

DOTTORATO IN DIRITTO ED ECONOMIA

XXIV CICLO

**THE LAW OF DIRECTORS' FIDUCIARY DUTIES IN U.S.
CORPORATIONS: AN ECONOMIC OR IDEOLOGICAL
PARADIGM?**

Relatore: Prof. Roberto Pardolesi

Candidata: Saura Masconale

La presente ricerca, articolata in sei parti, si propone di investigare da una prospettiva di analisi economica del diritto l'istituto dei doveri fiduciari degli amministratori nella *common law* statunitense.

La prima parte del lavoro ha lo scopo di fornire al lettore le ragioni critiche all'origine di questa ricerca. Molti sono stati, infatti, i motivi che hanno stimolato la curiosità intellettuale di chi scrive, tra cui considerazioni di ordine storico circa il ruolo degli amministratori nelle società di capitali e elaborazioni più squisitamente filosofiche circa i mezzi e i fini della *corporate governance*. Tuttavia da un punto di vista giuseconomico, vi sono due chiare spiegazioni del perché un lavoro monografico sui doveri fiduciari degli amministratori nelle società per azioni statunitensi sia oggi di vitale interesse. La prima è l'esigenza di fornire un'analisi positiva dei doveri fiduciari da una prospettiva sistemica e non frammentaria, come spesso è d'uso nella dottrina angloamericana. I doveri fiduciari sono, infatti, il perno del sistema giuridico di *corporate governance* americano; ogni aspetto della vita societaria, sia di carattere ordinario sia straordinario—quali, ad esempio, fusioni e acquisizioni, vendita in blocco di attivi (*transactions in control*), determinazione della struttura di incentivi per il *management*, declinazione di strategie industriali e determinazione della struttura di capitale—sono, *nella common law*, decisioni essenzialmente amministrative. È naturale quindi che tali decisioni, seppure con diversa intensità, siano il risultato della politica e interpretazione dei doveri fiduciari degli amministratori.

La seconda motivazione è di carattere normativo. La crisi finanziaria del 2008-2009, cambiando la storia del capitalismo in modo irreversibile, ha messo in luce come un sistema di mercato insufficientemente regolato non sia compatibile con l'obiettivo di massimizzazione del benessere sociale (inteso questo come benessere in aggregato della collettività). A tal proposito una scuola di pensiero, divenuta più visibile negli ultimi anni, sostiene che il paradigma classico dei doveri fiduciari degli amministratori centrato

sul principio della c.d. *shareholder primacy* (vale a dire il principio secondo cui gli amministratori sarebbero obbligati a realizzare in via esclusiva l'interesse del capitale azionario) sia stato parzialmente responsabile del recente disastro finanziario. La *shareholder primacy*, invero, reggendosi sull'assunto che l'interesse della società di capitali debba sempre coincidere con quello dei suoi azionisti, avrebbe legittimato scelte amministrative di rischio, individualmente profittevoli per gli azionisti, ma socialmente inefficienti. La fenomenologia della crisi ha, infatti, messo in luce come laddove la struttura di capitale sia principalmente di debito, come nel caso delle banche, le decisioni amministrative volte all'esclusiva massimizzazione del valore azionario siano inefficienti. La spiegazione è di ordine finanziario. Protetti dalla responsabilità limitata, e per questo potenzialmente asimmetrici rispetto alle possibilità di guadagno e a quelle di perdita, gli azionisti di società con elevato indebitamento possono avere incentivi a intraprendere livelli di rischio individualmente remunerativi ma socialmente inefficienti, poiché in caso di dissoluzione dell'ente corporativo gran parte di queste perdite sarebbero assorbite dagli investitori. Tale rappresentazione del problema pone dunque la domanda se gli amministratori di società debbano in tali circostanze astenersi dalla scelta di massimizzare il valore azionario. Seguendo la medesima logica, ma in un contesto più generalizzato, il modello della *shareholder primacy* potrebbe richiedere agli amministratori di produrre qualsiasi esternalità negativa a fronte di un'aspettativa di profitto dell'azionista. Il risultato anche in questo caso sarebbe dunque una riduzione del benessere sociale.

In medias res, la seconda parte di questa ricerca affronta l'analisi delle obbligazioni fiduciarie degli amministratori, vale a dire del *duty of care* e del *duty of loyalty*, partendo dall'originaria concettualizzazione giurisprudenziale risalente ai primi anni del XIX secolo fino ai nostri giorni. La ricerca mostra come l'approccio tradizionale delle corti statunitensi abbia concepito l'obbligazione fiduciaria degli amministratori

quale rimedio specificatamente volto alla risoluzione del c.d. conflitto verticale societario, vale a dire il conflitto tra azionisti e manager. Da un punto di vista economico, la dimensione del conflitto verticale inquadra gli amministratori quali *agent* e gli azionisti quali *principal*, nel contesto di una relazione appunto definita di *principal-agent*. In tale cornice teorica, poiché il benessere del *principal* dipende da informazioni private dell'*agent*, questi (sfruttando tale vantaggio informativo contro l'interesse del *principal*) originerebbe a quei problemi che la letteratura giuseconomica ha definito *agency-problem*.

In questa riconfigurazione del rapporto tra amministratori e azionisti—rapporto appunto informativamente asimmetrico e potenzialmente conflittuale—il *duty of care*, inteso come dovere dell'amministratore di agire con diligenza, prudenza e professionalità, è il primo presidio giuridico a difesa degli azionisti che la *common law* predispone. Secondo la medesima logica, il dovere dell'amministratore di informare (quale corollario del *duty of care*) è la risposta ordinamentale alla sperequazione informativa tra gli azionisti e il management. Così il dovere dell'amministratore di monitorare il management (quale altra appendice del *duty of care*) è ancora una risposta istituzionale volta a ridimensionare il potenziale del conflitto verticale.

Il cardine dei doveri fiduciari è, tuttavia, il *duty of loyalty*, il cui contenuto inderogabile ha natura sia positiva, nella misura in cui impone agli amministratori di massimizzare il valore azionario, sia negativa, laddove impone invece agli amministratori di evitare conflitti d'interesse. La ricostruzione tradizionale dell'istituto da parte delle corti statunitensi, come riflessa nell'elemento positivo dell'obbligo di massimizzare il valore azionario (ovvero nella *shareholder primacy*), sembra tuttavia limitare l'operatività del *duty of loyalty*, escludendone nella sostanza l'applicabilità quale strumento di risoluzione dei conflitti di natura orizzontale, ovvero che interessano, da una parte, gli azionisti e, dall'altra, i non-azionisti (creditori, dipendenti, consumatori, per

citarne alcuni). In altri termini, l'elaborazione giurisprudenziale, riconoscendo gli azionisti quali esclusivi beneficiari del *duty of loyalty*, subordina in modo generalizzato gli interessi degli altri *stakeholder*. La logica sottostante questa filosofia vede, infatti, i non-azionisti da un punto di vista formale. Invero, essendo questi terze parti rispetto alla società, la regolazione dei loro rapporti societari sarebbe prerogativa esclusivamente contrattuale.

La terza parte della ricerca ha, l'obiettivo di contestualizzare i *fiduciary duties* all'interno della contrapposizione ideologica tra *contractarians* e *communitarians*. Queste due scuole di pensiero, nel concepire l'impresa in maniera radicalmente opposta, articolano il contenuto dell'obbligazione fiduciaria in modo altrettanto divergente. Per i *contractarians* l'impresa è una *nexus of contracts* dove i doveri fiduciari hanno natura di norme contrattuali residuali, concesse in privilegio agli azionisti. Per i *communitarians*, invece, concependo questi la società di capitali come un'istituzione sovraordinata alle ragioni dispositive del contratto, il contenuto dei doveri fiduciari dovrebbe estendersi fino a ricomprenderne nella tutela tutti i membri (o per usare ancora una volta il gergo angloamericano, i *constituency*) dell'istituzione. Capire in profondità la divaricazione tra tali scuole di pensiero è, a avviso di chi scrive, prodromico alla conoscenza della dimensione giuridica e ideologica dei doveri fiduciari nell'ordinamento statunitense.

In questo solco, la quarta parte della ricerca affronta il problema dei conflitti orizzontali con lo spirito di verificare se una teoria normativa dei *fiduciary duties* basata su criteri di efficienza sia possibile e generalizzabile. La risposta a tale domanda necessita di un'analisi critica dei principali modelli giuseconomici che si sono cimentati con il tentativo di individuare tale teoria. In particolare, il presente lavoro discute ampiamente (i) il *shareholder primacy model* di matrice contrattualista, (ii) l'*entity model* di matrice comunitarista, e (iii) il *team production model*. La ricerca cercherà di far emergere come queste tre visioni dell'impresa e del fenomeno dell'obbligazione

fiduciaria, seppure con moduli eterogenei, siano colpevoli dello stesso peccato originale, in altre parole di abbracciare posizioni ideologiche non supportate da un robusto impianto economico. Invero, da un lato, la prospettiva contrattualista, che pure ha il merito di ridurre il problema dell'incertezza ex-ante delle decisioni amministrative, assume, irrealisticamente, che le esternalità negative prodotte dalla *shareholder primacy* siano sempre internalizzabili attraverso meccanismi volontari di tipo contrattuale. Dall'altro, l'*entity model* e il *team production model*, accordando agli amministratori discrezionalità nel definire decisioni ex-post efficienti, creano incertezza da una prospettiva ex-ante. Infatti, gli investitori, non potendo se non con trascurabile precisione prevedere il corso dell'azione amministrativa, aumentano razionalmente il costo del capitale per l'effetto dell'incertezza imposta. La conseguenza logica è l'aumento del costo del capitale (in ogni sua forma).

Vittima dello stesso errore “ideologico” dei tre modelli criticati è anche l'elaborazione giurisprudenziale: le corti statunitensi hanno, infatti, ciclicamente oscillato tra il riconoscere la *shareholder primacy* (nella sua totale ortodossia, basata appunto sulla fideistica funzionalità ed efficienza dei mercati) e paradigmi interpretativi dell'obbligazione fiduciaria più contigui all'*entity model* (cogliendone però gli aspetti più egualitaristici e, perciò, ideologici). Da questa ricostruzione emerge dunque un risultato negativo: non esisterebbe, invero, un paradigma fiduciario in grado di garantire la ricomposizione efficiente dei conflitti orizzontali.

La quinta parte della ricerca affronta forse quella che storicamente e praticamente è stata la più significativa variante al paradigma classico giurisprudenziale della *shareholder primacy*; ci si riferisce nello specifico alla possibilità di estendere la tutela fiduciaria ai creditori. Per comprendere pienamente la portata di tale innovazione giurisprudenziale, la ricerca analizzerà in chiave pragmatico-finanziaria le ragioni economiche e quindi normative dell'estensione del paradigma fiduciario ai creditori. Il

diritto americano, fino alla seconda metà degli anni '80 ha riconosciuto ai creditori il rimedio fiduciario contro gli amministratori solo limitatamente ai casi di depauperamento del patrimonio sociale (attraverso la c.d. *trust fund doctrine*) e a quelli di procedure concorsuali riorganizzative (*Chapter 11*). In entrambi tali contesti, infatti, la perdita del valore azionario, estremizzando ancora di più la polarizzazione del conflitto tra azionisti e creditori, indurrebbe i primi a sollecitare decisioni amministrative inefficienti. Gli azionisti, infatti, con la riserva mentale di non internalizzare gli eventuali risultati negativi, avrebbero gli incentivi a prendere rischi spropositati i cui effetti negativi si manifesterebbero solo a svantaggio dei creditori.

Il presente lavoro, tuttavia, rileva come il restringere l'estensione del meccanismo fiduciario al solo caso dell'insolvenza tecnico-giuridica sia limitativo; finanziariamente, invero, gli azionisti di società ad alta intensità di capitale a reddito fisso, potrebbero avere i medesimi incentivi scaturenti dalla condizione di insolvenza. La decisione giurisprudenziale statunitense che coglie in tutta la sua complessità la dimensione di tale problema è *Credit Lyonnais Bank Netherland v. Pathe Communications Corp.* (“*Credit Lyonnais*”). L'estensore della decisione, il giudice Allen, attraverso una sofisticata analisi finanziaria, offre una brillante soluzione economico-interpretativa dell'obbligazione fiduciaria. L'idea sottostante è quella di costruire un paradigma relativo dei doveri fiduciari dove la tutela scaturente dall'obbligazione (fiduciaria) non dovrebbe essere incondizionatamente attribuita ad una sola categoria (vale a dire agli azionisti), ma estendersi anche a favore di altri *constituency* (nel caso di specie i creditori) sulla base di circostanze estrinseche oggettive (nel caso di specie, la *vicinity of insolvency*). Invero, quando la società sarebbe *in the vicinity of insolvency* rendere i creditori beneficiari del programma fiduciario coinciderebbe, seppure in via probabilistica, con l'obiettivo di massimizzare il benessere aggregato.

Dagli spunti e dalle critiche offerti dall'analisi di questa decisione, la sesta parte,

conclusiva di questa ricerca, deriva due apprezzabili considerazioni:

(i) La *shareholder primacy* non è una regola che si possa dire ex-post efficiente in senso generalizzato;

(ii) Le soluzioni proposte dall'*entity model*, volte a estendere la tutela fiduciaria in modo generalizzato, sono nella pratica difficilmente amministrabili e non massimizzano il benessere sociale dalla prospettiva ex-ante.

Alla luce di tali considerazioni, la presente ricerca, nel tentativo di offrire una soluzione normativa al problema degli obblighi fiduciari, propone l'adozione di un sistema condizionato dove i beneficiari della tutela fiduciaria variano in base a specifiche (e verificabili) vicende imprenditoriali. (Nella versione originale dell'elaborato in lingua inglese si è definito tale modello *state-contingent fiduciary duty system*). Nello specifico la soluzione prospettata si configura quale programma per la successiva elaborazione giurisprudenziale, dove appunto le corti avrebbero l'onere di definire una tassonomia concreta sulla cui base il contenuto dell'obbligazione fiduciaria e la sua direzione di tutela dipenderebbero da parametri oggettivi. Secondo questo modo di concepire il fenomeno fiduciario, *Credit Lyonnais* non sarebbe altro che un caso speciale della teoria generale in esame, dove (i) la condizione oggettiva sarebbe rappresentata dall'essere la società in prossimità d'insolvenza (ovvero come la ricerca suggerisce anche nell'essere la società oltremodo indebitata); e (ii) la specificazione del contenuto dell'obbligo fiduciario consisterebbe nel raffigurare i creditori quali beneficiari della condotta amministrativa. In tale prospettiva, per esempio, dovrebbero essere rimodulati gli obblighi degli amministratori di società finanziarie (quali società istituzionalmente a prevalente capitale di debito) al fine di rendere compatibili gli obiettivi individuali degli azionisti con quelli più ampi della massimizzazione del benessere sociale. Nelle intenzioni di chi scrive, tale sistema dovrebbe in ultima analisi consentire il raggiungimento di un compromesso possibile tra gli obiettivi di efficienza *ex-ante* (vale a dire la minimizzazione

dell'incertezza derivante da un modello fiduciario variabile e per questo flessibile) e quelli di efficienza *ex-post* (vale a dire la possibilità di intraprendere azioni efficienti alla luce delle informazioni specifiche del caso concreto).