioni ai sensi degli artt. 2348 e 2376 cod. civ.*, in *Riv. dir. comm.*, 1953, I.

MIGNOLI A., *Le assemblee speciali*, Milano, 1960.

MIGNOLI A., *L'interesse sociale*, in *La società per azioni. Problemi, letture, testimonianze*, Milano, 2002, v. I.

MILLER P.B., *A Theory of Fiduciary Liability*, 56 *McGill L. J.* 235 (2011).

MILLER P.B., *Justifying Fiduciary Duties*, 58 *McGill L. J.* (2013), in corso di pubblicazione e disponibile presso il sito http://ssrn.com/abstract=2083855.

MILTON D., *Theories of the Corporation*, 1990 *Duke L. J.* 201 (1990). In giurisprudenza, per tutte, vedasi *Dodge v. Ford Motor Co.*, 170 N.W. 668 (Mich. 1919).

MINERVINI (a cura di), *La recente riforma della s.p.a.*, Napoli, 1976.

MINERVINI G., *Considerazioni sul Progetto De Gregorio di riforma delle società per azioni, nel testo riveduto dal Comitato dei ministri*, in *Società, associazioni e gruppi organizzati*, Napoli, 1973.

MINERVINI G., *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956.

MINERVINI G., *L'istituzione del «controllo pubblico» sulle società per azioni. Prime valutazioni*, in *Giur. comm.*, 1974, I.

MINERVINI G., *Società per azioni: riforma anno zero*, in *Riv. soc.*, 1967.

MINERVINI G., *Sull'applicabilità delle società ammesse al mercato ristretto della disciplina relativa alle società con azioni quotate in borsa*, in *Banca borsa*, 1982, I.

MINERVINI G., *Sulla tutela dell'«interesse sociale» nella disciplina delle delibere assembleari e di consiglio*, in *Riv. dir. civ.*, 1956.

MINERVINI G., *Un progetto di riforma della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1964.

MIOLA M., *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, IV-VI.

MITCHELL L., *The Naked Emperor: A Corporate Lawyer Looks at RUPA's Fiduciary Provisions*, 54 *Wash. & Lee L. Rev.* 465 (1997).

MITCHELL L.E., *The Death of Fiduciary Duty in Close Corporations*, 138 *U. Pa. L. Rev.* 1675 (1989-1990).

MITCHELL L.E., *The Fairness Rights of Corporate Bondholders*, 65 *N.Y.U. L. Rev.* 1165 (1990).

MITCHELL L.E., *The Puzzling Paradox of Preferred Stock (and Why We Should Care About It)*, 51 *Bus. Law.* 443 (1996).

MONTALENTI P., La società quotata, Padova, 2004.

MONTI A., *Le azioni di risparmio e la nozione di «interesse sociale»; un nuovo istituto di fronte ad una vecchia questione*, in *Giur. comm.*, 1983, I.

MOSSA L., *Trattato del nuovo diritto commerciale*, IV, *Società per azioni*, Padova, 1957.

MUCCIARELLI G., *Il sopraprezzo delle azioni*, Milano, 1997.

MUCCIARELLI G., *L'aumento gratuito dl capitale*, in G.E. COLOMBO & G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Milano, 1996.

NELSON A. & WINTER S., *An Economic Theory of Economic Change*, Cambridge, 1982.

NICOLO' R., *Profili giuridici della riforma della società per azioni*, in F. FENGHI & A. SANTAMARIA (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia. Atti del convegno internazionale di studi sulla riforma delle società per azioni (Venezia 6-8 ottobre 1966)*, Milano, 1968.

NICOLO' R., *Prospettive della riforma delle società per azioni*, in *Riv. not.*, 1971.

NOBILI R. & VITALE M., *La riforma delle società per azioni*, Milano, 1975.

NOBILI R., *La disciplina delle azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1984.

NOTARI M., *Art. 145*, in P. MARCHETTI & L.A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, II, Milano, 1999.

NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003.

NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni*, in P. ABBADESSA & G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo*

diritto delle società. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, I, Torino, 2007.

NYSE Listed Company Manual, 313.00(B)(1)-(3) Voting Rights (2004).

O'CONNOR M.A., *How Should We Talk About Fiduciary Duty? Directors' Conflict-of-Interest Transactions and the ALI's* Principles of Corporate Governance, 61 *Geo. Wash. L. Rev.* 954 (1993).

OPPO G., *La tutela dell'azionista nel progetto di riforma*, in *Riv. soc.*, 1966.

OPPO G., *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, pp. 484 ss.

OPPO G., *Prospettive di riforma e tutela della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961.

PACCHI PEDUCCI S., *Autotutela dell'azionista e interesse dell'organizzazione*, Milano, 1993.

PADOA SCHIOPPA A., *Disciplina legislativa e progetti di riforma delle società per azioni in Italia (1862-1942)*, in *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano, 1992.

PANUCCIO V., *La «miniriforma» delle società per azioni*, in *Vita not.*, 1977.

PARDOLESI R. & VAN DEN BERGH R. (eds.), *Law and Economics: some further insights. Papers presented at the 7th Eale Conference, Rome, September 3-5, 1990*, Milano, 1990.

PARGENDLER M., *Modes of Gap Filling: Good Faith and Fiduciary Duties Reconsidered*, 82 *Tul. L. Rev.* 24 (2008).

PAVONE LA ROSA A., *Profili della tutela degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1965.

PESCATORE M., *Filosofia e dottrine giuridiche*, Roma, 1879, vol. II.

PESCATORE S., *L'impresa societaria a base capitalistica*, in V. BUONOCORE (a cura di), *Manuale di diritto commerciale*, 3 ed., Torino, 2001.

PISANI MASSAMORMILE A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in Riv. soc., 2003.

PORTALE G.B., *«Uguaglianza e contratto»: il caso dell'aumento del capitale sociale in presenza di più categorie di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I.

PORTALE G.B., *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1986.

PORTALE G.B., *La società quotata nelle recenti riforme (note introduttive)*, in *RDS*, 2007,I.

PORTALE G.B., *Opzione e sopraprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. comm.*, 1975, I.

PORTALE G.B., *Tra «deregulation» e crisi del diritto azionario comunitario*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, 1998.

PREITE D., *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in G.E. COLOMBO & G.B. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1993, 3, II.

Progetto Lombardi, in *Riv. soc.*, 1972.

Progetto Marchetti, corredato dalla Relazione introduttiva, in *Riv. soc.*, 1973.

Progetto Ascarelli, in *Riv. soc.* 1956.

RADIN M., *The Endless Problem of Corporate Personality*, 32 *Colum. L. Rev.* 643 (1932).

RAVA' R., *Il voto plurimo nelle società per azioni*, Bologna, 1929.

REED J.L. & NEIDERMAN M., *"Good Faith" and the Ability of Directors to Assert § 102(b)(7) of the Delaware General Corporation Law as a Defense to Claims Alleging Abdication, Lack of Oversight, and Similar Breaches of Fiduciary Duty*, 29 *Del. J. Corp. L.* 111 (2004).

Relazione al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998.

Relazione della prima Commissione ministeriale per la riforma della società per azioni, in *Riv. soc.*, 1964.

RIBSTEIN L.E., *Are Partners Fiduciaries*, 2005 *U. Ill. L. Rev.* 209 (2005).

RIBSTEIN L.E., *Fencing Fiduciary Duties*, 91 *B.U. L. Rev.* 899 (2011).

RIBSTEIN L.E., *Law v. Trust*, 81 *B.U. L. Rev.* 553 (2001).

RIPERT G., *Aspects juridiques du capitalisme*, Paris, 1946.

RISPOLI FARINA M., *Le «azioni di risparmio», democrazia e oligarchia nella gestione della s.p.a.*, in G. MINERVINI (a cura di), *La recente riforma della s.p.a.*, Napoli, 1976.

RIVOLTA G.C.M., *Profili della nuova disciplina del diritto di opzione nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1975, I.

ROBIGLIO N., *Le azioni di risparmio. Brevi osservazioni in margine azioni lla proposta di riforma*, in *Riv. della borsa*, 1989.

ROCK E.B. & WACHTER M., *Dangerous Liaisons: Corporate Law, Trust Law, and Interdoctrinal Legal Transplants*, in 96 *N.W. U. L. Rev.* 651, 671 (2002).

ROE M.J., *Bankruptcy and Corporate Reorganization*, New York, 3 ed., 2011.

RONDINONE N., *Storia inedita della codificazione civile*, Milano, 2003.

ROSENBERG D., *Making Sense of Good Faith in Delaware Corporate Fiduciary Law: A Contractarian Approach*, 29 *Del. J. Corp. L.* 491 (2005).

ROSSI G. & STABILINI A., *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003.

ROSSI G., *Il mercato finanziario dopo la legge 216*, in G.E. COLOMBO & F. CESARINI (a cura di), *La legge 216 dieci anni dopo*, Milano, 1985.

ROSSI G., *La grande impresa tra «privato» e «pubblico» e le leggi speciali*, in *Riv. soc.*, 1980.

ROTONDI M., *Come fare e come non fare la riforma delle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1965, I.

SALE H.A., *Delaware's Good Faith*, 89 *Cornell L. Rev.* 456 (2004).

SANTAMARIA A. & SCOTTI CAMUZZI S. (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia. Progetti e documenti*, Milano, 1966.

SANTINI G., *I «buchi» della riforma*, in *Giur. comm.*, 1974, I.

SANTORO V., *Dai progetti di riforma all'attuale miniriforma della società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1976, I.

SANTORO V., *sub art. 2351*, in M. SANDULLI & V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, I, Torino, 2003.

SANTOSUOSSO V., *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003.

SARTORI F., *Il modello economico dell'agency e il diritto: prime riflessioni*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2001, IV.

SCALLEN E.A., *Promises Broken, Promises Betrayed: Metaphor, Analogy, and the New Fiduciary Principle*, 1993 *U. Ill. L. Rev.* 897 (1993).

SCHWARCZ S.L., *Fiduciaries with Conflicting Obligations*, 94 *Minn. L. Rev.* 1867 (2010).

SCIALOJA A., *Il voto plurimo nelle società per azioni*, in *Foro it.*, 1925, I.

SCOTT A., *The Fiduciary Principle*, 37 *Cal. L. Rev.* 539-540 (1948-1949)

SCOTT E.S. & SCOTT R.E., *Parents as Fiduciaries*, 81 *Va. L. Rev.* 2401 (1995).

SEALY F.S., *Fiduciary Relationships*, 69 *Cambridge L. J.* 69, 81 (1962).

SEALY F.S., *Some Principles of Fiduciary Obligations*, 119 *Cambridge L. J.* 119, 140 (1963).

SEAVEY W.A., *Handbook of the Law of Agency*, New York, 1964.

SEC Presentation in Financial Statements of "Redeemable Preferred Stocks", Securities Act Release No. 6097, Accounting Series Release No. 268 July 27, 1979.

SELIGMAN J., *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, 54 *Geo. W. L. Rev*. 687, 695 (1986).

SEPE M., *Art. 145*, in C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998.

SEPE S.M., *Corporate Agency Problems and Dequity Contracts*, 36 *J. Corp. L.* 115 (2010)

SHEPHERD J.C., *The Law of Fiduciaries*, Toronto, 1981.

SHEPHERD J.C., *Towards a Unified Concept of Fiduciary Relationships*, 97 *Law Q. Rev.* 51 (1981).

SHLEIFER A. & VISHNY R., *A Survey of Corporate Governance*, 52 *J. of Fin*. 737 (1997).

SIMON H., *Administrative Behavior*, New York, 1957 (trad. it. *Il comportamento amministrativo*, Bologna 1967).

SIMONETTO E., *Non necessità e inopportunità della riforma: inadeguatezza del progetto*, in F. FENGHI & A. SANTAMARIA (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia. Atti del convegno internazionale di studi sulla riforma delle società per azioni (Venezia 6-8 ottobre 1966)*, Milano, 1968.

SIMONETTO E., *Società per azioni: riforme necessarie, riforme sperate e riforme temute*, in *Riv. int. di scienze econ. e comm.*, 1964.

SIMONETTO E., *Sul progetto di riforma delle società commerciali*, in *Riv. int. di scienze econ. e comm.*, 1966.

SITKOFF R.H., *The Economic Structure of Fiduciary Law*, 91 *B.U. L. Rev.* 1039 (2011).

SMITH A., *On Joint Stock Companies*, in *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Oxford, 1776.

SMITH C.W. Jr., *Agency Costs*, in *The New Palgrave, A Dictionary of Economics*, 1987, III.

SMITH G.D., *The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty*, 55 *Vand. L. Rev.* 1441 (2002).

SOMBART W., *L'apogée du capitalisme*, Paris, 1932, v. II.

SPADA P., *L'amministrazione delle società per azioni tra interesse sociale e interesse di gruppo*, in *Riv. dir. civ.*, 1989, I.

SPADA P., *Primo commento alla legge 7 giugno 1974, n. 216*, I, *Le azioni di risparmio*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, II.

STAGNO D'ALCONTRES A., *sub art. 2346*, in G. NICCOLINI & A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004.

STEVENS W.H.S., *Rights of Non-Cumulative Preferred Stockholders*, 34 *Colum. L. Rev.* 1439 (1934).

STONE DEWING A., *The Financial Policy of Corporations*, New York, 5 ed., 1953.

STOUT L.A. & BLAIR M.M., *Trust, Trustworthiness, and the Behavioral Foundations of Corporate Law*, 149 *U. Pa. L. Rev.* 1735 (2000-2001).

STRINE L.E. Jr. *et al.*, *Loyalty's Core Demand: The Defining Role of Good Faith in Corporation Law*, 98 *Geo. L. J.* 629 (2010).

TANTINI G., Materiali *per lo studio della nuova disciplina della società per azioni*, Padova, 1973.

THOMPSON R.B., *Collaborative Corporate Governance: Listing Standards, State Law and Federal Regulation*, 38 *Wake Forest L. Rev*. 961, 977 (2003).

TOMBARI U., *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. Soc.*, 2002, V.

TOMBARI U., *Le categorie speciali di azioni nelle società quotate*, in *Riv. Soc.*, 2007, V.

TROPLONG R.T., *Commentario del contratto di società in materia civile e commerciale*, Napoli, 1845, vol. I.

VALENTINO P., *La quotazione di diritto in borsa delle azioni di risparmio ed il nuovo regolamento di ammissione a quotazione*, in *Dir. banc.*, 1990, I.

VELASCO J., *How Many Fiduciary Duties Are There in Corporate Law?*, 83 *So. Cal. L. Rev*. 1231 (2010).

VIETTI M. *et. al.* (a cura di), *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, Milano, 2006.

VIGREUX P., *Les droits des actionnaires dans les sociétés anonymes. Théorie et réalité*, Paris, 1953.

VINOGRADOFF P., *Juridical Persons*, 24 *Colum. L. Rev*. 594 (1924).

VISENTINI B., *Azioni di società*, in *Enc. dir.*, IV, Milano, 1959.

VISENTINI B., *Evoluzione e problemi delle società per azioni e lineamenti generali della riforma*, in F. FENGHI & A. SANTAMARIA (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia. Atti del convegno internazionale di studi sulla riforma delle società per azioni (Venezia 6-8 ottobre 1966)*, Milano, 1968.

VISENTINI B., *Le linee essenziali della disciplina della società anonima in Germania secondo la legge 30 gennaio 1937*, in *Riv. banc*. 1939.

VISENTINI G. & RAFFAELE F., *From Shareholders' Rights to Directors' Duties: Liability and Accountability of Directors*, in S. BRUNO & E. RUGGIERO (eds.), *Public Companies and the Role of Shareholders*, 2011.

VISENTINI G., *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, in www.archivioceradi.it.

VISENTINI G., *La società per azioni nella prospettiva della corporate governance*, Roma, 1997.

VISENTINI G., *Principi di diritto commerciale*, Padova, 2006, pp. 197 ss.

VITALI M.L., *"Pregiudizio" degli azionisti di risparmio nelle operazioni di fusione*, in *Riv. dott. comm.*, 2004, V.

VIVANTE C. *et al.*, *Contributo allo studio delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, (altresì pubblicato come *Proposte per la riforma delle società anonime*, in *Foro it.*, 1935, IV, c. 1 ss.).

VIVANTE C., *I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, p. 429.

VIVANTE C., *I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I.

Voting Rights Listing Standards – Disenfranchisement Rule, Exchange Act Release No. 25891 (July 7, 1988).

WARREN M.G. III, *One Share, One Vote: A Perception of Legitimacy*, 14 *J. Corp. L.* 89, 93 (1988).

WEIGMANN R., *Concorrenza e mercato azionario*, Milano, 1978.

WEIGMANN R., *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974.

WEIGMANN R., *Settimo: Non rubare*, in P. CENDON (a cura di), *I dieci comandamenti*, Milano, 1991.

WEINRIB E.J., *The Fiduciary Obligation*, 25 *U.T. L. J.* 16 (1975).

WILLIAMSON O., *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, New York, 1975, *ID.*, *The Economic Institution of Capitlism*, New York, 1985.

ZINGALES L., *The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience*, 7 *Rev. Fin. Stud.* 125 (1994),

ZINGALES L., *Inside Ownership and the Decision to Go Public*, 62 *Rev. Econ. Stud.* 425 (1995).

RINGRAZIAMENTI

Nonostante questa non sia più la mia prima tesi, il momento dei Ringraziamenti è sempre il più duro. Vorrei sempre includere tutti coloro che mi sono cari, che mi hanno aiutato e che rappresentano molto per me, ma mi rendo conto che, se un eventuale lettore abbia mai avuto la pazienza – stoica – di leggere il mio lavoro, egli sarebbe certamente affranto nel constatare di doversi sorbire un'altra metà del volume per leggere tutti i Ringraziamenti che io vorrei scrivere. Forse anche per questa ragione di pudore, e di rispetto per il tempo altrui, stavolta mi limiterò ad includere soltanto coloro che hanno avuto un ruolo decisivo nella stesura di quest'opera.

Non posso non cominciare, ovviamente, dal mio (primo) tutor, il Prof. GUSTAVO VISENTINI. Lo ringrazio perché lui, più di ogni altro, mi ha formato come giurista. Le lunghe discussioni, dai rispettivi lati della sua scrivania, sono un patrimonio umano, prima ancora che scientifico, inestimabile. Gli ampi confronti per cogliere quello che spesso mi sembrava un ineffabile "punto" – ossia l'essenza delle questioni – mi hanno abituato a mirare sempre al cuore delle problematiche, dominarle con approccio sistematico e spiegarle con lessico financo elementare, purché chiaro. Il Prof. Visentini è anche colui che mi ha avviato allo studio del diritto societario comparato e che, indirizzandomi al dottorato in Diritto ed Economia, ha ritenuto che lì potessi compendiare al meglio la mia curiosità così avida nel cogliere gli intrecci tra politica, economia, tradizione e diritto. GRAZIE

Devo, poi, necessariamente ringraziare l'altro mio tutor, il Prof. GIAN DOMENICO MOSCO. Da quando ho avuto la fortuna di averlo come tutor nel dottorato ho imparato ad apprezzarne il profondo rigore scientifico e la capacità di non disgiungere mai la ricostruzione teorica all'impatto concreto dei problemi giuridici. Senza contare, d'altra parte, l'estrema cordialità, lo stimolo al confronto e la sua propensione a stare insieme e a trasmettere sapere ai giovani. Per questo e per il consistente aiuto in fase di redazione della tesi...GRAZIE

Un ringraziamento, sentitissimo, va tributato alla Prof.ssa BARBARA DE DONNO, da sempre maestra di studi e di vita, cui attribuisco il merito di credere in me, valorizzarmi costantemente e vedere in me un giovane studioso di belle speranze che merita una *chance*. Lei ha

altresì la capacità di instaurare con i giovani rapporti paritetici, non supponenti, sempre improntati al confronto – necessario per l'arricchimento reciproco – pur nel doveroso rispetto dei ruoli.

Un posto di rilievo deve, infine, averlo il Prof. EUGENIO RUGGIERO. Beh, che dire, lui sa già tutto della mia stima infinita nei suoi confronti. Spesso lo avverto di non abusare della mia condizione di oggettiva inferiorità nei suoi confronti, quasi al limite della circonvenzione di incapace. Al di là della contiguità di interessi scientifici, forse ci unisce anche una certa simmetria nelle esperienze internazionali, che ci permette di incrementare la sintonia su molti punti di vista. Oltre a tutti i meriti scientifici e professionali che ascrivo a lui, nel mio percorso di crescita, desidero ringraziarlo vivamente – e veramente – per tutto quello che ha fatto e fa per me. GRAZIE

A tutti voi, ancora, grazie.

Federico Raffaele