

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

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 comprese l'applicazione al contesto societario, l'analisi si impenna 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) – 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. È 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,

(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.

(2) Seppure in via mediata, per il tramite degli amministratori.

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 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

⁽³⁾ Certamente, non va sottovalutata l'incidenza della variabile fiscale sull'appetibilità delle azioni di risparmio.

⁽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.

grado estremo. Al fine di confutare l'obiezione in questione, pertanto, si è ritenuto opportuno operare un confronto con le “*preferred shares*” ⁽⁵⁾ – 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 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 ⁽⁶⁾ 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

⁽⁵⁾ 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.

⁽⁶⁾ 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.

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 implicino 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 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*. 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

(7) A. SMITH, *On Joint Stock Companies*, in *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Oxford, 1776, p. 741.

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

(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 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. FISCHER, *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).

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⁾.

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

⁽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*”).

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⁾.

⁽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).

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, autopetruazione degli amministratori.

In quest'ottica, quindi, si deve valutare 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 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 a 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, 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).

(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 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.

Quanto appena rilevato, infatti, si attaglia alla perfezione al caso paradigmatico dell'Italia. Infatti, 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 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, 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.

⁽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>.

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, ricavare 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 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

(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 Debt 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).

(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).

risiederebbe proprio 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*.

È 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 fiduciarità” 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 “fiduciarità” 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 spiega 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 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

⁽²⁶⁾ CERADI & GEORGESON, *FTSE MIB Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze*, cit., p. 25.

⁽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)).

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 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.

Illustrata la sequenza argomentativa della tesi, è utile offrire le seguenti valutazioni, che emergono all'esito dell'indagine sugli sviluppi, negli Stati Uniti e in Italia, della disciplina delle “*preferred shares*” e delle azioni di risparmio. 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

⁽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).

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 capitano 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, divergono.

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⁽²⁹⁾. 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

⁽²⁹⁾ 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.

similitudini con gli azionisti ordinari (vale a dire uno dei rapporti fiduciari archetipici). Come 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⁽³⁰⁾.

⁽³⁰⁾ Dello stesso avviso, M.M. McELLIN, *Rethinking Jedwab: A Revised Approach to Preferred Shareholders Rights*, 2010 *Colum. Bus. L. Rev.* 895 (2010). In giurisprudenza, si veda la discussione sul punto nel caso *LC 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).

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* ⁽³¹⁾.

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 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) ⁽³²⁾. 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

⁽³¹⁾ 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).

⁽³²⁾ Sottolinea questo problema, in giurisprudenza, *Schreiber v. Carney*, 447 A.2d 17 (Del. Ch. 1982).

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 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 ⁽³³⁾ 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,

⁽³³⁾ 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 lug. 2008, n. 14099 (“Edison S.p.A.”), Trib. Roma, sez. III, 7 lug. 2011, n. 1477/08 (“BNP Paribas”).

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 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 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 ⁽³⁴⁾.

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 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 ⁽³⁵⁾, confermano che è relativamente più conveniente per una società, piuttosto che per una persona fisica, detenere

⁽³⁴⁾ Sulla possibilità per gli azionisti di risparmio di promuovere l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori, si veda *infra* nel testo.

⁽³⁵⁾ 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).

preferred shares ⁽³⁶⁾. 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 ⁽³⁷⁾. 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 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, ovvero 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*" ⁽³⁸⁾.

⁽³⁶⁾ Soprattutto per il trattamento fiscale di favore riservato alle società emittenti e titolari di *preferred shares*.

⁽³⁷⁾ 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).

⁽³⁸⁾ *In the Matter of the Appraisal of Ford Holdings, Inc. Preferred Stock*, 698 A.2d 973, 975 (Del. Ch. 1997).

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 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⁽³⁹⁾. 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⁽⁴⁰⁾). Ciò conferma non soltanto che continua ad essere più conveniente per le società, anziché per gli individui, investire (eventualmente)

⁽³⁹⁾ 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.

⁽⁴⁰⁾ 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.

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 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 (s 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, come detto, 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.) ⁽⁴¹⁾.

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

⁽⁴¹⁾ 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 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.

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 ⁽⁴²⁾. Infine, come già osservato, i giudici italiani – a differenza dei colleghi statunitensi – non si sono mostrati particolarmente sensibili alle esigenze degli operatori del mercato. 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 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 *supra*, 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 “fiduciarità” 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

⁽⁴²⁾ A meno che, ovviamente, non si decida di investire in strumenti (comparativamente) meno rischiosi, quali, ad esempio, le obbligazioni (anche *sub specie* convertibili).

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" (43).

⁽⁴³⁾ M. BIONE, *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giur. comm.*, 2011, V, p. 680.