



Dottorato di Ricerca in “Diritto degli Affari e Tributario dell’Imprea”

XXVI CICLO

Coordinatore: Chiar.ma Prof.ssa Livia Salvini

IL *TRUST* NEL DIRITTO COMMERCIALE:

IL *VOTING TRUST*

Relatore:

Chiar.mo Prof. Gustavo Visentini

Candidata:

Mariangela Saccà

Anno Accademico 2013-2014

Introduzione.....	1
Capitolo I	5
L'istituto del <i>trust</i> e le sue peculiarità.....	5
1. L'istituto del <i>trust</i>	5
2. Gli attori del <i>trust</i>	10
3. La normativa applicabile al <i>trust</i>	12
3.1. Il libro degli eventi.....	18
3.2. L'obbligo di informazione: l' <i>annual report</i>	20
4. Il <i>trustee</i> : obblighi e poteri.....	22
5. La figura del Guardiano.....	24
5.1 La responsabilità del Guardiano.....	26
6. Revoca e modifica del <i>trust</i>	29
7. Le differenze con gli altri istituti presenti nel nostro ordinamento.....	30
Capitolo II.....	41
Le applicazioni del <i>trust</i> nel diritto commerciale.....	41
1. Premessa.....	41
2. Patrimoni destinati e <i>trust</i>	41
2.1 Le principali differenze tra i due istituti	45
3. Il <i>business trust</i>	50
3.1 La responsabilità dei beneficiari.....	51
3.2 Le obbligazioni del <i>trustee</i>	53
4. <i>Business trust</i> in Italia.....	54
5. <i>Trust</i> e concordato preventivo alla luce delle recenti riforme.....	56
5.1 Il <i>trust</i> per agevolare un concordato preventivo.....	63
5.2 Un esempio di concordato per garanzia con l'apporto di un terzo.....	64

6. Il <i>trust</i> nella gestione delle insolvenze transfrontaliere.....	67
Capitolo III	71
Il <i>voting trust</i>	71
1. Il modello di <i>trust</i> oggetto dell'indagine: il <i>voting trust</i>	71
2. Profili introduttivi: brevi cenni sulla disciplina dei patti parasociali.....	73
3. Gli elementi essenziali del <i>voting trust</i>	77
4. Il <i>voting trust</i> nel diritto americano.....	79
4.1 Le finalità perseguite con il <i>voting trust</i>	82
4.2 La validità dei <i>voting trust</i>	84
4.3 La legislazione americana in materia di <i>voting trust</i>	88
4.4 I beneficiari del <i>voting trust</i>	92
4.5 Il <i>trustee</i> nel <i>voting trust</i>	94
4.6 Revoca, dimissioni e compenso del <i>trustee</i>	98
4.7 Il Caso Ford.....	99
5. Il <i>voting trust</i> in Italia. Una soluzione possibile?.....	101
5.1 <i>Voting Trust</i> e tutela delle minoranze azionarie.....	104
5.2 La partecipazione degli azionisti di minoranza in assemblea.....	105
5.2.1 La rappresentanza in assemblea: codice civile e Testo Unico della Finanza	107
5.2.2 Il rappresentante designato dalla società.....	115
5.2.3 La sollecitazione di deleghe	120
5.3 Considerazioni conclusive.....	123
Bibliografia	129

Introduzione

Il Trust è un istituto di matrice anglosassone, sviluppatosi nei paesi di common law, le cui origini si collocano in tempi molto lontani, nella pratica dello "use", addirittura prima della conquista normanna del 1066.

Una delle prime applicazioni dell'istituto sembrerebbe legata al periodo storico delle crociate: a quei tempi, l'uomo d'arme in partenza per la Terra Santa (disponente ante litteram) trasferiva ad un amico fidato, spesso un religioso (antesignano del moderno trustee) la sua proprietà, dando disposizioni in favore dei discendenti per il caso in cui fosse perito in battaglia e prevedendo, invece, di recuperare i beni qualora fosse ritornato a casa.

Il termine inglese trust (letteralmente, "affidamento", "fiducia") ricorda proprio il sentimento che sta alla base della relazione tra disponente e trustee.

Nell'epoca contemporanea l'istituto del trust, comunemente e quotidianamente utilizzato nella piazze d'affari inglesi ed americane, ha acquistato nuova rilevanza presso i paesi di civil law, come conseguenza dell'internazionalizzazione dei mercati e della cosiddetta globalizzazione, che consente un'inedita forma di shopping del diritto, in cui ciascuno può trovare l'ordinamento giuridico che offra maggiori opportunità di soddisfare i propri interessi.

In questo delicato processo, gli operatori del diritto rivestono un ruolo assai delicato, perché dalla loro capacità di approfondimento e studio di istituti, anche non appartenenti

al diritto interno, che, però, possano apportare un valore aggiunto, può derivare un maggiore o minore interscambio dei servizi giuridici.

E' proprio questo il caso del trust, la cui flessibilità applicativa non può non essere approfondita.

Il trust ha fatto il suo ingresso nel nostro paese con la ratifica, da parte della Repubblica Italiana (prima tra i paesi di civil law) con Legge n. 364 del 16.10.1989, della Convenzione dell'Aja dell'1.07.1985 "Sul diritto applicabile ai trusts ed al loro riconoscimento", entrata in vigore in data 1.01.1992.

Secondo la Convenzione dell'Aja, non esiste il trust singolo, ma una pluralità di trusts.

Ne consegue che il trust venuto fuori dai lavori della Convenzione, dopo una lunga mediazione tra Stati appartenenti ad ordinamenti profondamente diversi, è un trust c.d. "amorfo", nel senso che la sua polifunzionalità, lo rende adattabile alle situazioni più disparate.

Tanto è vero che di esso viene data la descrizione, ma non la nozione.

Ebbene, proprio dalle peculiarità dell'istituto ha avuto origine il lavoro di tesi e di ricerca condotto in questi anni.

Nel primo capitolo si è delineata la particolare geografia del trust, evidenziandone le caratteristiche, nonché le principali differenze con gli istituti affini presenti nel nostro

ordinamento, cercando di individuare il quid plurs che l'istituto del trust, in alcune occasioni, è in grado di fornire rispetto agli altri istituti. Quest'ultimo profilo è stato approfondito proprio nell'ambito del diritto commerciale. Nel secondo capitolo, infatti, si è analizzata l'applicazione dell'istituto e le sue differenze con i patti parasociali. Inoltre, si è avuto modo di indagare su un particolare tipo di trust, il cd. Massachusetts trust, valutandone la possibile applicazione nel nostro ordinamento. Un'analisi circa l'impatto dell'istituto del trust è stata per di più condotta nell'ambito della disciplina fallimentare, circa la sua possibile rilevanza e portata innovativa nelle insolvenze transfrontaliere che coinvolgono gruppi economicamente e strutturalmente complessi. In altri termini, con analisi critica e con interesse scientifico per l'istituto, si è cercato di indagare su come il trust potesse in alcuni ambiti del diritto commerciale esprimere le sue più ampie potenzialità.

Il lavoro di ricerca, si è poi indirizzato su una particolare applicazione dell'istituto: il voting trust. Esso è un trust creato in base ad un accordo tra due o più soci di una società e uno o più trustees, ovvero un fascio di identici accordi fra due o più singoli soci ed un trustee, attraverso il quale, per un dato periodo, ovvero fino al verificarsi di un determinato evento, il controllo sulle azioni, per alcune finalità o per tutte, è conferito in capo al trustee, con o senza la previsione di un potere di indirizzo da parte dei soci trasferenti (o di persone da questi designate) di come tale potere debba essere esercitato. Si è, dunque, analizzata la differenza tra tale istituto ed i patti para sociali, e dopo aver condotto un'indagine ed aver descritto la copiosa giurisprudenza americana intervenuta in materia e le principali caratteristiche che il voting trust presenta nella maggioranza delle

legislazioni dei paesi americani, ci si è interrogato su una possibile applicazione dell'istituto nell'ordinamento italiano. Proprio in tale ambito la scrivente ha avuto modo di specificare come, gli assetti proprietari delle società italiane sono strutturalmente ed "ontologicamente" differenti dal modello statunitense, ove la separazione tra rischio e gestione è consentita dalla frammentazione dell'azionariato e dalla centralità del management.

Il lavoro svolto ha tentato di trovare all'interno dell'ordinamento italiano un utilizzo del voting trust che fosse e potesse validamente rispondere ai problemi di enforcement che alcuni istituti già presenti nel nostro ordinamento mostrano.

Capitolo I

L'istituto del Trust e le sue peculiarità

1. L'istituto del *trust*

Il *trust* è un rapporto fiduciario in virtù del quale un dato soggetto, denominato amministratore del *trust* (“*trustee* ”), al quale sono attribuiti i diritti e i doveri di un vero e proprio proprietario, gestisce un patrimonio che gli è stato trasmesso da un altro soggetto, denominato disponente (o “*settlor*”), per uno scopo prestabilito o un fine - purché lecito e non contrario all’ordine pubblico - nell’interesse di uno o più beneficiari.

Esso è uno strumento giuridico conosciuto ed utilizzato da secoli in Inghilterra, negli Stati Uniti, in Canada, in Australia ed in molti altri paesi già colonie inglesi, per proteggere beni o diritti quando questi siano destinati ad uno scopo o siano riservati ad uno o più beneficiari.

L’atto istitutivo del *trust* è un atto unilaterale, caratterizzato da un negozio di trasferimento dei beni dal disponente al *trustee* e da un secondo negozio che, invece, contiene le regole da seguire nella gestione dei predetti beni.

Per la costituzione di un *trust* non è prescritta una determinata forma, se non quella richiesta dalla natura dei beni o dei diritti che ne costituiscono l’oggetto (per es., nel caso di immobile, l’atto pubblico). Tuttavia, si ravvisa come, l’eventuale mancanza della forma scritta per l’atto formale (c.d. atto istitutivo del *trust* o *deed of trust*), anche laddove non prevista, renda difficile la ricostruzione della volontà del disponente. Per ovviare a ciò si suggerisce quindi, di norma, di formalizzare la costituzione del *trust* in un atto scritto.¹

¹ Al riguardo è doveroso segnalare che molte leggi sul *trust* (per es. le leggi di Jersey e di Malta) prescrivono che, indipendentemente dalla natura dei beni, l’atto istitutivo debba essere redatto, a pena di nullità, in forma scritta. Altre leggi (per es. la recente

Il *trustee* è colui che, in forza dell'atto istitutivo, diviene il solo e legittimo proprietario dei beni in *trust* e in ragione di tale qualifica dovrà attenersi scrupolosamente a quanto stabilito nell'atto istitutivo stesso. A tal riguardo, si chiarisce come ogni altra indebita ingerenza nella gestione del *trust* da parte di soggetti diversi dal *trustee*, potrebbe produrre l'effetto di rendere l'atto di *trust* nullo.

Va specificato come, se da un lato non sempre la struttura del *trust* contempla tre soggetti diversi, potendo verificarsi il caso in cui il disponente (*settlor*) designi se stesso come beneficiario, o come *trustee* (c.d. *trust* autodichiarato), dall'altro, la struttura può divenire anche quadrilatera mediante l'inserimento nella sua organizzazione della figura del *protector*. Quest'ultimo è chiamato a svolgere funzioni di sorveglianza dell'attività del *trustee* e, al contempo, è titolare di poteri quali la sostituzione del *trustee* o l'imposizione dello spostamento della sede del *trust* da un luogo ad un altro, laddove, ad esempio, tale spostamento è richiesto per ottimizzare il risultato a favore dei beneficiari.

Più in generale, avendo riguardo alla sua struttura, il *trust* può considerarsi come:

- *trust* “di scopo”, se funzionale al perseguimento di un determinato fine (ad es. garanzia) secondo quanto stabilito nell'atto costitutivo del *trust* (*deed of trust*) e secondo i propositi e i desideri del *settlor* (espressi nella *letter of wishes*);
- *trust* “con beneficiario”, quando i beni in *trust* vengono gestiti nell'interesse di un determinato soggetto. Il beneficiario può essere

legge di San Marino) indicano gli elementi minimi, a pena di nullità, che deve contenere l'atto istitutivo del *trust*.

“*beneficiario di reddito*” e godere delle utilità dei beni in *trust* (ad esempio, percepire periodicamente delle somme), oppure “*beneficiario finale*” dei beni che gli verranno devoluti al termine del *trust*. Nel c.d. *bare* o *naked trust* (*trust* “nudo”) esiste un diritto pieno ed incondizionato dei beneficiari a ricevere i beni costituiti nella loro conformazione originaria.

Nel *fixed trust* il disponente individua i beneficiari con l’atto istitutivo e predetermina la ripartizione tra gli stessi del patrimonio e del reddito del *trust*.

Nel *trust* discrezionale, invece, il disponente si riserva la facoltà di nominare in un momento successivo i beneficiari ovvero rimette al *trustee* o ad un *protector* l’individuazione degli stessi, delle loro rispettive posizioni, delle modalità e dei tempi di attribuzione dei benefici.

Un particolare tipo di *trust* è il c.d. *blind trust*, che si segnala per il fatto di lasciare la più completa autonomia ai *trustees* sui beni conferiti dal disponente. I *blind trusts*, sono utilizzati soprattutto negli Stati Uniti, come strumento attraverso il quale domare l’insorgere di situazioni suscettibili di creare conflitti d’interesse. Di essi ci si avvale di norma tutte le volte in cui un soggetto, che detiene importanti quote patrimoniali in determinati settori, o che in tali settori svolge direttamente un’attività imprenditoriale, assume una carica pubblica che gli consentirebbe di esercitare un’influenza diretta o indiretta in tali settori.

Quanto alla durata del *trust* essa è comunque limitata ad un massimo di cento anni, in tal senso l’art. 8, lett. f) della Convenzione dell’Aja indica espressamente nella restrizione del termine di durata uno degli elementi che la legge scelta dal costituente deve obbligatoriamente regolamentare, affinché il *trust* possa essere considerato valido.

Le principali caratteristiche di un *trust* devono certamente essere individuate: (i) nell’effetto segregativo, grazie al quale le vicende del

disponente o dei beneficiari non si riflettono sui beni oggetto di segregazione e sul suo rapporto con tali beni; (ii) nell'affidamento al *trustee* affinché egli gestisca, amministri e incrementi correttamente i beni sottoposti in *trust*; (iii) nello scopo per cui lo stesso *trust* è stato istituito, quale elemento utilizzato dal *trustee* per indirizzare lo svolgimento della sua funzione, e per il giudice nella sua valutazione sullo strumento *trust* in generale.

Il *trust* si sostanzia in una proprietà finalizzata, avendo il *trustee* l'obbligo di esercitare il diritto secondo la funzione e le finalità per la quale esso è stato nominato formale titolare. Quanto al fine, come anticipato, esso può consistere nella protezione e nel sostegno dei beneficiari (figli, nipoti, disabili, anziani, ecc..) già individuati o individuabili, ovvero per il raggiungimento di uno scopo.

Nel primo caso si parlerà di “*trust* con beneficiari”, cioè un *trust* attraverso il quale il disponente beneficia uno o più soggetti (persone fisiche o giuridiche), prevedendo nell'atto istitutivo che, alla cessazione del *trust*, essi divengano i titolari dei beni e delle utilità prodotte dal patrimonio in *trust*. I beneficiari sono titolari di una posizione giuridica soggettiva nei confronti del *trustee* ed hanno diritto di chiedere a quest'ultimo il rendiconto della gestione dei beni, che il trasferimento finale dei beni possa essere differito o essere disposto in favore di soggetti da essi indicati, nonché pretendere l'estinzione del *trust* e il trasferimento dei beni in *trust* in proprio favore. In caso di inadempimento del *trustee* ad uno degli obblighi derivanti dalla legge e/o dall'atto istitutivo, i beneficiari possono agire nei suoi confronti, chiedendo al Tribunale competente la pronuncia di un provvedimento che ordini al *trustee* di adempiere l'obbligo o di esercitare una determinata attività richiesta.

Il *trust* di scopo è un *trust*, invece, nel quale non esiste la figura del “beneficiario”, ma che viene istituito per il mero perseguimento di una finalità benefica o, più in generale, per raggiungere uno scopo determinato, possibile e non contrario a norme imperative, all’ordine pubblico e al buon costume. Nel caso di istituzione di un *trust* di scopo la figura del guardiano è obbligatoria, al fine di far rispettare al *trustee* le disposizioni contenute nell’atto istitutivo.

Il *trust* deve essere stipulato, a pena di nullità, in un Paese il cui ordinamento riconosca il valore giuridico dello stesso.

In Italia, il 1 gennaio 1992, è entrata in vigore la legge di ratifica della Convenzione dell’Aja sulla legge applicabile ai *trust* e al loro riconoscimento. Da quel momento è possibile istituire in Italia un proprio *trust* determinandone il contenuto (c.d. *trust* interno), salva la possibilità, comunque riconosciuta, di istituire il proprio *trust* all’estero (c.d. *trust* estero o internazionale).

Tanto premesso, a seguito della ratifica della Convenzione dell’Aja sul riconoscimento dei *trust* da parte dell’Italia e della sua ricezione con legge ordinaria dello Stato, dal combinato disposto delle norme dell’art. 2 e dell’art. 11 della predetta Convenzione deriva che il patrimonio del soggetto titolare dei beni in qualità di *trustee* è distinto dal suo patrimonio personale. Dunque, i beni segregati in *trust* non sono in alcun modo aggredibili dai suoi creditori personali. Questa previsione è evidentemente contraria al principio della responsabilità illimitata del debitore sancito dall’art. 2740 c.c., ma tale eccezione è possibile proprio in forza della legge interna di recepimento della Convenzione che permette al nostro ordinamento giuridico di accogliere una diversa fattispecie di responsabilità. Il punto è stato oggetto di numerose decisioni delle corti italiane, che si fondano proprio sulla necessaria prevalenza che gli effetti diretti della Convenzione dell’Aja

devono avere rispetto a norme di diritto sostanziale nazionale e che consentono di derogarvi quando ciò sia imposto dalle norme di diritto internazionale recepite dal diritto interno.

2. Gli attori del *trust*

Il disponente è il soggetto che istituisce il *trust* e che trasferisce beni al *trustee* (o che si dichiara *trustee* nel caso del *trust* autodichiarato). Una volta istituito il *trust*, il disponente non si può più ingerire nella vita dello stesso, salva la possibilità di ritagliarsi il ruolo di indirizzare il *trustee* in alcune scelte, senza pregiudicarne la gestione. Il disponente può, infatti, riservarsi la facoltà di indirizzare alcune scelte operative del *trustee* mediante le “*letter of wishes*” ovvero brevi memorie scritte con le quali il disponente stesso invita il *trustee* a determinati comportamenti o con le quali egli porta a conoscenza la sua volontà.

Le *letter of wishes* non sono e non devono essere vincolanti per il *trustee*, poiché il reale proprietario dei beni e dei diritti è il *trustee* medesimo, ancorché, come detto, con un vincolo di destinazione o di scopo.

Il pieno ed eccessivo controllo da parte del disponente sui beni in *trust* sarebbe anche piuttosto pericoloso perché porterebbe a pensare che il disponente non si sia liberato effettivamente dei beni conferiti. Le *letter of wishes* sono e rimangono documenti strettamente confidenziali e sui quali nessun diritto di visione spetta neppure ai beneficiari del *trust*.

Il *trustee* può essere svolto da una figura professionale, oppure da un *trustee* che non svolge questa funzione come professione (*trustee* occasionale). Tale scelta dipende certamente dal tipo di *trust* e dalle finalità che con lo stesso si suole perseguire. Un *trustee* professionale assicura, di regola, una continuità ed unità di gestione, che può rivelarsi un fattore estremamente importante nei *trust* di lunga durata, nonché nei *trust* la cui gestione, sia per la

mole di beni, che per la complessità dei rapporti giuridici coinvolti, appare complessa.

In Italia, negli ultimi anni, si è assistito ad un'importante diffusione di *trustee* appartenenti a gruppi bancari o alla categoria delle società fiduciarie, con adeguato patrimonio ed assetto organizzativo, dove la continuità è garantita dal gruppo stesso.

Quanto alla figura del guardiano, esso, come anticipato, è colui (persona fisica o giuridica) cui è affidato il compito di vigilare sulla corretta esecuzione da parte del *trustee* della volontà del disponente nonché, nei casi previsti dall'atto istitutivo, di essere obbligatoriamente interpellato dal *trustee* prima del compimento di determinati atti individuati. Al fine di disciplinare il rapporto fra *protector* e *trustee* di norma è rimessa al guardiano la facoltà di sostituire il *trustee*.

Qualora i *protectors* nominati dal disponente siano più di uno, essi agiscono deliberando a maggioranza e il *protector* dissenziente ha il diritto di far risultare il proprio dissenso per iscritto.

L'opportunità di nominare il guardiano è rimessa alle parti principalmente avuto riguardo delle caratteristiche del *trust*, della natura del *trust fund*, nonché della complessità delle regole del *trust*.

La nomina del guardiano rientra, dunque, nella disponibilità delle parti ma, come anticipato, diviene obbligatoria nel *trust* di scopo.

Il beneficiario del *trust* è la persona avente diritto a vantaggi da parte del *trust*, oppure nel cui interesse può essere eseguita discrezionalmente la distribuzione di beni in *trust*. Il beneficiario ha di norma diritto a conoscere l'esistenza del *trust*, a conoscere e prendere visione dei documenti, nonché ad avere un rendiconto da parte del *trustee*.

3. La normativa applicabile al *trust*

La Convenzione dell'Aja sulla legge applicabile ai *trust* e al loro riconoscimento, ratificata dall'Italia con la Legge n. 364/89, non ricomprende nel proprio ambito di applicazione le questioni riguardanti l'atto di trasferimento dei beni al *trustee* - che rimangono quindi regolate dalle norme previste dalla Legge n. 218/95 - né le norme imperative riguardanti materie diverse da quelle inerenti i rapporti giuridici derivanti dal *trust*. Ciò significa che nell'ambito, ad esempio, di un *trust* interno costituito per regolare i rapporti patrimoniali conseguenti alla separazione ed al divorzio, i rapporti tra coniugi in crisi e l'atto di trasferimento dei beni al *trustee* sono regolati dalla legge italiana, mentre l'atto istitutivo del *trust* ed i rapporti giuridici derivanti, sono regolati dalla legge straniera prescelta, non avendo ancora l'ordinamento italiano adottato una disciplina in materia di *trust*.

All'uopo, bisogna chiarire come, la scelta della legge applicabile viene effettuata all'atto dell'istituzione del *trust* dal disponente. Nell'effettuare tale scelta occorre considerare molti aspetti tra i quali: (i) la presenza dei requisiti minimi perché il *trust* possa essere legge di Paesi che hanno, come l'Italia, ratificato la Convenzione dell'Aja; (ii) la tradizione in materia di *trust* e (iii) l'esistenza di meccanismi di tutela del *trust* da indebite aggressioni al patrimonio segregato in *trust* da parte di terzi. Molti Paesi si sono dotati di una legge sui *trust*. In ordine temporale, l'ultimo che l'ha adottata in Europa è la Repubblica di San Marino. Quanto all'Italia, come anticipato, a partire dal 1 gennaio 1992 con la Legge 364/89 esso è stato formalmente riconosciuto nel nostro ordinamento, o meglio risulta in grado di produrre

effetti giuridici in esso. Grazie alle sentenze di molti Tribunali², tale riconoscimento è divenuto effettivo proprio per i *trust* c.d. interni nei quali l'unico elemento di estraneità è rappresentato dalla legge regolatrice del *trust*.

² Tra le decisioni più recenti si segnalano le seguenti: Tribunale di Milano del 7 giugno 2006, Ammette l'omologazione del verbale di separazione personale dei coniugi nel quale sia inserita l'istituzione di un trust autodichiarato dagli stessi coniugi separandi, con la finalità di segregare in trust i beni costituiti in fondo patrimoniale, anche dopo la cessazione del vincolo coniugale; Tribunale di Bologna del 20 marzo 2006, Precisa che i beni in trust non possono essere impiegati dal trustee per far fronte alle obbligazioni contratte personalmente dal genitore dei beneficiari del trust perché si esula dai poteri conferitigli dall'atto istitutivo del trust, e ciò sebbene il trustee possa avere ingenerato nel terzo l'erroneo convincimento che tali obbligazioni sarebbero state soddisfatte mediante i suddetti beni; Tribunale di Modena dell'11 agosto 2006, Il Giudice Tutelare, nominando l'amministratore di sostegno di un disabile, ha concesso l'autorizzazione a vincolare in un trust in favore del disabile stesso tutti i beni da questi ereditati dalla defunta madre, nonché le somme residue degli emolumenti percepiti dal disabile (pensioni, indennità di accompagnamento, rendite) una volta soddisfatti gli oneri gestionali e versate le rette alla comunità in cui egli si trova ricoverato; Tribunale di Firenze del 26 ottobre 2006, Autorizza l'istituzione di un trust con il quale viene segregata la somma pretesa da un creditore, che aveva proposto azione revocatoria ordinaria, in relazione alla vendita di un immobile alla società poi fallita; Tribunale di Prato del 12 luglio 2006, Autorizza il curatore di un fallimento ad accettare quale trustee le somme dovute da una banca condannata in sede di azione revocatoria, per tutta la durata del giudizio di appello; Tribunale di Bressanone del 16 agosto 2006 Ordina l'intavolazione del diritto di proprietà in favore del trustee e l'annotazione della «costituzione in trust; Tribunale di Genova del 14 marzo 2006, Nel nominare l'amministratore di sostegno a un incapace, autorizza l'istituzione di un trust nell'interesse del soggetto incapace, del coniuge e del figlio, consentendo al trustee di individuare i beneficiari finali fra coloro che si sono particolarmente distinti nei rapporti relazionali e di assistenza con il figlio del beneficiario, anche egli incapace;

Tribunale di Reggio Emilia, 14 maggio 2007, Una s.p.a. promuove un'azione esecutiva sui beni immobili del socio accomandatario di una s.a.s. che, in qualità di trustee, ha contestato il diritto di procedere all'esecuzione perché i beni, trasferiti in trust con atto trascritto nei registri immobiliari anteriormente al pignoramento, non potevano essere assoggettati ad azione esecutiva. Il Giudice, con un articolato provvedimento nel quale esamina l'atto istitutivo ed il programma negoziale del trust nonché la sua aderenza alla legge regolatrice e la compatibilità con in principi inderogabili del diritto italiano, sospende la procedura esecutiva; Tribunale di Siena, 16 gennaio 2007, I beni vincolati in un trust non possono costituire oggetto di sequestro conservativo da parte dei creditori del disponente. Il Giudice rigetta la richiesta in quanto i beni sui quali viene richiesto il sequestro non sono più di proprietà del signor Tizio ma del trust e come tali, alla stregua di quanto avviene per i beni costituiti nel fondo patrimoniale (disciplinato dall'articolo 167 del codice civile), non sequestrabili né pignorabili dai creditori personali del soggetto che ha costituito il trust (c.d. disponente o *settlor*) fino a che sia vigente ed operativo il vincolo del trust o fino a che il vincolo non venga caducato per effetto di annullamento o revocazione del negozio istitutivo del trust; Tribunale di Milano del 10 luglio 2007, Il Giudice inibisce gli effetti dell'atto di revoca del Guardiano di un trust. Trattasi, infatti, di un atto che non può essere discrezionalmente posto in essere da colui che ha costituito il trust; devono sussistere giustificati motivi; Tribunale di Bologna, sezione I civile, del 19 settembre 2008, Il Giudice autorizza l'amministratore di sostegno ad istituire un trust per l'ottimale gestione dei beni riferibili al soggetto nel cui interesse l'amministratore di sostegno svolge la propria attività; Tribunale di Crotone del 29 settembre 2008, Concerne la sostituzione della persona incaricata di svolgere l'attività di protector o guardiano di un trust; il Tribunale di Genova, 21 aprile 2008, L'Autorità Giudiziaria ligure omologa un atto di separazione di coniugi con il quale si prevede, tra l'altro, l'istituzione di uno specifico trust avente l'obiettivo di gestire i reciproci impegni patrimoniali nascenti in conseguenza del venir meno del rapporto di coniugio; Tribunale di Modena, Sezione distaccata di Sassuolo, 11 dicembre 2008, L'Autorità Giudiziaria, su richiesta del protutore di minore, autorizza la costituzione di trust al fine di garantire ed assicurare che il patrimonio del minore sia destinato a suo esclusivo beneficio, per fare fronte ad

ogni sua esigenza personale e patrimoniale; Tribunale di Padova, 10 giugno 2008, Il Giudice autorizza la riduzione di un fondo patrimoniale al fine di farne confluire alcuni beni immobili all'interno di un trust; Tribunale di Grosseto, Decreto del 15 luglio 2008, Con tale provvedimento il Giudice autorizza l'istituzione di un trust interno da parte di un incapace a favore di se medesimo; Corte Suprema di Cassazione n 16022 del 14 aprile 2008, L'incarico di trustee non si esaurisce nel compimento di un singolo atto giuridico, ma si sostanzia in un'attività multiforme e continua che deve essere sempre improntata a principi di correttezza. La sentenza 16022 trova la sua origine in fatti risalenti al 1997, anno in cui due coniugi, all'atto del divorzio, decidono di costituire, in favore delle figlie minori, il Trust Ottavia and Margherita per l'amministrazione della casa familiare sita a Londra, nominandosi congiuntamente coamministratori del trust. Dopo breve tempo uno dei due coniugi (la moglie) avrebbe, a giudizio dell'altro (il marito), violato le più elementari norme di correttezza amministrativa conducendo in locazione un appartamento lussuoso le cui spese, senza documentazione, venivano addebitate al Trust Ottavia and Margherita. Per tale motivo, il marito (quale co-trustee) chiedeva al Tribunale di Milano la dichiarazione di decadenza dell'ex-moglie dalla carica di coamministratore (o co-trustee) con nomina di altro trustee o, in subordine, l'accertamento dell'obbligo di osservare scrupolosamente i doveri di buona amministrazione. La moglie, da parte sua, chiedeva pure la rimozione dell'ex-marito dal ruolo di co-amministratore (o co-trustee), lamentando che egli avesse rifiutato di collaborare alla gestione del trust. Con sentenza del 20 ottobre 2002 il Tribunale di Milano revocava marito e moglie dall'incarico di co-amministratori (o co-trustee) del trust nominando in loro vece due avvocati del foro di Milano: entrambi i coniugi, infatti, avevano violato gli obblighi di lealtà e correttezza propri dell'attività loro richiesta quali trustee e avevano dato prova di esasperata conflittualità nel disattendere il suggerimento del Giudice di delegare a terzi i poteri di amministrazione. La Corte d'Appello di Milano, con sentenza del 7 luglio 2004, confermava la sentenza di primo grado. La Cassazione richiamata, confermando le sentenze di primo e secondo grado, precisa che la revoca dell'incarico di trustee di beni riferibili, in ultima istanza, a minori non segue tanto le regole del mandato quanto quelle dettate dagli articoli 334, in tema di usufrutto legale, e 183, in tema di

Il *trust* implica un concetto di proprietà diverso da quello conosciuto dall'ordinamento italiano. Per questo, sino a quando l'Italia non avrà emanato una legge speciale, i *trust* fatti in Italia saranno necessariamente regolati da una legge straniera. Da segnalare, comunque, che nel corso degli ultimi anni sono stati presentati diversi disegni e proposte di legge³ al fine di adottare una normativa italiana in materia.

comunione legale. Tali norme prevedono la possibilità di revoca per aver “male amministrato”: tale situazione – secondo la Cassazione – può concretarsi non solo per effetto di specifiche violazioni di legge, ma anche quando l'assolvimento della funzione non sia, nel complesso, improntato alla diligenza richiesta dalla natura fiduciaria dell'incarico, così da riuscire lesivo degli interessi che l'istituto mira a proteggere. La sentenza della Cassazione, da un lato, pur giungendo alla conferma della revoca dei trustee, avalla e riconosce l'utilizzabilità in Italia dell'istituto del trust il cui concreto funzionamento, però, deve, secondo la Cassazione, fare i conti anche con le norme del nostro codice civile; dall'altro lato, la sentenza vuol essere un invito a quanti intendono costituire un trust a riflettere sull'opportunità di affidarsi a soggetti terzi ed indipendenti per la sua gestione.

³ Si veda: Disegno di Legge n. 489 “Istituzione del trust di diritto italiano, in applicazione dell'articolo 6 della Convenzione adottata a L'Aja il 1° luglio 1985, ratificata ai sensi della legge 16 ottobre 1989, n. 364”: è stato presentato in Senato su iniziativa dei Senatori Barbolini e Pegorer. Con tale disegno di legge si intende dotare l'ordinamento italiano di una legge specifica sul trust di diritto italiano riservando alle società fiduciarie di amministrazione autorizzate ai sensi della legge 23 novembre 1939, n. 1966 e dotate di particolari requisiti formali e patrimoniali l'assunzione dell'incarico di trustee. Il medesimo disegno di legge prevede espressamente che i beni del trust costituiscono patrimonio distinto a tutti gli effetti rispetto a quelli del trustee, disciplina i contenuti minimi che deve possedere l'atto costitutivo di trust nonché i principali poteri e doveri del trustee. Al Ministero dello Sviluppo Economico viene attribuita la responsabilità di gestire l'elenco dei trustee autorizzati e di vigilare sull'operato degli stessi.

Tornando alla Legge 364/89, vi è da dire che essa, ratificando la Convenzione dell'Aja, ha previsto che i beni in *trust* sono una massa patrimoniale distinta rispetto a quella del *trustee* e del disponente.

I creditori di quest'ultimo non possono attaccare i beni apportati in *trust* o il *trust* medesimo quale patrimonio del loro debitore. Solo laddove si riesca a provare che l'atto di apporto in *trust* è stato posto in essere dal

Disegno di Legge n. 854 "Disciplina tributaria del trust": è stato presentato in Senato su iniziativa della Senatrice Leddi. Il testo si sostanzia nell'introduzione, all'interno del titolo III del libro IV del codice civile, di un nuovo capo IX-bis, istitutivo della fiducia e composto degli articoli da 1741-bis a 1741-duodecies. In particolare l'articolo 1741-bis definisce la fiducia come "il contratto con quale il fiduciante trasferisce beni o diritti a un fiduciario che, assicurandone la separata gestione, persegue uno scopo determinato ovvero opera nell'interesse di uno o più beneficiari determinati o determinabili". L'articolo 1741-ter disciplina il contenuto e la durata del contratto; l'articolo 1741-quater disciplina alcuni importanti effetti dell'istituto e precisamente la separazione patrimoniale, la surrogazione reale e l'opponibilità ai creditori; gli articoli successivi forniscono la disciplina sulle obbligazioni sui doveri e poteri del fiduciario, del sfiduciante nonché gli aspetti connessi al compenso del fiduciario, alla sua revoca, rinuncia e scioglimento. Il Disegno di legge prevede che i soli soggetti titolati ad assumere l'incarico di fiduciario siano banche, assicurazioni, società di gestione del risparmio e società fiduciarie. Proposta di Legge n. 1471 "Disciplina dei trust istituiti in favore dei persone portatrici di handicap": è stata presentata alla Camera dei Deputati su iniziativa del Deputato Migliori. La Proposta di legge, nel riconoscere in generale l'istituto del trust, istituisce e disciplina in particolare il trust in favore di persone portatrici di handicap. La proposta di legge, nei suoi 35 articoli, disciplina sia gli aspetti civilistici (nessuna riserva di legge viene prevista relativamente all'assunzione dell'incarico di trustee) che quelli fiscali.

La proposta di legge più recente risulta, infine, presentata nel corso della presente Legislatura ed è volto ad introdurre nel codice civile italiano il cosiddetto Contratto di Fiducia.

debitore allo scopo di sottrarre garanzie patrimoniali ai propri creditori, questi ultimi potranno ottenere, con un'azione revocatoria, la revoca dell'atto di conferimento in *trust*. In questo caso, la effettiva restituzione dei beni conferiti in *trust* al disponente sarà molto più difficile nel caso in cui il *trust* sia stato costituito all'estero.

Prescindendo dalla legge applicabile, bisogna chiarire che la disciplina del *trust* ha come fonte principale proprio l'atto istitutivo dell'istituto stesso, modulato secondo gli interessi delle parti.

Le regole di funzionamento del *trust*, infatti, saranno contenute nell'atto istitutivo, in tale ambito il disponente stabilirà, ad esempio, la durata del *trust*, individuerà i beneficiari, i poteri del *trustee*, i poteri del guardiano, i criteri dell'amministrazione dei beni, l'impiego dei redditi, la destinazione finale dei beni, la finalità dell'istituto⁴. Il *trustee* è chiamato a mantenere una appropriata contabilità e reportistica in relazione ai beni segregati in *trust*. Gli obblighi di tenuta della contabilità di ciascun *trust*, infatti, sono previsti nell'atto istitutivo del *trust* e nella legge che lo regola.⁵

3.1. Il libro degli eventi

Il "Libro degli eventi del *trust*" rappresenta uno strumento utile per la rilevazione degli avvenimenti nel corso della vita del *trust* stesso. La prassi richiede che ogni atto che il *trustee* compie debba essere adeguatamente argomentato e documentato.

⁴ La quale finalità, se non espressamente disciplinata, sarà individuata attraverso un'interpretazione dell'atto per lo più teleologica.

⁵ La legge sui *trust* di San Marino, ad esempio, prevede anche un obbligo di valorizzazione dei beni conferiti in *trust* secondo criteri individuati da apposito decreto.

In alcune leggi straniere, ad esempio nella Legge di San Marino, il libro degli eventi rappresenta una forma di documentazione negozialmente prevista; la presenza di tale Libro tutela, infatti, il diritto all'informazione dei beneficiari, esponendo il *trustee* a contestazioni, ma allo stesso tempo costituisce uno strumento di difesa per il *trustee* rispetto ai procedimenti giudiziari di contestazione dei processi decisionali discrezionali.

Secondo le indicazioni del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili e secondo lo schema di Assofiduciaria, il "Libro degli Eventi del *trust*" dovrebbe anzitutto essere vidimato da un Notaio o da un pubblico ufficiale, e successivamente "custodito, tenuto e aggiornato dal *trustee*".

Le annotazioni degli eventi dovrebbero includere, almeno:

- i. l'istituzione del *trust*;
- ii. un prospetto (eventuale) riepilogativo delle posizioni dei beneficiari, aggiornato con la loro evoluzione;
- iii. le modificazioni soggettive del *trustee*, del guardiano, *etc.*;
- iv. gli investimenti effettuati con il patrimonio del *trust* (es. acquisti immobiliari, stipula di mutui, *etc.*);
- v. la trascrizione del rendiconto annuale;
- vi. le eventuali rendicontazioni periodiche di specifici investimenti;
- vii. la destinazione del patrimonio ai beneficiari;
- viii. le decisioni adottate in presenza di *co-trustee*;
- ix. l'estinzione del *trust*.

In altri termini, le annotazioni degli eventi, devono indicare fatti la cui descrizione consente, anche nell'interesse del *trustee*, di effettuare una ricostruzione sistematica dei fenomeni che hanno interessato il *trust*.

Il predetto schema di Assofiduciaria si sofferma sulla distinzione tra "atti" ed "eventi": ravvisando come siano "atti relativi al *trust*" le attività

compiute dal *trustee* nell'interesse del *trust fund* o in esecuzione delle disposizioni dell'atto istitutivo. Sono “eventi” i fatti e gli avvenimenti che accadono ai beni in *trust* indipendentemente dagli atti posti in essere dal *trustee*.

Chiunque entri in rapporti con il *trustee* è legittimato a fare pieno affidamento sulle risultanze del Libro degli Eventi del *Trust*. Parimenti a quanto previsto in tema di prova dei poteri del mandatario, il *trustee* o il diverso soggetto obbligato alla tenuta del libro degli eventi può rilasciarne estratti al fine di giustificare i poteri del *trustee*.

Il Libro degli eventi rappresenterà anche un importante strumento per consentire l'eventuale successione del *trustee*, delimitando la fine dell'attività del *trustee* uscente, e l'inizio di quello subentrante. L'atto istitutivo potrebbe prevedere particolari modalità per la tenuta del libro, quali, ad esempio, la necessità di periodica presa visione da parte del guardiano.

Il libro di cui si discorre costituisce parte integrante della documentazione del *trust*, documentazione che è liberamente consultabile dai beneficiari, limitatamente a quanto di loro interesse. Certamente il *trustee* potrà esibire anche solo “per estratto” le informazioni che è tenuto a fornire ai beneficiari. Viceversa, nei confronti dell'autorità giudiziaria, non potrà essere posto alcun limite all'esibizione integrale.

3.2. L'obbligo di informazione: l'*annual report*

Una delle annotazioni più rilevanti sul Libro degli eventi è quella del rendiconto annuale, o “*annual report*”, che permette di illustrare l'andamento della gestione durante il periodo di riferimento, evidenziando i risultati della stessa sul patrimonio delle diverse categorie di beneficiari. L'obbligo del *trustee* di rendere conto della sua gestione deriva direttamente dall'art. 2, comma 2, lett. c) della Convenzione dell'Aja che così recita: “*Il trustee è*

investito del potere e onerato dell'obbligo, di cui deve rendere conto, di amministrare...”, nonché dalle specifiche previsioni della legge regolatrice e dal contenuto dell'atto istitutivo. Per quanto riguarda le leggi straniere, tale obbligo è previsto ad esempio dall'art. 21 della Legge di Malta, per la quale: *“i trustees devono mantenere un'accurata contabilità e registro della loro gestione e, su richiesta di un beneficiario, devono rivelare le risultanze degli stessi a tale beneficiario e, salvo quanto previsto dalle clausole del trust, devono fornire copia entro un ragionevole periodo dalla richiesta ”*; o dall'art. 21 della Legge di Jersey: *“Un trustee deve mantenere un rendiconto e registrazioni accurate della propria gestione”*. Quanto alla forma in cui va redatto il rendiconto, non può in astratto definirsi una tipologia *standard* di rendiconto, ma essa varierà a seconda dei soggetti cui si deve consegnare e delle finalità che persegue.

I destinatari potenziali del rendiconto possono essere i soggetti nel cui interesse opera l'istituto e precisamente:

- i beneficiari, anche eventualmente riuniti in apposito “comitato” e suddivisi per categoria (del reddito, del patrimonio, o entrambi);
- il guardiano (se esistente);
- il revisore (se esistente);
- lo stesso disponente;
- altri soggetti (es. coniuge del disponente defunto) che non necessariamente ricoprono la veste di soggetti del *trust*.

L'atto istitutivo, per ragioni di riservatezza e pur sempre in conformità con le disposizioni della legge regolatrice, può prevedere che il rendiconto venga fornito solo a determinate categorie degli stessi o solo limitatamente alle parti che sono interessate direttamente dal rendiconto.

Tutti i beneficiari, e non solo necessariamente quelli cosiddetti *“vested”*, possono attivare richieste di rendicontazione nei confronti del *trustee* con riferimento ai propri specifici interessi, quest'ultimo, salvo che la richiesta

non pervenga dall'autorità giudiziaria, sarà chiamato a rispettare gli obblighi di riservatezza imposti dall'atto istitutivo.

4. Il *Trustee*: obblighi e poteri

Parafrasando le parole di uno di massimi esperti contemporanei di diritto dei *trust*, il professor D. Hayton, un *trust* non è un soggetto giuridico, come una persona o una società, capace di possedere dei beni; affinché vi sia un *trust*, dei beni devono essere assoggettati in un *trust* in maniera tale che di questi sia investito uno o più *trustee*.

Ritenere il *trust* un soggetto giuridico dotato di una sua personalità giuridica è stato definito dalla autorevole dottrina qualificata il più grande errore in materia di *trust*.⁶

Esso, quindi, non ha alcuna soggettività propria, ne tantomeno alcuna personalità giuridica, indipendente dalla figura e persona del *trustee*.⁷

La Convenzione de l'Aja, non detta alcuna disposizione precisa sulla posizione giuridica del *trustee*, ma dal tessuto normativo della stessa si evince come riconosca inequivocabilmente in capo al *trustee* una posizione proprietaria rispetto al fondo in *trust*.⁸ Il *trustee*, pertanto, è il pieno proprietario, in *trust*, del fondo in *trust*.

⁶ Sul tema J. Wadham, *Willoughby's Misplaced Trust*, II ed., Gostik Hall Publications, 2002, pag. 19.

⁷ Cfr. Trib. Di Voghera, con ordinanza del 23 febbraio 2010.

⁸ Il trust amorfo della Convenzione dell'Aja non prevede che il trust possa essere in qualche modo entificato. Infatti, l'art. 12 della Convenzione riconosce in capo al trustee una mera facoltà di registrare nella propria qualità di trustee la proprietà in trust. Tale mera facoltà esclude definitivamente che il trust possa in alcun modo essere entificato, in quanto è evidente che l'entificazione di per sé, comportando il riconoscimento in capo al trust di un autonomo centro di interessi, richiederebbe quantomeno che il patrimonio dell'ente sia a questo direttamente intestato.

Il *trustee*, in ragione del ruolo e della funzione che è chiamato ad assolvere dovrà agire con la dovuta diligenza, la massima buona fede ed al meglio delle proprie possibilità e conoscenze. Accanto a tali obblighi di carattere generale, certamente, vi sono ulteriori obblighi insiti alla natura e struttura propria del *trust*. Non è ovviamente possibile fornire un'analisi completa di tutti gli obblighi e di tutte le specificazioni che essi comportano, né tantomeno dell'interpretazione giurisprudenziale che hanno sortito e, quindi, della sterminata casistica che ne deriverebbe, proprio perché tali obblighi specifici sono intrinsecamente legati all'attività e alla finalità per le quali il *trust* è stato istituito.

A fronte degli obblighi, il *trustee* ha anche un'ampia gamma di poteri nell'esercizio del proprio ufficio. Alcuni di essi sono più precipuamente doveri, in quanto il loro esercizio da parte del *trustee*, seppure individuato quale potere, è di fatto obbligatorio. Altri invece attengono più propriamente la sfera decisionale del *trustee* al quale è rimessa la discrezionalità se esercitarli o meno.⁹

Di norma si distingue tra *trusts*, *powers* e *discretions* in ragione della natura del potere, e cioè a seconda che sia meno vincolante nel suo esercizio da parte del *trustee*, quale manifestazione di volontà di quest'ultimo o meno, e per gli effetti del suo mancato esercizio.

Si pensi ad un *trust* nel quale il disponente ha stabilito che il *trustee* deve gestire il fondo a vantaggio di tre beneficiari, per provvedere al bisogno e al sostentamento di questi. Il potere del *trustee* di provvedere nel corso della durata del *trust* ai bisogni dei beneficiari nel modo ritenuto più congruo ed opportuno, ha in sé una scelta discrezionale del *trustee* in merito al *quomodo*

⁹ I. Valas, *Il trustee: funzioni, obblighi e poteri*, in *Trust, Aspetti sostanziali e applicazioni nel diritto di famiglia e delle persone*, Vol. I, a cura di M. Monegat, G. Lepore, I. Valas, Giappichelli.

intervenire nei confronti dei beneficiari, ma non sul se intervenire. Diversamente, laddove l'atto istitutivo conferisca al *trustee* il potere di compiere investimenti per incrementare il fondo, egli potrà decidere di non esercitarlo tale potere, ritenendo più opportuno, per la gestione dello stesso, non metterlo a rischio compiendo investimenti finanziari e non.

La tradizione giuridica inglese e la successiva codificazione dei vari Stati di *common law* hanno portato ad un'ampia regolamentazione dei poteri dei *trustees* in merito a particolari materie o situazioni. Tale prolissa regolamentazione è portata più che da una vera e propria necessità, dalla tecnica redazionale propria dei predetti paesi, che, anche dopo aver delineato una regola generale fornisce una dettagliata specificazione di cosa comporti tale potere e quindi di quanto al titolare sia concesso fare.

5. La figura del Guardiano

La nomina del guardiano risponde all'esigenza di sorvegliare il *trustee* e, al tempo stesso, di aiutarlo nelle scelte operative.

Egli serve a creare un elemento di raccordo tra il disponente ed il *trustee* al fine di rinforzare e proteggere il *trust* (da cui i termini *enforcer* e *protector* con i quali taluni ordinamenti designano il guardiano).

Il guardiano, tradizionalmente poco usato nei *trust* di diritto anglosassone, ricorre spesso nel c.d. modello internazionale, nell'ambito del quale numerose leggi lo individuano come titolare di un ufficio.

La figura del guardiano, come anticipato, è invece obbligatoria nei *trust* di scopo, dove mancano i beneficiari.

Il guardiano è normalmente nominato dal disponente, nell'atto istitutivo del *trust* o con atto separato indirizzato al *trustee*; talvolta è nominato dai beneficiari, dopo la morte o le dimissioni del (primo) guardiano.

Quest'ultimo non è un mandatario del disponente, né di alcun altro soggetto che sia interessato al *trust*: Egli assume obbligazioni fiduciarie, secondo la *common law*, nel senso che non può trarre vantaggi dall'incarico.

La dottrina comparatistica ha affermato che il guardiano è “*compartecipe, ma non corresponsabile, del buon esito dell'affidamento. Egli non è un trustee, né di diritto né di fatto, ma è preposto a collaborare o a vigilare affinché l'affidamento trovi il proprio felice compimento.*”¹⁰

I *trust* interni sogliono, di norma, attribuire al guardiano una funzione di controllo sull'attività del *trustee*, che si può esercitare attraverso atti dispositivi o di gestione, direttivi, divieti e pareri.

In astratto, tutto ciò non pregiudica la validità del *trust* e non fa venir meno il principio dell'affidamento al *trustee*, purché i poteri attribuiti al guardiano non alterino in modo sostanziale la discrezionalità di quest'ultimo, che rimane l'unico proprietario e gestore fiduciario del *trust*.

Sul punto, autorevole dottrina ha sottolineato come le funzioni del guardiano pongano un quesito “quantitativo”: perché, se è pur vero che nulla impedisce che il *trustee* sia privo di discrezionalità in una certa materia (fino all'ipotesi del *trust* nudo), va sottolineato che, qualora le materie sottratte al *trustee* siano oltre un certo limite, il guardiano diverrebbe, di fatto, un *trustee*.¹¹

Il guardiano non può mai divenire gestore del *trust* e deve necessariamente rimanere un controllore e coadiutore del *trustee*, anche quando è in possesso della facoltà di revocarlo. Invero, l'eventuale rimozione del *trustee* non comporta la cessazione del *trust*, ma solo il trasferimento dell'affidamento da un soggetto a un altro.

La funzione di controllo del guardiano è certamente esercitata tramite

¹⁰ M. Lupoi, *Trusts*, Giuffrè, 2001, pag. 402.

¹¹ M. Lupoi, *Istituzioni del diritto dei trust e degli affidamenti fiduciari*, Padova, 2008, pag. 128.

il potere di veto. Un potere quest'ultimo che può giungere fino a paralizzare l'attività del *trustee*, esercitato al cospetto di attività del *trustee* che possano gravemente incidere sul futuro del *trust* stesso.

Quanto alle funzioni direttive del guardiano, esse si sostanziano in istruzioni che il guardiano rivolge al *trustee*.

Anche per effetto di questo ulteriore potere, vi può essere una compressione della discrezionalità del *trustee*, che, per talune attività, da individuarsi nell'atto istitutivo, è obbligato ad attenersi alle indicazioni del guardiano. Il guardiano, tuttavia, non può, attraverso tali direttive, sostituirsi al gestore del *trust*, ma dovrà necessariamente rimanere un controllore e coadiutore del *trustee*, indirizzandolo su quegli argomenti analiticamente previsti dal disponente per esigenze particolari.¹²

5.1 La responsabilità del Guardiano

La fonte della responsabilità del guardiano è di carattere fiduciario ed è soggetta a regole elaborate da una vasta giurisprudenza di *common law*. L'elaborazione giurisprudenziale ha ravvisato che¹³: (i) per l'esercizio del potere fiduciario, il guardiano deve assicurarsi di essere in possesso di tutti gli elementi per giungere ad una decisione informata; (ii) il potere deve essere esercitato in buona fede e in assenza di conflitto di interessi; (iii) la decisione deve essere conforme all'ampiezza dei poteri conferitigli dall'atto istitutivo e congruente con le finalità per le quali il potere gli è stato attribuito.

Nell'atto istitutivo del *trust* può anche essere espressamente prevista

¹² Relazione presentata al Congresso del decennale dell'Associazione "Il trust in Italia", svoltosi a Ischia il 1-3 ottobre 2009 dall'Avv. Angelo D'Alessandro.

¹³ Su cui si veda M. Lupoi, *Istituzioni del diritto dei trust e degli affidamenti fiduciari*, pagg. 59-67.

una limitazione della responsabilità del guardiano, in ragione della qualità della persona e della gratuità dell'incarico.¹⁴

Seppure il guardiano non sia un mandatario del disponente, né di alcun altro soggetto che sia interessato al *trust*, bensì egli assuma obbligazioni fiduciarie, occorre inquadrare la natura della relativa responsabilità e la conseguente disciplina sotto il profilo civilistico.

Il ruolo stesso del guardiano trova la sua genesi in un atto di designazione (con conseguente accettazione), nell'ambito di quel negozio unitario complesso che è il *trust*. La natura giuridica della responsabilità di cui si discorre sembrerebbe essere contrattuale.

Tale responsabilità, rimarrà nell'area della colpa, laddove si tratti di negligenza, imprudenza o imperizia nell'esecuzione dell'incarico ovvero, nell'area del dolo, in caso di violazione dei doveri fiduciari stabiliti dalla legge e dall'atto istitutivo del *trust*. La responsabilità del guardiano deriverà, pertanto, da un atto illecito che potrà comprendere qualsiasi azione, omissione e/o errore commessi - con colpa o dolo - nello svolgimento delle attività cui lo stesso è preposto, con conseguente obbligo di risarcire tutti i danni cagionati agli aventi diritto.

Tuttavia, sempre all'interno della sfera della responsabilità contrattuale ed alla luce dei recenti orientamenti di natura giurisprudenziale, sembrerebbe possibile ricondurre il tema della responsabilità del guardiano nella sfera

¹⁴ Soprattutto nei trust di famiglia, nei quali la funzione di guardiano è spesso ricoperta gratuitamente da un soggetto privo di professionalità, è più che giustificata una limitazione di responsabilità, al pari di quanto accade nel rapporto di mandato ove, pur essendo previsto l'obbligo di eseguire l'incarico con la "diligenza del buon padre di famiglia", nel caso di mandato gratuito vi è una attenuazione della responsabilità in caso di colpa che va valutata "con minor rigore" (art. 1710, I comma, cod. civ.).

della responsabilità, c.d. da contatto sociale, che trova il suo modello nella teoria civilistica della responsabilità per inadempimento senza obblighi di prestazione, elaborata con riferimento a situazioni di danno di difficile inquadramento sistematico, in quanto si pongono ai confini tra contratto e torto.¹⁵

Si ritiene, infatti, che una responsabilità di tal tipo possa prescindere dalla sussistenza di un precedente vincolo pattizio, rivelandosi, a tal fine, sufficiente un “contatto sociale”, qualificato dall’ordinamento giuridico, da cui derivino doveri specifici di protezione di determinati beni giuridici.

La responsabilità da “contatto” ha trovato particolare riconoscimento nella giurisprudenza civile con riguardo alla questione della responsabilità del medico dipendente dal servizio sanitario nei confronti del paziente.

La responsabilità da contatto è stata, inoltre, ipotizzata anche in altre fattispecie quali la c. d. “responsabilità da prospetto”, la “responsabilità da revisione”, nelle ipotesi di intermediazione mobiliare.

Dottrina e giurisprudenza, nello stabilire che le obbligazioni derivano da contratto, da fatto illecito o da ogni altro atto o fatto idoneo a produrle in conformità dell’ordinamento giuridico, ravvisano tuttavia un sistema caratterizzato da una atipicità delle fonti di obbligazione tra le quali può essere collocato anche il “contatto sociale”.

Si riconosce, infatti, che le obbligazioni possano sorgere da rapporti contrattuali di fatto, nei casi in cui taluni soggetti entrino in contatto, senza che tale contatto produca ipotesi negoziali e, pur tuttavia, ad esso si ricolleghino obblighi di comportamento di varia natura, volti a garantire che siano tutelati gli interessi che sono emersi o sono esposti a pericolo in occasione del contatto stesso.

¹⁵ Sul punto si veda, S. Faillace, *Responsabilità da contatto sociale*, Cedam, 2004

Nel caso che ci occupa, il guardiano non è un mandatario del disponente, né di alcun altro soggetto interessato al *trust*, egli assume obblighi fiduciari secondo la *common law*, nel senso che non può trarre vantaggi dall'incarico e non potrà mai, ad esempio, nominare sé stesso *trustee*. Pertanto, in virtù della particolare natura che caratterizza la figura del guardiano, questi risponderebbe per aver violato quel particolare rapporto qualificato, intercorrente con i soggetti interessati al *trust*, pur non agendo in qualità di mandatario.

Laddove si decida di aderire alla predetta opzione ermeneutica, bisognerà valutare se il comportamento del guardiano in concreto possa essere ascritto a colpa o a dolo e se quel contatto intercorso con i soggetti interessati al *trust*, sia stato o meno violato. Dopo aver individuato la natura giuridica contrattuale, alla relativa azione risarcitoria per danni cagionati in conseguenza di atti illeciti ascrivibili al guardiano, si applicherà il termine decennale di prescrizione *ex art. 2946 cod. civ.*

6. Revoca e modifica del *trust*

Un *trust* è, di regola, irrevocabile, ma può essere revocabile se l'atto istitutivo dispone in tal senso. Cessate le ragioni che hanno promosso alla costituzione del *trust*, il disponente potrebbe volere che il *trust* prosegua fino al proprio termine naturale (per es. fino alla sua morte) ma potrebbe anche voler riappropriarsi dei beni riservandosi il diritto di revocare il *trust*.

Tuttavia, la revocabilità del *trust* rischia di minare e mettere in dubbio la liceità e la serietà degli intenti del disponente.

Ebbene, l'irrevocabilità consente il trasferimento al *trustee* della titolarità dei beni costituiti in *trust* in maniera definitiva, consentendo al *trustee* di disporre dei suddetti beni, sempre in conformità alle prescrizioni dell'atto costitutivo e della legge regolatrice.

Il disponente, all'atto dell'istituzione del *trust*, può chiedere, al fine di assicurare ancora maggiore flessibilità allo strumento, che l'atto istitutivo consenta di modificarne le regole sul funzionamento dell'istituto o la legge regolatrice.

E' bene chiarire, tuttavia, che l'attribuzione al disponente di un tale potere di modifica del *trust*, pur permesso da molte leggi regolatrici, potrebbe, in caso di contenzioso, pregiudicare le finalità di segregazione per le quali esso è stato creato.

7. Le differenze con gli altri istituti presenti nel nostro ordinamento

Per comprendere a fondo le peculiarità del *trust* appare opportuno delinearne le principali caratteristiche con figure ed istituti affini che si stagliano nel nostro ordinamento. Ebbene, se è vero, come è vero, che la migliore prospettiva di comparazione si muove dalla figura del *trustee*, il tentativo di delineare le linee di distinzione tra il *trust/trustee* e le figure affini nel diritto italiano, deve necessariamente partire da alcune premesse di carattere metodologico.

La prima premessa riguarda certamente la distinzione tra il modello anglosassone del *trust* e il modello di *trust* che ne deriva dalla Convenzione dell'Aja. Quest'ultima, infatti, disciplina i soli *trusts* volontari, con esclusione delle altre tipologie di *trusts* previste negli ordinamenti di *common law*. Ai sensi dell'art. 2 della Convenzione dell'Aja, il *trust* presenta le seguenti caratteristiche: *a)* i beni del *trust* costituiscono una massa distinta e non fanno parte del patrimonio del *trustee*; *b)* i beni del *trust* sono intestati a nome del *trustee* o di un'altra persona per conto del *trustee*; *c)* il *trustee* è investito del potere e onerato dell'obbligo, di cui deve rendere conto, di amministrare, gestire o disporre beni secondo i termini del *trust* e le norme particolari impostegli dalla legge. L'insieme di queste regole contenute nella

Convenzione dell'Aja consente di ricondurre tale modello di *trust* tra gli strumenti di articolazione del patrimonio, definizione attraverso la quale si suole indicare tutti gli strumenti con i quali la destinazione ad uno scopo di parte del patrimonio dà luogo alla totale o parziale deviazione dalle regole generali relative alla responsabilità patrimoniale illimitata e alla libera circolazione dei beni.¹⁶

Tale modello di *trust* definito amorfo, consente la separazione patrimoniale dei beni oggetto di *trust* dal patrimonio del *trustee*, al quale viene intestata la proprietà del *trust*. Ne consegue che è proprio la destinazione ad uno scopo, individuata in senso soggettivo con riferimento al beneficiario, o in senso oggettivo, con riferimento agli interessi, che determina un regime particolare di responsabilità patrimoniale e di gestione ed amministrazione dei beni.

Il principale elemento di distinzione rispetto all'atto negoziale di destinazione¹⁷ è l'accentramento di tutta la disciplina sulla figura del *trustee*, al quale vengono intestati i beni con obbligo di gestione, con la conseguente “neutralizzazione”¹⁸ del disponente.

La destinazione diventa, quindi, causa di un peculiare regime di responsabilità patrimoniale e di circolazione che, con gradazioni diverse in relazione ai diversi strumenti e ai diversi modelli di destinazione, devia rispetto alla disciplina generale. Essa rappresenta l'elemento funzionale che

¹⁶ M. Bianca, *Trustee e figure affini nel diritto italiano*, in *Riv. Notariato*, 2009, 03, pag. 557 e ss.

¹⁷ Atto disciplinato dall'art. 2645-ter c.c.

¹⁸ Anche nelle ipotesi di *trust* auto dichiarato, il disponente, seppure coincide con la persona del *trustee*, non vi coincide da un punto di vista giuridico, nel senso che egli sarà chiamato ad assumere responsabilità ed obblighi derivanti dal ruolo giuridico chiamato ad assolvere.

accomuna i vari strumenti di articolazione del patrimonio e le varie figure esistenti nel nostro ordinamento, le quali risultano differenziate sul piano strutturale e rimediabile.¹⁹ Il riconoscimento di una funzione comune che si fonda sull'elemento della destinazione dei beni ad uno scopo, non è privo di conseguenze operative.

Nell'ordinamento italiano, oltre al *trust* amorfo disciplinato dalla Convenzione dell'Aja, vi sono altri strumenti che, in virtù della destinazione, sono deputati a realizzare un'articolazione del patrimonio. Partendo dal dato normativo, un esplicito riferimento alla destinazione e alla categoria dei patrimoni di destinazione si rinviene proprio nel corpo del codice civile.

Le figure di destinazione patrimoniale che, infatti, si trovano nel corpo del codice civile sono diverse: il fondo patrimoniale (art. 167 e ss. c.c.), i fondi speciali per la previdenza e l'assistenza (art. 2117 c.c.), i patrimoni societari destinati ad uno specifico affare (artt. 2447-*bis* e ss. c.c.), gli atti di destinazione (art. 2645-*ter*). Anche fuori dal codice civile, sono numerose le figure di destinazione patrimoniale con effetto separativo che trovano disciplina nella legislazione speciale, soprattutto in ambito finanziario.²⁰ Per tali strumenti di destinazione, una prima fondamentale differenza rispetto al *trust* è rinvenibile nel fatto che la destinazione patrimoniale, non è implicita come nel *trust*, nel negozio fiduciario o nel contratto di mandato, ma viene esplicitata nelle regole applicative. Nel fondo patrimoniale ad esempio, l'art. 167 c.c. opera un espresso rinvio alla “*destinazione di beni per far fronte ai bisogni*

¹⁹ M. Bianca, *Trustee e figure affini nel diritto italiano*, in *Riv. Notariato*, 2009, 03, pag. 557 e ss.

²⁰ Si pensi al fenomeno della cartolarizzazione dei crediti che integra un'ipotesi di destinazione con effetto separativo (L. n. 130 del 1999).

della famiglia”. Per i fondi speciali di assistenza e previdenza, l'art. 2117 c.c. prevede la destinazione con effetto di separazione patrimoniale, stabilendo che tali fondi “*non possono essere distratti dal fine cui sono destinati e non possono formare oggetto di esecuzione da parte dei creditori dell'imprenditore o del prestatore di lavoro.*” Per i patrimoni societari destinati ad uno specifico affare, il legislatore ha voluto sottolineare la destinazione quale fattore che dà causa al regime di separazione patrimoniale, separazione che nell'art. 2447-*bis*, lett. a) è riferita a parte del patrimonio della società, mentre nell' art 2447-*bis*, lett. b)) riguarda i proventi che derivano dall'affare.

Per la disciplina dell'art. 2645-*ter*, il legislatore ha voluto privilegiare il modello della destinazione dei beni ad uno scopo come strumento di articolazione del patrimonio che si avvale dello schema dell'atto puro di destinazione, quale vincolo di destinazione che perviene da un atto di autonomia privata.²¹

La diversità di tali istituti riguarda proprio le diverse modalità con le quali viene concepita la destinazione.

Nel fondo patrimoniale, nei fondi speciali di assistenza e previdenza e nei patrimoni societari la destinazione viene codificata dal legislatore. Nel primo caso, infatti, essa coincide con la tutela della famiglia legittima, nel secondo caso, con la tutela del lavoro e della previdenza, nel terzo caso con la tutela del patrimonio societario.

Nell'atto di destinazione disciplinato dall'art. 2645-*ter* c.c., invece, la destinazione risulta non tipizzata ma individuata in alcune categorie di beneficiari che la norma rintraccia nelle persone affette da handicap, nella pubblica amministrazione e in quelli che la norma individua come “*interessi meritevoli di tutela.*”

²¹ Si veda la voce dell'Enciclopedia Treccani *Vincoli di destinazione del patrimonio.*

Negli istituti di cui si è detto (fondo patrimoniale, patrimoni societari, fondi assistenza e di previdenza, atto negoziale di destinazione dell'art. 2645-ter) la figura del soggetto gestore e intestatario dei beni destinati può anche mancare, in quanto la centralità della disciplina si esaurisce nella regola di destinazione e negli effetti che essa produce. Al contrario nel *trust*, e così anche nel contratto di mandato, la destinazione è assoggettata all'adempimento di specifici obblighi di gestione.

Nel nostro ordinamento anche il contratto di mandato (artt. 1703 e ss. c.c.) merita una menzione nell'ambito di questa disamina.

“I creditori del mandatario non possono far valere le loro ragioni sui beni che, in esecuzione del mandato, il mandatario ha acquistati in nome proprio” in quanto quei beni, se pure acquistati in nome proprio dal mandatario e quindi entrati nella sua sfera patrimoniale, sono destinati a realizzare l'interesse del mandante. Orbene, l'accostamento tra il *trust* ed il mandato non è inusuale, presentando tale istituto diverse affinità con il *trust*, ed essendo da taluni ritenuto che il mandato si presti a realizzare, in determinate situazioni, le potenzialità del *trust*.²² Non vi è alcun dubbio che la disposizione contenuta nell'art. 1707 c.c. in materia di mandato abbia una portata segregativa, prevedendo che i beni del mandatario, acquistati in esecuzione del mandato ricevuto, non possano essere aggrediti dai suoi creditori, a condizione che, laddove si tratti di beni mobili o crediti, il mandato abbia data certa anteriore al pignoramento; mentre per quanto attiene ai beni immobili o ai mobili registrati, la protezione opera a condizione che la trascrizione dell'atto di ritrasferimento o della domanda giudiziale concernente la sua esecuzione sia anteriore al pignoramento. Tuttavia, la disposizione di cui all'art. 1707 c.c. limita l'effetto segregativo nel mandato senza rappresentanza ad acquistare, ai soli beni il cui acquisto è conseguenza diretta della gestione del mandatario, lasciando

²² In tal senso M. Lupoi, *Trust*, pagg. 6 e ss.

scoperti quei beni la cui proprietà perviene al mandatario a seguito del compimento di atti strumentali all'attività caratteristica della gestione. Parimenti, resterebbe privo di protezione quanto incassato dal mandatario per la vendita dei beni oggetto del mandato a vendere. Radicalmente diversa è, per contro, la posizione dei beni segregati in *trust*, i quali sono oggetto di un vincolo di destinazione che lungi dal limitarsi alla *res* originaria, coinvolge non solo quanto segregato inizialmente, ma tutto ciò che ne deriva o ne diventa una trasformazione economica.²³

Tanto premesso, tali distinzioni che attengono principalmente al profilo strutturale non eliminano quella omogeneità funzionale che deve rintracciarsi nella destinazione patrimoniale. Una omogeneità funzionale che, tuttavia, non azzera le differenze tra i vari istituti.

La presenza di una medesima funzione destinataria da luogo alla necessità di applicare ai diversi istituti quelle regole del nostro ordinamento, la cui *ratio* si sostanzia proprio nella realizzazione della medesima funzione, al di là del fatto che la regola sia stata dettata per un singolo istituto. All'uopo, a lungo si è chiesto se sia possibile applicare o meno al *trust* interno il limite della meritevolezza degli interessi destinatori posto dall'art. 2645-ter per l'atto negoziale di destinazione.²⁴ Inizialmente la giurisprudenza si era espressa in senso negativo affermando che *“mentre la costituzione di un trust interno merita un giudizio positivo di liceità mercè il semplice rispetto della Convenzione e del disposto dell'art. 16 L. n. 218 del 1995 (limite dell'ordine pubblico),*

²³ M. Montefameglio, *Trust e mandato fiduciario*, in *Trust Applicazioni nel diritto commerciale e azioni a tutela dei diritti in trust*, a cura di M. Monegat, G. Lepore., I. Valas, Giappichelli Vol II, 2010, pagg 246 e ss.

²⁴ Sul tema si veda M. Bianca, già in *Il nuovo art. 2645-ter. Notazioni a margine di un provvedimento del giudice tutelare di Trieste*, in *Giust. civ.*, 2006, II, 187 e ss; M. LUPOI, *Istituzioni del diritto dei trust*, cit., 7; v. G. Oberto, *Atti di destinazione (Art. 2645-ter c.c.) e trust: analogie e differenze*, in *Contratto e impresa Europa*, 2007, 351 e ss.

invece il cittadino italiano che volesse raggiungere lo scopo di vincolare determinati beni per un certo fine ai sensi dell'art 2645-ter c.c. dovrebbe sperare nell'esito positivo del vago giudizio di meritevolezza dell'interesse."²⁵

Una tale interpretazione non teneva in considerazione che la regola di meritevolezza dell'interesse, indipendentemente dalla valutazione del suo contenuto, esprime una regola funzionale, un principio cui deve assoggettarsi ogni strumento che realizza una destinazione con effetto di separazione patrimoniale. Il giudizio di meritevolezza, più che intendersi come qualcosa che impedisce l'utilizzazione di un istituto, deve essere inteso come strumento in grado di promuoverne la competitività. Un recente orientamento giurisprudenziale, pur ribadendo la distinzione tra *trust* e atto negoziale di destinazione disciplinato dall'art. 2645-ter, ha affermato che il giudizio di meritevolezza deve essere considerato quale limite esterno ad uno sconosciuto ingresso del *trust* nel nostro ordinamento²⁶.

Non potrà ignorarsi come, la differenza strutturale tra i vari strumenti di articolazione del patrimonio ed il *trust*, deve ricondursi alla diversa tradizione culturale in cui ciascun istituto ha trovato applicazione. Nel contesto dei paesi di tradizione civilistica sono prevalsi il ruolo del negozio fiduciario e dell'atto di destinazione. Il primo ha origine nella tradizione romanistica e si caratterizza per il trasferimento della proprietà piena dei beni al soggetto fiduciario. Nel modello di fiducia di tipo germanistico tale effetto affidatario manca e viene sostituito da una speciale forma di

²⁵ In tal senso il Giudice di Trieste del 7 aprile 2006. Sulle critiche alla pronuncia si rinvia a M. Bianca, *Il nuovo art. 2645-ter. Notazioni a margine di un provvedimento del giudice tavolare di Trieste*, cit., 187 e ss.

²⁶ In tal senso il provvedimento del 19 settembre 2007 del Giudice Tavolare di Trieste.

autorizzazione del soggetto fiduciario ad agire nell'interesse altrui (c.d. *Ermächtigung*).

L'atto di destinazione trova invece origine dalla teoria pandettistica dei patrimoni destinati ad uno specifico affare (c.d. *Zweckvermögenstheorie*) e in genere esso prescinde dall'effetto attributivo, essendo atto di organizzazione funzionale dei beni o di parte del patrimonio. Appare opportuno sottolineare che, di regola, anche quando esiste un fenomeno attributivo, esso è esterno all'atto di destinazione. Ciò viene confermato dalla disciplina delle figure che hanno recepito il modello dell'atto puro di destinazione (fondo patrimoniale, fondi speciali di assistenza e previdenza, patrimoni societari, atto negoziale di destinazione dell'art. 2645-ter c.c.) in cui il legislatore non pone l'accento sul trasferimento dei beni oggetto della destinazione. Ebbene, il tessuto normativo italiano, ha subito l'influsso di entrambi i modelli culturali.

Il negozio fiduciario, modello di cui la giurisprudenza si è avvalsa nello schema della fiducia romanistica, è rimasto quale base interpretativa di tipo giurisprudenziale. L'atto di destinazione, invece, è divenuto modello normativo, essendo stato previsto dal legislatore sia con riferimento a destinazioni tipiche che quale modello generale di atto negoziale di destinazione (art. 2645-ter c.c.).

Ebbene, il modello culturale del negozio fiduciario di tradizione romanistica, con trasferimento della proprietà piena dei beni destinati al soggetto fiduciario, pone il problema del riconoscimento di una proprietà fiduciaria e del trasferimento astratto della proprietà, in un sistema come il nostro fondato sull'unicità della proprietà e restio a riconoscere una duplicità di titoli sullo stesso bene.

Il modello anglosassone del *trust*, che di regola è attributivo, caratterizzandosi per il trasferimento della proprietà dei beni oggetto del *trust*

al soggetto *trustee*, la struttura è molto simile a quella del negozio fiduciario di tradizione romanistica. Tuttavia, proprio nel modello anglosassone, la difesa del rapporto fiduciario in materia di *trust* si ravvisa nel sistema giudiziario che tutela e dà rilevanza esterna al rapporto fiduciario.

Quanto all'ordinamento italiano, al di là della propensione culturale per uno o altro istituto, occorre valutare concretamente quale sia il modello più utile e applicabile nel nostro ordinamento. E' pur vero che, negli ultimi anni, a seguito dell'introduzione dell'art. 2645-*ter* c.c. (definita dalla più attenta dottrina "*un frammento di trust nell'ordinamento italiano*") e delle ultime circolari dell'Agenzia dell'Entrate, che hanno riconosciuto la soggettività fiscale del *trust*, non sussiste più alcun dubbio sulla piena legittimità dell'istituto e sulla sua conformità all'ordine pubblico interno.

Appare evidente, proprio per quanto sopra esposto, come sia consigliabile ricorrere al *trust*, quando gli istituti di diritto interno, tipici o atipici, non riescano a soddisfare adeguatamente le finalità del disponente.

Sotto il profilo comparativo, premesso quanto sopra, analizzando le principali differenze tra il *trust* e alcuni istituti di diritto interno si evince che:

- Il fondo patrimoniale: è legato al matrimonio, quindi può essere utilizzato soltanto dai coniugi e non in caso di convivenza; viene meno a seguito dell'annullamento ovvero scioglimento del matrimonio e della morte del coniuge; non tutti i beni possono essere conferiti nel fondo, ma unicamente i beni immobili, mobili registrati e titoli di credito nominativi (non le somme di denaro; per le quote di srl e azioni vi sono molti dubbi).
- L'atto di destinazione: *ex art. 2645 ter c.c.*: può avere ad oggetto soltanto beni immobili o beni mobili iscritti in pubblici registri, ma manca l'atto programmatico che regola i vari momenti della gestione dei beni ed i rapporti tra conferente e beneficiari.

- il testamento: è un atto revocabile dal *de cuius* fino alla sua morte. Con esso il patrimonio resta nella disponibilità del testatore e non produce l'effetto segregativo con possibilità di aggressione da parte dei creditori; indi, al momento dell'apertura della successione, in caso di accettazione dell'eredità da parte dei chiamati, vi è confusione dei patrimoni, che restano, così, soggetti alle azioni sia dei creditori del testatore che degli eredi.
- La donazione: è un atto revocabile per ingratitudine e sopravvenienza di figli; in caso di donatari minorenni o incapaci, vi è il rischio di una dilapidazione del patrimonio; non produce effetto segregativo per i donatari, i cui creditori possono sempre aggredire i beni donati.
- La separazione dei beni: è un regime patrimoniale dei coniugi legato al matrimonio, quindi può essere utilizzato soltanto da marito e moglie e non sottrae i beni alle aggressioni dei rispettivi creditori.
- Il patto di famiglia *ex art. 768 bis c.c.*: può avere ad oggetto soltanto il trasferimento di un'azienda da parte dell'imprenditore o di quote in favore di uno o più discendenti; quindi sono esclusi tutti gli altri beni che normalmente vanno assegnati in caso di trapasso generazionale.

La suddetta comparazione, che ovviamente andrebbe approfondita in concreto, dimostra come il *trust*, quale strumento di protezione dei patrimoni, possa vantare un *quid pluris* rispetto ai comuni istituti di diritto interno.

Analogo discorso, potrebbe farsi nell'ottica dell'utilità del *trust* per le imprese.

Infatti, la varietà dovuta al polimorfismo funzionale potrebbe più adeguatamente garantire la gestione programmata dei passaggi generazionali, la stabilizzazione degli assetti proprietari e della *governance* societaria (il c.d. *voting trust* in luogo dei patti di sindacato e parasociali, come si approfondirà nel proseguo della trattazione).

In definitiva, per la sua natura proteiforme, se applicato con competenza e professionalità, il *trust* può regolamentare adeguatamente rapporti familiari, trapassi generazionali, assetti societari, accordi commerciali, investimenti pubblici e privati, opere filantropiche e quant'altro. E', però, fondamentale che esso non venga utilizzato in frode ai creditori. Altrimenti, così come in caso di improprio ricorso ai negozi giuridici interni, sarà oltremodo attaccabile con le azioni revocatorie e di simulazione.

Capitolo II

Le applicazioni del trust nel diritto commerciale

1. Premessa

Dopo aver delineato le principali caratteristiche e peculiarità dell'istituto del *trust*, il presente capitolo si occuperà di analizzare la sua applicazione nell'ambito del diritto commerciale, concentrandosi su tematiche riconosciute come di grande rilievo pratico e fortemente attuali. Il presente lavoro di ricerca, dopo aver declinato la disciplina dei patrimoni destinati, ne tratteggia le differenze con l'istituto del *trust*. Restando in tema di impresa, si è approfondita l'operatività del *business trust* e la sua possibile applicazione nell'ordinamento italiano, ed in ultimo, sono state delineate le peculiari applicazioni del *trust* nell'ambito della procedura fallimentare e più precipuamente, in materia di concordato preventivo, passando poi, per un'analisi sulla possibile applicazione del *trust* nella gestione delle insolvenze transfrontaliere.

2. Patrimoni destinati e *trust*

Con la riforma del diritto societario, attraverso il D. Lgs. 17 gennaio 2003, n.6, il Legislatore ha introdotto la figura dei patrimoni destinati ad uno specifico affare. Il nuovo istituto non trova precedenti neppure in legislazioni straniere,²⁷ seppure la sua origine sembra doversi rintracciare nella normativa comunitaria, e più precipuamente nella XII direttiva CE in materia di società a responsabilità limitata con unico socio.²⁸ La portata

²⁷ Si veda G. Mignone, *Il nuovo diritto societario*, Artt. 2409bis - 2483 c.c., Commentario diretto da G. Cottino, G. Bonfantone O. Cagnasso, P. Montalenti, Zanichelli, 2004.

²⁸ Art. 7, XII Direttiva Comunitaria: "Uno Stato membro puo' non consentire la societa' unipersonale quando la sua legislazione preveda, a favore degli imprenditori unici, la possibilita' di costituire imprese a responsabilita' limitata ad un patrimonio destinato ad una determinata attivita',

innovativa della predetta fattispecie è rinvenibile proprio sui principi generali che regolano la responsabilità patrimoniale del debitore, caratterizzata dai principi di unicità del patrimonio e di responsabilità illimitata del suo titolare.²⁹

La deroga al principio di universalità della responsabilità patrimoniale è propria anche di altri istituti già presenti nell'ordinamento prima dell'avvento dei patrimoni destinati. All'uopo si segnalano il beneficio della responsabilità limitata della quale godono i membri di organizzazioni collettive, la responsabilità limitata dell'armatore, quella di cui godono i membri della comunione tra coniugi o la responsabilità per i debiti ereditari dell'erede che abbia accettato l'eredità con beneficio di inventario. Ad essi vanno aggiunti istituti quali fondi patrimoniali e fondi pensione. Tra le fattispecie più recenti si segnalano, inoltre, le azioni cartolarizzate e le società per azioni unipersonali.³⁰

La disciplina in materia di patrimoni destinati ha previsto due tipi di modelli: i) i *patrimoni destinati operativi*, ovvero la segregazione di una parte del patrimonio sociale e (i) i *patrimoni destinati finanziari*, costituiti attraverso la

purche' per questo tipo di impresa siano previste garanzie equivalenti a quelle imposte dalla presente direttiva, nonche' dalle altre disposizioni comunitarie applicabili alle societa' di cui all' articolo 1."

²⁹ Art. 2740 c.c.: "Il debitore risponde dell' adempimento delle obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri. Le limitazioni della responsabilità non sono ammesse se non nei casi stabiliti dalla legge."

Art. 2741 c.c. : "I creditori hanno eguale diritto di essere soddisfatti sui beni del debitore, salve le cause legittime di prelazione. Sono cause legittime di prelazione i privilegi, il pegno e le ipoteche."

³⁰ D. Davigo, *Patrimoni destinati e trust, in Trust, Applicazioni nel diritto commerciale e azioni a tutela dei diritti in trust*, volume II, Seconda Edizione, a cura di M. Monegat, G. Lepore e I. Valas.

stipula di un contratto di finanziamento per la realizzazione di uno specifico affare.³¹

In entrambi i modelli l'elemento caratterizzante è la segregazione patrimoniale, attraverso la quale una parte del patrimonio sociale può essere "distratta" dalla garanzia patrimoniale dei creditori sociali per divenire garanzia esclusiva del singolo affare.

L'organo amministrativo ai sensi dell'art. 2447-*bis*, comma 1, lett. a), c.c., a maggioranza assoluta, può deliberare la costituzione di uno più patrimoni destinati ad uno specifico affare, utilizzando la quota del patrimonio sociale in misura non superiore al 10% del patrimonio netto.

Il legislatore ha previsto un limite quantitativo al patrimonio separabile al fine di tutelare il ceto creditorio, evitando che attraverso la costituzione di patrimoni destinati possano essere sottratte, direttamente o indirettamente, garanzie patrimoniali ai creditori sociali.

La tutela di questi ultimi è inoltre affidata alla previsione, contenuta nell'art. 2447-*quater* c.c., di un diritto di opposizione alla delibera di costituzione del patrimonio destinato, esercitabile entro sessanta giorni dalla data di iscrizione della deliberazione nel registro delle imprese. Spirato tale termine, i creditori anteriori alla costituzione del patrimonio non possono far valere alcun diritto sul patrimonio destinato allo specifico affare né, salvo che per la parte che spetti alla società, sui frutti o sui proventi da questo derivanti.

La fattispecie appena descritta vanta significative somiglianze con la disciplina prevista dall'art. 2503 c.c. in tema di opposizione dei creditori alla delibera di scissione della società. Una tale somiglianza è accentuata dalla

³¹ In tal caso la segregazione riguarda i proventi dell'affare *de quo*, destinati, in tutto o in parte, al soddisfacimento dei finanziatori

previsione che la società possa ottenere dal tribunale il consenso ad eseguire ugualmente la delibera di costituzione del patrimonio destinato nonostante l'opposizione dei creditori, previa prestazione di una idonea garanzia.

Il parallelismo di cui si è scritto porterebbe ad indagare se la previsione del diritto di opposizione debba valutarsi quale funzionale ad escludere la possibilità per i creditori sociali anteriori di azionare l'azione revocatoria, come sostenuto da una parte della dottrina in materia di scissione.³²

Decorso il periodo di sessanta giorni dalla delibera, ai creditori divengono opponibili gli effetti della separazione patrimoniale. Più precipuamente: (i) i creditori della società non possono avanzare alcuna pretesa sul patrimonio destinato ad uno specifico affare; (ii) per le obbligazioni assunte in relazione allo specifico affare, la società risponderà limitatamente con la quota di patrimonio destinato all'affare stesso, salvo diversa disposizione statutaria.

Non si è in presenza di una segregazione perfetta, poiché sono previste delle deroghe sia nei rapporti tra il patrimonio e la società, sia nei rapporti tra il patrimonio e i creditori. Quanto al primo caso, infatti, l'art. 2447 *quinquies* c.c. consente che la delibera preveda l'estensione della responsabilità della società anche per le obbligazioni contratte per il solo patrimonio destinato, la responsabilità della società, inoltre, è illimitata per le obbligazioni del patrimonio derivanti da fatto illecito; altresì, la società è responsabile anche laddove abbia assunto obbligazioni per il patrimonio destinato senza far espressa menzione del vincolo di destinazione.

³² In argomento si rimanda a M. Rubino De Ritis, *La costituzione dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in P. Abbadessa-Portale, *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Frnaco Campobasso*, Utet, 2007, pagg. 867 e ss.

Quanto al rapporto con i creditori, la perfetta autonomia del patrimonio separato è inficiata dal fatto che per i beni immobili e per i beni mobili registrati l'effetto segregativo si realizza solamente a condizione che si perfezioni la trascrizione nei registri del vincolo di destinazione.

In merito alla cessazione del vincolo di destinazione, il legislatore ha previsto sia quella *in bonis*, che quella di non integrale soddisfacimento delle obbligazioni.

Quanto alla prima, quando si realizza o è divenuto impossibile l'affare per il quale è stato destinato il patrimonio, gli amministratori redigono un rendiconto finale, accompagnato da una relazione dei sindaci o del soggetto incaricato alla revisione contabile e depositato presso il registro delle imprese. Qualora non siano state integralmente soddisfatte le pretese dei creditori del patrimonio, i creditori possono richiedere, mediante lettera raccomandata da inviare alla società entro 90 giorni dal deposito del rendiconto, la liquidazione del patrimonio destinato secondo la normativa, in quanto compatibile, applicabile alla liquidazione della società.

2.1 Le principali differenze tra i due istituti

Una valutazione in sinossi tra il *trust* e i patrimoni destinati anzitutto è necessaria in ragione di quanto risultante dalla Relazione illustrativa alla Legge Delega del 3 ottobre 2001, n. 3666, che commentando l'art. 4, comma 4, lett. b, espressamente chiarisce come *“il legislatore delegato dovrà anche tenere eventualmente presente la circostanza che la nozione di patrimonio separato è congiunta all'istituto del trust, il cui riconoscimento nel nostro ordinamento è avvenuto con la ratifica della Convenzione dell'Aja del 1984.”*

Pertanto, proprio dallo stesso legislatore perviene il confronto tra l'istituto del *trust* e i patrimoni destinati, aventi entrambi l'effetto segregativo e un vincolo di scopo e/o finalità.

Prima di andare a sviscerare le caratteristiche che accomunano i due istituti, non ci si può esimere dal sottolineare la più importante delle differenze tra i due. Orbene, l'art. 2447-*bis* c.c. introduce nel nostro ordinamento un istituto con effetto segregativo utilizzabile dalle sole società organizzate secondo il modello azionario, e attuabile solo per lo svolgimento di uno specifico affare.³³ Il *trust*, invece è un istituto poliedrico capace di fornire un meccanismo segregativo che non si limita alla vita dell'impresa ma che può essere utilizzato in diversi contesti e per la risoluzione di diverse situazioni economico-giuridiche.

Quanto agli elementi comuni, certamente il primo che merita menzione è la separatezza patrimoniale, da intendersi quale patrimonio riferito e riferibile ad un soggetto giuridico, ma comunque da esso distinto. Tuttavia, nel patrimonio destinato, la separazione, o meglio la predetta distinzione, avviene solo dal punto di vista degli effetti, non già da un punto di vista soggettivo. Infatti, i beni non fuoriescono dal soggetto che costituisce il patrimonio - la società - continuando ad essere gestiti dallo stesso organo amministrativo che gestisce la società stessa, divengono comunque non aggredibili dai creditori sociali, formando, appunto, un patrimonio separato all'interno del più ampio patrimonio sociale.

Nel *trust*, diversamente, il distacco riguarda principalmente la sfera soggettiva, oltre che quella degli effetti. I beni fuoriescono dal patrimonio del disponente entrando nel patrimonio di un altro soggetto, il *trustee*.

³³ D. Davigo, *Patrimoni destinati e trust*, in *Trust, Applicazioni nel diritto commerciale e azioni a tutela dei diritti in trust*, volume II, Seconda Edizione, a cura di M. Monegat, G. Lepore e I. Valas.

Tale fondamentale differenza, viene interpretata dalla scrivente come un vantaggio a favore del *trust*, la cui poliedricità consente di poter avvalersi dell'istituto in diverse occasioni e di far fronte a problematiche ed esigenze variegata, anche all'interno della vita societaria.

Invero, l'art. 2447-*quinquies* c.c. nel disciplinare i diritti dei creditori del patrimonio destinato, attribuisce la responsabilità alla società per le obbligazioni derivanti da fatto illecito ed introduce una distinzione nella classe creditoria, distinguendo tra creditori c.d. "volontari" e "involontari". Una tale distinzione è sconosciuta nell'ambito dell'istituto del *trust*. La norma di cui si discorre poi, laddove si oltrepassasse il dato letterale per virare verso un'interpretazione di tipo sistematico,³⁴ porterebbe a ritenere che i creditori involontari della società non possano essere trattati diversamente rispetto ai creditori involontari del patrimonio destinato, e che dunque anche a questi non sia opponibile la separazione patrimoniale in caso di responsabilità derivante da fatto illecito.³⁵ Alla luce di quanto scritto, ne perviene che la segregazione dei patrimoni destinati soffra di una limitazione, venendo meno dinanzi alle pretese di un creditore involontario del patrimonio stesso, così come dinanzi alle pretese creditorie del creditore involontario della società, al quale dovrebbe essere riconosciuto il potere di aggredire il patrimonio destinato.

Pertanto, l'istituto del *trust* e quello dei patrimoni destinati conoscono una grande differenza in materia di attaccabilità delle segregazione, il primo istituto, infatti, appare inattaccabile, anche dinanzi al creditore involontario,

³⁴ In tal senso G. Giannelli, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit. pag. 1241

³⁵ D. Davigo, *Patrimoni destinati e trust*, in *Trust, Applicazioni nel diritto commerciale e azioni a tutela dei diritti in trust*, volume II, Seconda Edizione, a cura di M. Monegat, G. Lepore e I. Valas.

il secondo risulta attaccabile e permeabile dalla causa illecita che da luogo alla pretesa creditoria, il fatto illecito, appunto.

Anche in tale ottica, il *trust* appare un istituto in grado di fornire maggior tutela per gli investitori rispetto a quella che è in grado di fornire il patrimonio destinato, tutela che si traduce in una maggiore appetibilità dell'istituto.

Un'altra differenza si rileva in materia di fallimento. La dichiarazione di fallimento della società che ha dato vita al patrimonio destinato, impedisce la sopravvivenza del patrimonio pur non determinandone la soggezione al fallimento. Il vincolo di destinazione non viene attratto dal fallimento, salvo che per la quota parte di esso di spettanza della società. In materia di *trust*, l'eventuale insolvenza del disponente non cagiona danni, né impedisce la sopravvivenza del *trust*.³⁶ L'alterità soggettiva, infatti, rende il *trust* terzo rispetto alle vicende del disponente. Negli atti costitutivi di *trust* sono inoltre previsti meccanismi di sostituzione in caso di sopravvenuta impossibilità per il *trustee* di svolgere le proprie funzioni.

In conclusione, tanto premesso, si evince come con il *trust* sia possibile segregare posizioni giuridiche per destinarle ad una specifica finalità in modo simile rispetto a quanto previsto per i patrimoni destinati. Tuttavia, come precisato, esso appare un istituto forse più permeante alle esigenze societarie e a quelle degli investitori.

Non può sottacersi, infatti, come sempre in ambito societario, il dato testuale impedisce un utilizzo dei patrimoni destinati a società diverse da quelle di tipo azionario, comprese le società a responsabilità limitata. Tanto premesso, potrebbe riflettersi in questa sede sull'eventuale utilizzo nelle

³⁶ Questo vale anche laddove si sia in presenza di un *trust* aut dichiarato e quindi si parli di un disponente- *trustee*.

società a responsabilità limitata proprio dell'utilizzo del *trust* in alternativa ai patrimoni destinati. Rispetto a ciò, ci si deve anzitutto interrogare su quale sia l'organo competente a scegliere di deliberare la costituzione di un *trust*; se l'organo deliberativo, ovvero quello amministrativo, in analogia con quanto previsto in materia di patrimoni destinati.

In materia di tutela dei creditori sociali anteriori, diversi sono i dubbi interpretativi. Sempre in analogia con la disciplina sui patrimoni destinati, poiché il legislatore ha posto un limite quantitativo alla segregazione patrimoniale, tale che il patrimonio segregabile non può risultare superiore al 10 per cento del patrimonio netto societario, sembrerebbe eventualmente doversi riconoscere che il patrimonio segregabile in *trust* non possa risultare superiore a tale 10 %. La questione più complessa appare quella legata alla effettiva tutela dei creditori sociali anteriori. La mancanza di una apposita disciplina in merito comporterebbe l'applicazione di idonei mezzi di tutela. Si potrebbe verificare se vi è la possibilità per i creditori di esperire un'azione di responsabilità verso gli amministratori. Una tale possibilità dovrebbe essere vagliata con riferimento all'ammissibilità dell'azione in oggetto, posto che l'art. 2476 c.c., nel disciplinare la responsabilità degli amministratori di s.r.l. nulla dice in merito alla responsabilità verso i creditori sociali. Rimangono poi gli ordinari strumenti di tutela, come ad esempio l'azione revocatoria *ex art. 2901 c.c.* le cui difficoltà in termini di azionabilità non rassicurano le posizioni dei creditori anteriori. In quest'ultimo caso, comunque, oggetto dell'azione non sarà l'atto istitutivo del *trust*, bensì i successivi atti di dotazione con i quali la società conferisce in *trust* la porzione di patrimonio.³⁷

³⁷ Sull'applicabilità dell'azione revocatoria ordinaria al *trust* si veda M. Lupoi, *Trusts*, pagg. 592 e ss.

3. Il *business trust*

Il *trust* istituito con la finalità di gestire l'azienda nell'interesse dei soggetti che hanno dato origine al rapporto è noto come *Massachusetts trust*.³⁸

Trattasi di un'organizzazione istituita a fini di lucro ed amministrata da *trustees* nell'interesse di più beneficiari.

In America, l'esercizio di un'impresa in *trust*, infatti, può avvenire attraverso l'istituzione di un *business trust*.

Esso trova la sua genesi negli Stati Uniti, a metà dell'Ottocento,³⁹ per ovviare ad alcune inefficienze imposte dall'ordinamento in materia di *corporations* sotto il profilo fiscale e sotto quello operativo.

Il reddito che le *corporations* producevano era soggetto a doppia tassazione, poiché oltre che scontare un'imposta a livello societario, l'imposizione era replicata sugli utili percepiti da ciascun socio.

Le predette *corporations*, inoltre, non potevano avere ad oggetto l'amministrazione di patrimoni immobiliari ed erano obbligate a fornire rendicontazioni circa le operazioni intraprese e le condizioni finanziarie.

In ultimo, ma non da ultimo, esse erano soggette alle *blue sky laws*, in materia di offerta e vendita di strumenti finanziari, alle quali il *business trust* era sottratto.

Il *beneficial interest* dei partecipanti ad un *Massachusetts trust* è rappresentato da titoli di partecipazione nel *trust*, liberamente trasferibili.

I diritti patrimoniali attribuiti conferiscono la possibilità di percepire una quota di reddito proporzionale all'entità del diritto di ciascuno, nonché quella quota di fondo in *trust* che, in caso di estinzione del rapporto, residui

³⁸ Il modello nacque in Massachusetts, dove fu inizialmente impiegato nel settore dei trasporti pubblici su rotaia e nella fornitura di gas ed energia elettrica.

³⁹ *Atty. Gen. v Fed. Street Meetinghouse*, 3 Gray 1, 46 (Mass. 1854)

in seguito alla soddisfazione dei *managers* e dei creditori. I diritti amministrativi, invece, si sostanziano nel diritto a partecipare alla riunione dei beneficiari e ad esprimere il proprio consenso nelle materie che le regole di *default* o l'atto istitutivo di *trust* sottopongono all'approvazione degli stessi.

Come scritto, i titoli rappresentativi del *beneficial interest* sono liberamente trasferibili, il trasferimento può avvenire a titolo oneroso o a titolo gratuito ed è subordinato alla girata ed alla consegna materiale del certificato.

3.1 La responsabilità dei beneficiari

Il diritto statunitense oscilla tra diverse regole di carattere opzionali. All'uopo, va chiarito come, a seconda della legge statale applicabile, i beneficiari sono illimitatamente responsabili delle obbligazioni contratte dal *manager*, ovvero sono responsabili di tali obbligazioni soltanto laddove il controllo della gestione sia partecipato con il *trustee*, o, ancora godono di responsabilità limitata.⁴⁰

La regola del primo tipo si è diffusa in Texas dove si è ritenuto che i soggetti operanti nel mercato non potessero avvalersi di modelli di limitazione della responsabilità diversi da quelli societari delle *corporations* e delle *limited liability companies*.⁴¹

La regola del secondo tipo è nata in Massachusetts, con una distinzione tra *trust* che simula una società di persone e *pure trust*, a seconda del fatto che i beneficiari del *trust* fossero in grado o meno di controllarne la gestione.

⁴⁰ A. Gallarati, *Il (Massachusetts) business trust: il trust che conduce un'azienda*, in *Applicazioni nel diritto commerciale e azioni a tutela dei diritti in trust*, volume II, Seconda Edizione, a cura di M. Monegat, G. Lepore e I. Valas.

⁴¹ *Thompson v. Schmitt*, 1925, 274 S.W. 554, 115 Tex 53.

Nel primo caso, dunque, i beneficiari possono essere chiamati a rispondere delle obbligazioni contratte dal *manager* laddove l'intensità del controllo esercitata sui *trustees* rendano i rapporti tra gli attori dell'istituto più simili a quelli dei *partners* che non a quelli dei beneficiari di un *trust*.

Diversamente, laddove sia stata assegnata alla collettività dei beneficiari, la possibilità di imporre al *manager* scelte gestionali, si è tendenzialmente ravvisata, sia in dottrina che in giurisprudenza,⁴² la sussistenza di una *partnership*.

Tuttavia, alcuni poteri sono stati oggetto di interpretazioni contrastanti.

Proprio la diversità di interpretazioni e di regole, ha contribuito a determinare una situazione di incertezza, che ha dato luogo ad interventi normativi attraverso i quali il problema della responsabilità limitata dei beneficiari è stata superata prevedendola in un atto legislativo.

La legislazione del *Delaware*, per esempio, assegna al *business trust*, un'autonomia patrimoniale perfetta, secondo cui i beneficiari sono equiparati ai soci di una *corporation*, e il *trustee* è sottratto ad alcun tipo di responsabilità contrattuale ed extracontrattuale nei confronti dei terzi.⁴³ Tuttavia, in assenza di disposizioni normative al riguardo, e, laddove l'atto costitutivo del *trust* preveda alcuni poteri che possano portare l'interprete a qualificare il rapporto come *partnership*, la responsabilità limitata dei beneficiari potrà essere comunque ottenuta mediante un accordo con i

⁴² In dottrina si veda S.R. Wrightington, *The Law of Unincorporated Associations and Similar Relations*, Little, Brown and Company, 1916, p.43. In Giurisprudenza, *Home Lumber Co v. Hopkins*, 190 Pac 601; *Williams v. Milton* 215 Mass 1, 102, N.E. 355.

⁴³ A. Gallarati, *Il (Massachusetts) business trust: il trust che conduce un'azienda*, in *Applicazioni nel diritto commerciale e azioni a tutela dei diritti in trust*, volume II, Seconda Edizione, a cura di M. Monegat, G. Lepore e I. Valas.

creditori, secondo il quale essi si impegnano a promuovere l'esecuzione solamente sui beni del fondo in *trust*.

3.2 Le obbligazioni del *trustee*

La responsabilità del *trustee* per le obbligazioni assunte nell'interesse del Massachusetts *trust* dipende dalla qualificazione del rapporto. Laddove ad esso sia ritenuta applicabile la normativa sulla *partnership* e il gestore non sia anche beneficiario, egli non risponderà di nulla. All'uopo, infatti, la dottrina ha suggerito l'applicazione della *Law of Agency*, che individua quale responsabile il *principal* per gli atti posti in essere dall'*agent* laddove questo abbia comunicato l'identità del primo ai terzi con cui ha contrattato.

In tal senso, il *trustee* dovrebbe essere considerato *agent* dei beneficiari e la responsabilità delle obbligazioni contratte dal primo, nell'interesse dei secondi, dovrebbe essere ricollocata a questi ultimi, nell'ipotesi in cui il *trustee* ne abbia reso noto l'identità ai terzi. In altri termini, una stretta applicazione delle regole dell'*agency* determinerebbe una responsabilità del *trustee*, che diviene neutralizzata considerando integrato il requisito dell'informazione concernente il *principal* da quella della sussistenza del *trust*.⁴⁴

Laddove il rapporto sia qualificato come *business trust* si farà riferimento alla legge applicabile, la quale potrà prevedere l'autonomia patrimoniale e la responsabilità limitata. In tal caso, i *managers* non risponderanno ed i creditori del *trust* potranno soddisfarsi sui beni del fondo in *trust*.

⁴⁴ A. Gallarati, *Il (Massachusetts) business trust: il trust che conduce un'azienda*, in *Applicazioni nel diritto commerciale e azioni a tutela dei diritti in trust*, volume II, Seconda Edizione, a cura di M. Monegat, G. Lepore e I. Valas.

4. *Business trust* in Italia

Il *business trust*, come anticipato, esercita un'impresa. Alcuni Stati riconoscono al *business trust* un'autonomia patrimoniale e una limitazione della responsabilità dei beneficiari al valore del fondo in *trust*, che, in caso di fallimento è trattato al pari del patrimonio di una società di capitali.

Il *business trust* contemplato dai diversi ordinamenti potrebbe ricondursi al "trust amorfo" previsto dall'art. 2 della Convenzione dell'Aja.

Esso, dunque, nel nostro ordinamento potrebbe configurarsi come un veicolo strumentale all'esercizio dell'impresa anche commerciale, in forma collettiva, regolato da legge straniera. Il *trust* così istituito sarà soggetto, ai sensi dell'art. 16 della Convenzione dell'Aja alle "*disposizioni del foro che devono essere applicate anche per situazioni internazionali indipendentemente dalla legge designata dalle regole di conflitto.*"

Di conseguenza, tale strumento nel nostro ordinamento dedicato all'esercizio di un'attività d'impresa induce l'interprete a setacciare le norme di applicazione necessaria previste nel libro V del c.c. L'art. 2508 c.c. impone alla società a cui si applichi il diritto straniero l'osservanza della legge italiana sulla pubblicità degli atti sociali, nonché la pubblicazione, secondo le medesime disposizioni del nostro ordinamento, delle generalità delle persone che ne hanno la rappresentanza, con indicazione dei poteri. Tuttavia, quando, il modello straniero non è riconducibile ad alcuno degli istituti disciplinati dal codice civile - come nel caso del *business trust* che ci occupa - si applicherà l'art. 2509 c.c.

Tale norma riconosce applicabile la disciplina delle società per azioni in tema di responsabilità degli amministratori ed obblighi di iscrizioni degli atti sociali nel registro delle imprese.

La responsabilità assegnata agli amministratori delle società dall'art. 2509 c.c è fortemente discussa in dottrina. Una parte di essa, infatti, ha

ritenuto applicabile tale norma soltanto qualora, in ragione di altre regole, la responsabilità degli amministratori del modello straniero debba essere giudicata in conformità al diritto italiano.⁴⁵

Altra parte della dottrina, invece, ha chiarito che l'estensione *ex art.* 2509 c.c. dovrebbe ravvisarsi solo nel caso in cui l'applicazione del diritto straniero fosse in grado di produrre effetti contrari all'ordine pubblico in assenza di criteri di collegamento che consentano l'applicazione di altre norme estranee al diritto italiano.⁴⁶ Quest'ultima interpretazione, tuttavia, appare in contrasto con il tenore letterale della norma, nonché della natura della stessa, quale norma di applicazione necessaria, che implica l'operatività a difesa di interessi che l'ordinamento giuridico suole tutelare anche in caso di applicazione del diritto straniero.⁴⁷

Tanto premesso, sembrerebbe preferibile l'interpretazione secondo la quale l'art. 2509 c.c. riconosce applicabili alle società di diritto straniero le disposizioni in tema di responsabilità degli amministratori e, più precipuamente, quelle a tutela dei terzi, previste agli artt. 2394 e 2395 c.c.⁴⁸ Pertanto, laddove si ritenga che l'art. 2509 c.c. si riferisca alla responsabilità verso i terzi di cui agli artt. 2394, 2394-*bis* e 2395 c.c., che consentono: (i) ai creditori la possibilità di esperire azione di responsabilità nei confronti degli amministratori che abbiano pregiudicato il patrimonio sociale cagionando ad

⁴⁵ R. Monaco, *L'efficacia delle leggi nello spazio*, in *Trattato di diritto civile italiano*, diretto da F. Vassalli, vol. I, t.4, Utet, 1964, p.141.

⁴⁶ L. Enriques, *Delle società costituite all'estero*, pag. 91

⁴⁷ A. Gallarati, *Il (Massachusetts) business trust: il trust che conduce un'azienda*, in *Applicazioni nel diritto commerciale e azioni a tutela dei diritti in trust*, volume II, Seconda Edizione, a cura di M. Monegat, G. Lepore e I. Valas.

⁴⁸ Art 2395 c.c.: "*Le disposizioni dei precedenti articoli non pregiudicano il diritto al risarcimento del danno spettante al singolo socio o al terzo che sono stati direttamente danneggiati da atti colposi o dolosi degli amministratori. L'azione può essere esercitata entro cinque anni dal compimento dell'atto che ha pregiudicato il socio o il terzo.*"

essi un danno; (ii) ai terzi (creditori involontari) di promuovere l'azione di risarcimento del danno causato dagli amministratori, appare plausibile ritenere applicabili tali regole anche ad un *business trust* che operi in Italia.

5. *Trust* e concordato preventivo alla luce delle recenti riforme

L'utilizzo del *trust* nelle procedure concorsuali nell'epoca precedente alla riforma del 2006 era teso a superare i vincoli che la disciplina sollevava in sede di liquidazione dell'attivo, ovvero della necessità di ampliare le possibilità di ricorso alla procedura di concordato preventivo da parte dell'imprenditore in crisi.

La riforma delle procedure fallimentari ha ridisegnato il ruolo e le finalità dell'intervento concorsuale, nel tentativo di conferire maggior competitività all'intero sistema economico. Ebbene, l'influenza esercitata da altri modelli,⁴⁹ ha consentito di abbandonare la concezione di un diritto fallimentare come mera liquidazione dei beni dell'imprenditore fallito, in favore di una concezione delle procedure che tende a qualificarsi come strumento di definizione della crisi al suo primo manifestarsi, riconoscendo un grande rilievo alla composizione negoziale della crisi stessa, al fine di poter salvaguardare i nuclei produttivi.

Negli altri modelli ordinamentali, infatti, ormai da tempo si era assistito all'ammodernamento dei sistemi concorsuali ed in ragione di un così ampio ammodernamento condotto dalle maggiori economie mondiali, il nostro tessuto normativo manifestava una insufficienza via via crescente, principalmente nelle procedure negoziali della crisi d'impresa, quali l'amministrazione controllata e il concordato preventivo.

⁴⁹ Sul punto A. Jorio, *Introduzione a Il nuovo diritto fallimentare*, Bologna, 2006, in particolare pag. 9 ss.,

In ragione del dinamismo manifestato dalla moderna teoria aziendale circa le metodiche d'intervento sulla crisi d'impresa, il sistema concorsuale degli strumenti di composizione negoziale dell'insolvenza appariva rigidamente articolato quanto ad amministrazione controllata e concordato preventivo, senza peraltro riconoscere al loro interno alcuno spazio di operatività agli strumenti di soluzione concordata della crisi.

Il sistema concorsuale, inoltre, risentiva negativamente della soggezione ad azione revocatoria degli atti, dei pagamenti e delle garanzie poste in essere in esecuzione di un piano di risanamento, condannando inevitabilmente all'insuccesso ogni intervento operato all'atto del manifestarsi della crisi.

L'esenzione dall'azione revocatoria per gli strumenti di composizione negoziale della crisi di impresa e per gli atti a vario titolo agli stessi collegati, come prevista nell'intervento riformatore all'art. 67, comma 3, lett. d) ed e) Legge Fallimentare, si qualifica come un'assoluta novità normativa, che recepisce il valore teleologico delle attività realizzate al fine di risanare l'impresa.

Con l'intervento riformatore del 2006 si è dato maggiore rilievo al concordato preventivo, chiamato a regolare, unitamente al nuovo istituto degli accordi di ristrutturazione, non solo l'insolvenza dell'impresa ma anche lo stato ad essa prodromico, quale la crisi.

Le procedure pre-fallimentari non sono più procedure destinate all'imprenditore sfortunato ed onesto, ma si propongono quali modelli di soluzione della crisi d'impresa con un raggio d'azione pari a quello della procedura fallimentare. Sono procedure incentrate sul nuovo ruolo del ceto creditorio, ad iniziare dall'estesa autonomia riconosciuta alle pattuizioni

trasfuse nei nuovi concordati preventivi e negli accordi di ristrutturazione, per finire con la riduzione e ridefinizione del ruolo dei tribunali.⁵⁰

Da ultimo, il settore della crisi d'impresa è stato interessato nel corso del 2012 da due importanti provvedimenti normativi che già hanno iniziato a produrre i loro effetti. Ci si riferisce al Decreto Legge n. 83 del 22 giugno 2012 (convertito, con modificazioni, dalla Legge n. 134 del 7 agosto 2012) meglio noto come “decreto sviluppo o crescita” e al Decreto Legge n. 179 del 18 ottobre 2012 (convertito nella Legge n. 221 del 17 dicembre 2012) meglio noto come “decreto sviluppo *bis*”.

I recenti interventi riformatori hanno previsto l'esonero dall'azione revocatoria fallimentare, già previsto per gli atti, i pagamenti e le garanzie posti in essere in esecuzione di un concordato preventivo e dell'omologato accordo di ristrutturazione dei debiti, anche per gli atti suddetti posti in essere dopo il deposito del ricorso per concordato preventivo e quindi prima dell'ammissione alla procedura. Inoltre, l'estensione dell'esonero da revocatoria opera anche laddove l'acquirente acquisti un immobile ad uso non abitativo purché destinato a costituire la sede principale dell'attività della propria impresa e sul presupposto che tale attività sia effettivamente esercitata o siano stati compiuti investimenti per darvi inizio alla data del fallimento.

Orbene, al fine di beneficiare degli effetti protettivi del proprio patrimonio connessi al deposito della domanda di concordato preventivo, viene data la possibilità al debitore di anticipare l'ottenimento della moratoria (ovvero la sospensione delle azioni esecutive e cautelari) depositando solo il ricorso recante la domanda di concordato preventivo (cosiddetta domanda di concordato “prenotativa” o “in bianco”) unitamente

⁵⁰ Si veda, P. Liccardo e P. Federico, *Sub art. 106 in Il nuovo diritto fallimentare. Commentario diretto da Jorio e coordinato da Massimo Fabiani*, Bologna, 2007, 1772 ss.

ai bilanci degli ultimi tre esercizi, riservandosi di presentare la proposta, il piano e la documentazione prevista entro un successivo termine, fissato dal giudice, compreso tra sessanta e centoventi giorni, prorogabile, in presenza di giustificati motivi, di ulteriori sessanta giorni. La data di pubblicazione del ricorso per concordato preventivo nel registro delle imprese (in luogo della data di presentazione del ricorso) costituisce ora il termine dal quale i creditori per titolo o causa anteriore non possono, sotto pena di nullità, iniziare o proseguire azioni esecutive e/o cautelari sul patrimonio del debitore. Inoltre, è stata disposta l'inefficacia rispetto ai creditori anteriori al concordato, delle ipoteche giudiziali iscritte nei novanta giorni precedenti la data di pubblicazione del ricorso per concordato preventivo nel registro delle imprese.

Viene data la possibilità al debitore di sciogliersi dai contratti in corso di esecuzione alla data di presentazione della domanda di concordato preventivo. La richiesta può essere formulata al tribunale nel contesto del ricorso ovvero al giudice delegato, successivamente al decreto di ammissione. Alternativamente, il debitore può richiedere la sospensione dei medesimi contratti per un periodo non superiore a sessanta giorni, prorogabili al massimo una sola volta. La parte contraente viene tutelata con un indennizzo equivalente al risarcimento del danno conseguente al mancato adempimento e il relativo credito verrà soddisfatto quale credito anteriore al concordato e, quindi, passibile di falcidia concordataria. La suddetta previsione non trova applicazione per i rapporti di lavoro subordinato, per i contratti di locazione di immobili, per i contratti preliminari di vendita di immobili, alle clausole compromissorie contenute nei contratti. Nelle procedure di concordato preventivo i creditori che non hanno esercitato il voto (e il cui elenco nominativo unitamente al relativo credito viene ora inserito a verbale) nell'adunanza possono far constatare solo il proprio

dissenso nei venti giorni successivi alla chiusura del verbale con la precisazione che, in mancanza, essi saranno considerati consenzienti ai fini del computo della maggioranza dei crediti. È inoltre previsto che laddove le condizioni di fattibilità del piano siano mutate e che di ciò ne sia stata data informazione da parte del commissario giudiziale, i creditori possono costituirsi nel giudizio di omologazione per modificare il proprio voto. È stata altresì ampliata l'operatività del c.d. meccanismo di *cram-down* prevedendo che la contestazione sulla convenienza della proposta di concordato possa essere formulata, anche nel caso di mancata formazione delle classi, dai creditori dissenzienti che rappresentano il venti per cento dei crediti ammessi al voto; anche in tal caso, il tribunale potrà omologare il concordato preventivo qualora ritenga che il credito dei dissenzienti possa essere soddisfatto in misura non inferiore rispetto alle altre alternative concretamente praticabili. Negli accordi di ristrutturazione dei debiti, presupposta l'adesione dei creditori in una percentuale non inferiore al sessanta per cento dei crediti, viene ora previsto che "creditori estranei" agli accordi stessi debbano essere soddisfatti integralmente entro centoventi giorni dall'omologazione, in caso di crediti già scaduti a tale data; entro centoventi giorni dalla scadenza, in caso di crediti non ancora scaduti alla data dell'omologazione.

Nell'ambito delle procedure di concordato preventivo e negli accordi di ristrutturazione dei debiti sono state eliminate le limitazioni di carattere soggettivo finora esistenti per la contrazione da parte del debitore di finanziamenti in esecuzione del piano sottostante il concordato o gli accordi stessi, da considerarsi prededucibili. A seguito delle modifiche apportate, infatti, i suddetti finanziamenti potranno essere richiesti a tutti e non soltanto alle banche e agli intermediari finanziari. Laddove in esecuzione dell'accordo o del concordato il finanziatore abbia acquisito la qualità di

socio, il beneficio della prededuzione sull'intero credito si estenderà anche all'ipotesi suddetta.

Il decreto sopra richiamato ha poi apportato altre modificazioni all'impianto normativo (in particolare alla legge fallimentare) che interessano più da vicino le aziende in crisi o in procinto di esserlo e gli operatori del settore, in particolare i professionisti chiamati ad assumere molteplici ruoli da quello di *advisor*, a quello di attestatore piuttosto che di curatore o di commissario giudiziale.

In materia di concordato preventivo, numerose e di spessore sono state le novità introdotte alla relativa disciplina. Innanzitutto in aggiunta alla documentazione già prevista dalle norme vigenti il ricorso contenente la domanda di concordato preventivo dovrà essere accompagnato anche da un piano contenente la descrizione analitica delle modalità e dei tempi di adempimento della proposta. La legge stabilisce ora, inoltre, che la domanda di concordato preventivo sia pubblicata, a cura del cancelliere, nel registro delle imprese entro il giorno successivo al deposito in cancelleria. Con riferimento alla cosiddetta domanda di concordato "prenotativa" o "in bianco" di cui di è già sopra dato cenno, da rilevare gli obblighi di informazione periodica, anche di natura finanziaria, che il tribunale può disporre fino al decreto di ammissione. È stato altresì precisato che tale particolare domanda è da considerarsi inammissibile laddove il debitore nei due anni precedenti abbia presentato altra domanda della stessa natura. Di particolare rilievo la precisazione introdotta in materia di cosiddetto "concordato in continuità aziendale" ammissibile sostanzialmente in due ipotesi: (i) la prima laddove l'attività d'impresa venga proseguita dal creditore stesso, (ii) la seconda laddove la prosecuzione dell'attività sia conseguenza della cessione dell'azienda, effettuata anche mediante il conferimento in altra società, anche di nuova costituzione. In entrambi i casi è prevista la

possibilità che il piano possa prevedere anche la liquidazione di beni non funzionali all'esercizio dell'impresa. Per tale particolare proposta di concordato sono previsti alcuni contenuti ulteriori di natura obbligatoria, in particolare deve contenere un'analitica indicazione dei costi e dei ricavi derivanti dalla prosecuzione dell'attività d'impresa. Sono state poi introdotte specifiche previsioni con riferimento ai rapporti contrattuali in corso alla data del deposito del ricorso di concordato preventivo, contratti per cui è stata esclusa la risoluzione. Per le imprese operanti con il settore pubblico, è stato precisato che la disciplina relativa alla continuazione dei rapporti contrattuali si applica anche ai contratti stipulati con pubbliche amministrazioni. L'impresa ammessa al concordato preventivo con continuità aziendale può partecipare alle gare per l'assegnazione di contratti pubblici o far parte di raggruppamenti temporanei.

Alcune modifiche sono poi trasversali alle discipline del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione. Ci si riferisce in particolare alla soppressione del beneficio della prededuzione per i crediti del professionista attestatore, essendo la relativa previsione stata abrogata, nonché alla possibilità per il debitore che abbia presentato domanda di concordato ovvero un ricorso per l'omologazione di un accordo di ristrutturazione di chiedere al tribunale l'autorizzazione a contrarre dei finanziamenti prededucibili; in tale ipotesi è necessario che la relazione del professionista attestatore contenga espressamente una attestazione in relazione alla funzionalità del finanziamento alla miglior soddisfazione dei creditori.

Meritano certamente menzione le nuove disposizioni che stabiliscono che il debitore il quale abbia presentato domanda di ammissione al concordato preventivo in continuità ovvero domanda di omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti possa essere autorizzato dal tribunale a pagare creditori anteriori per prestazioni di beni o servizi a

condizione che l'esperto attesti che tali prestazioni sono essenziali alla prosecuzione dell'attività d'impresa e funzionali ad assicurare la miglior soddisfazione dei creditori. I suddetti pagamenti non sono soggetti ad azione revocatoria fallimentare.

5.1 Il *trust* per agevolare un concordato preventivo

Gli interventi novativi cui si è fatto cenno possono essere interpretati come il frutto di un'operazione di liberalizzazione nella quale si è verificata una accentuazione generale del carattere privatistico delle procedure concorsuali e quindi della crisi dell'impresa, con una conseguente drastica diminuzione del ruolo del tribunale, chiamato principalmente ad un controllo di legittimità.⁵¹

In materia di concordato preventivo si è assistito alla perdita della sua natura giurisdizionale-contenziosa. Esso, infatti, si fonda sull'accordo tra il debitore ed i creditori, su quell'equilibrio di reciproche concessioni che le parti devono riuscire a raggiungere, diversamente ne deriverebbe l'insuccesso per tutti della procedura.⁵²

La funzione che il giudice è chiamato ad assolvere è diretta ad effettuare un controllo di legittimità con il decreto di ammissione alla procedura di concordato preventivo e con la successiva omologazione.

L'art. 160 della Legge Fallimentare individua nel piano l'elemento centrale della proposta concordataria; la legge oramai non pone limiti in ordine agli strumenti utilizzabili nel piano: flessibilità e duttilità dei contenuti del piano, ampiezza di scelte del debitore nella predisposizione del piano e di regolamentazione della crisi dell'impresa. In tale contesto si comprende

⁵¹ Cfr. Corte di Cassazione SS.UU. 16.07.2008 n.19506.

⁵² F. Romana Lupoi, *Conversazioni sul trust: (parte prima) il trust per agevolare un concordato preventivo*, in *Diritto Bancario*, Ottobre 2012.

come nuovi e flessibili strumenti giuridici come il *trust* possono inserirsi perfettamente.

Ebbene, la realizzazione delle aspettative dei creditori può essere agevolata con uno strumento in grado di vincolare giuridicamente, per il tempo necessario, il patrimonio del debitore e gli eventuali apporti dei terzi allo scopo perseguito nel piano. L'utilizzo del *trust* ha, infatti, come effetto principale quello di segregare un patrimonio per destinarlo a delle finalità che, nel caso *de quo*, sono il soddisfacimento dei creditori secondo le regole del piano di riparto.

5.2 Un esempio di concordato per garanzia con l'apporto di un terzo.

Il terzo che intenda mettere a disposizione della procedura i suoi beni o attività per prestare una garanzia reale o personale, ovvero un terzo che intenda assumersi l'onere della procedura con il pagamento dilazionato ai creditori,⁵³ dovrebbe avvalersi di un istituto in grado di dare garanzia al proprio apporto economico. La sola assunzione dell'obbligazione di effettuare l'apporto apparirebbe poco convincente per i creditori della procedura.

Ebbene, un altro aspetto va preso in considerazione, se anche il terzo volesse mantenere l'impegno assunto, i suoi creditori personali potrebbero legittimamente attaccare i beni del terzo qualora questi avessero legittime pretese, nei suoi confronti con la conseguenza della perdita di quei beni per la procedura .

Secondo la Legge Fallimentare il terzo non è vincolato alla procedura ed i suoi creditori, qualora ritengano l'atto dispositivo lesivo dei loro diritti,

⁵³ Cfr. Trib. Napoli, sez.VII, decreto 19.11.2008

possono aggredire il patrimonio con azioni esecutive anche in pendenza di concordato preventivo.

Mentre per il debitore trova applicazione l'art. 168 della Legge Fallimentare, secondo cui i creditori concorsuali non possono agire esecutivamente sul patrimonio del debitore dalla data di pubblicazione del ricorso per concordato preventivo nel registro delle imprese e sino all'omologazione, questa stessa norma non trova applicazione verso il terzo. Tanto premesso, tutte le volte che il concordato è supportato da mezzi esterni nel nostro ordinamento, non è configurabile un vincolo tecnico per i beni, le garanzie ed ogni altra prestazione patrimoniale del terzo.

Tuttavia, la possibilità di colmare un tale vuoto perviene proprio dall'applicazione dell'istituto del *trust*.

Ebbene, laddove nell'ambito di una procedura di concordato preventivo, un terzo: (i) si accoli cumulativamente ed irrevocabilmente le obbligazioni concordatarie, (ii) si renda cessionario dei beni del debitore (società concordataria) e istituisca un *trust* a garanzia delle obbligazioni assunte con i beni della società concordataria ed i propri, (iii) chieda la nomina da parte del Tribunale del *trustee* in un professionista terzo, (iv) chieda la nomina del guardiano nella persona del Commissario Giudiziale, ciò consentirà di realizzare una proposta di concordato che crei un sistema legale capace di permettere non solo l'assunzione della sua obbligazione, ma anche la sua concreta esecuzione. In una recente pronuncia giurisprudenziale, infatti, è stata prevista l'istituzione di un *trust*: “*..per effetto del quale i beni offerti ai creditori - tanto del debitore quanto del terzo - pur passando nella proprietà del Trustee - costituiranno patrimonio separato il cui ricavato a seguito della vendita sarà destinato al soddisfacimento dei creditori secondo il piano concordatario.*” Si legge nel testo della pronuncia come il debitore ed il terzo assuntore “*assicurano la soddisfazione dei creditori attraverso la garanzia atipica*

rappresentata dalla costituzione del trust nel quale confluirà l'intero patrimonio (immobiliare) dei due soggetti, come individuato nella perizia...”⁵⁴

Nella fattispecie il *trust* aveva la seguente struttura:

- ✓ disponente: il terzo assuntore;
- ✓ trasferimento in piena proprietà dell'intero patrimonio immobiliare delle due società (debitrice e terza) al *trustee*;
- ✓ nomina del *trustee* da parte del Tribunale nella persona di un professionista di fiducia del tribunale;
- ✓ nomina del guardiano nella persona del Commissario Giudiziale, che opera una funzione di controllo sul *Trustee*;
- ✓ espressa indicazione delle finalità del *trust*: la devoluzione di ogni ricavato dalla vendita degli immobili al soddisfacimento dei creditori in concordato.

Il *trust* istituito ha permesso il verificarsi dei seguenti effetti:

- ✓ la creazione di un patrimonio destinato ad uno scopo specifico quale quello di soddisfare i creditori concorsuali; per mezzo della segregazione i beni si sono resi insensibili alle vicende personali e patrimoniali del *trustee*, del debitore e del terzo. Alla luce di quanto detto sino ad ora di particolare interesse è la segregazione verso il terzo: i beni che trasferisce in trust sono indisponibili tanto per il terzo medesimo quanto per i suoi futuri creditori.
- ✓ Il trustee ha assunto l'obbligazione giuridica fiduciaria di impiegare i beni secondo il programma rappresentato nell'atto di *trust*.

⁵⁴ Cfr. Trib. Napoli, sez.VII, decreto 19.11.2008

- ✓ La segregazione di un patrimonio destinato ad uno specifico scopo, con effetto reale, previa valutazione della meritevolezza degli interessi concretamente perseguiti, *ex art. 2645-ter c.c.* si crea un vincolo di destinazione opponibile ai terzi sul patrimonio.

Nel domandarsi quale *quid pluris* nell'applicazione di questa fattispecie il *trust* è in grado di apportare, si fanno proprie le parole del Tribunale di Parma che ha riconosciuto come “..il *trust* assicura margini di certezza nella soddisfazione dei creditori superiori rispetto a quelli tipici della semplice offerta dei beni da parte dei terzi; il *trust* consente di superare le incertezze interpretative del concordato misto, le incertezze della sua attuazione e le problematiche legate alla trascrizione e assicura una meritevole composizione degli interessi coinvolti nella procedura.”⁵⁵

Concludendo, si può affermare come, nella fattispecie esaminata di un concordato per assunzione, è stata la creazione di una forma di garanzia atipica, rapida ed efficace che ha qualificato il *Trust* quale valido strumento per il superamento della crisi d'impresa in quanto diretto ad agevolare gli accordi negoziali fra i creditori ed il debitore.⁵⁶

6. Il *trust* nella gestione delle insolvenze transfrontaliere

Il 15 settembre 2008, Lehman Brothers, banca d'affari americana, ha annunciato che avrebbe fatto ricorso al *Chapter 11*, ossia alla procedura prevista dal Capitolo 11 del *Bankruptcy Code* statunitense, finalizzata alla soluzione della crisi dell'impresa attraverso un piano di riorganizzazione.

In molti si sono sorpresi, sia per l'entità, ancora oggi non del tutto chiara degli effetti globali di un simile fallimento, sia per il mancato intervento delle autorità statunitensi in favore del gruppo.

⁵⁵ Cfr. Trib. Parma, 3.03.2005

⁵⁶ F. Romana Lupoi, *Conversazioni sul trust: (parte prima) il trust per agevolare un concordato preventivo*, in *Diritto Bancario*, Ottobre 2012.

Il *default* della Lehman Brothers è stata la più grande bancarotta della storia degli Stati Uniti ed ha gettato nel panico le borse mondiali, investitori professionali e *retail*. Molti investitori italiani hanno affrontato l'insinuazione al passivo e, assistiti da studi legali od altri professionisti, hanno depositato il *proof of claim* al fine di essere inseriti nella procedura che consentisse loro il recupero di quanto investito.

Le problematiche emerse dalla procedura fallimentare legate alla difficoltà dei singoli risparmiatori di insinuarsi e ottenere, quali singoli, tutela e rilevanza, ha sollevato diversi interrogativi in dottrina circa la gestione delle insolvenze transfrontaliere.

Ebbene, simili fallimenti (si pensi anche al caso *General Motors*) ci pongo dinanzi alla risoluzione di diverse problematiche. Tra queste vi è certamente l'esigenza di affidare ad un soggetto unitario che consenta agli investitori una gestione uniforme dei numerosi diritti, facoltà e prerogative nascenti dal possesso delle obbligazioni e/o delle azioni, finalizzata ad un recupero coordinato dei valori residui dei propri investimenti e che consenta di abbattere i costi (in termini di spese e assistenza legale) che un'insinuazione al passivo in tali processi fallimentari comporta, poichè, talvolta, tali costi giungono a superare quanto investito, disincentivando il singolo al recupero della perdita subita.

Nel caso della banca d'affari americana ad esempio, la procedura concorsuale si è aperta nei confronti della società emittente olandese: *Lehman Brothers Treasury (LBT)* presso la Corte di Amsterdam e della garante americana: *Lehman Brothers Holdings Inc (LBHI)* presso il Tribunale distrettuale di New York. La costituzione di un *trust* interno in tale vicenda, avrebbe consentito ai disponenti di conferire le proprie obbligazioni ad un operatore professionale che avrebbe esercitato in maniera autonoma e secondo criteri di efficienza, tutti i connessi diritti.

In buona sostanza, il *trustee* sarebbe divenuto l'unico soggetto legittimato a far valere i diritti dei risparmiatori nei confronti della società emittente olandese: *Lehman Brothers Treasury (LBT)* e della garante americana: *Lehman Brothers Holdings Inc (LBHI)*.

Lo scopo del *trust* in una tale procedura fallimentare avrebbe consentito al *trustee* la gestione unitaria e coordinata dei diritti, facoltà e prerogative nascenti dal possesso delle obbligazioni e/o azioni, compreso quello di ricevere il rimborso del prestito e distribuirlo proporzionalmente tra i disponenti, che sarebbero divenuti beneficiari del *trust*.

Rispetto ad altri istituti di diritto interno, il *trust* vanterebbe, in situazioni come quella appena descritta, una serie di utilità. Invero, a differenza del mandato fiduciario - che comunque avrebbe permesso una gestione coordinata del pacchetto dei titoli, l'ottimizzazione dell'esercizio del diritto di voto sul piano di liquidazione, la semplificazione massima delle registrazioni e delle insinuazioni al passivo, un maggiore potere contrattuale nelle trattative finalizzate alla promozione di transazioni in Italia o all'Estero, nonché il notevole risparmio in termini di oneri professionali - il *trust* permetterebbe in concreto la segregazione dei beni, non esponendoli ad eventuali attacchi dei terzi, mentre il mandato fiduciario realizzerebbe una mera intermediazione, rimanendo i beni nella titolarità sostanziale dei fiducianti. Allo stesso modo, il predetto mandato non permetterebbe una protezione completa e neppure la costituzione di una società di gestione tra singoli risparmiatori, soprattutto dal punto di vista operativo e del funzionamento degli organi sociali, a cui va aggiunto il rischio del fallimento, escluso *ex lege* nel caso di *trust*.

L'istituto del *trust* potrebbe rivelarsi utile in casi di insolvenza globale, ovvero di grandi dimensioni, consentendo di ovviare a problematiche insite alla struttura dell'azienda. Ebbene, qualora si sia in presenza di una realtà

societaria e finanziaria complessa, l'adozione di un simile strumento permetterebbe al risparmiatore di ottenere una corretta e più celere tutela, in un contesto che vede in grande incremento la problematica delle insolvenze transfrontaliere e di gruppo, nell'ambito delle quali spesso rimangono coinvolti risparmiatori che, sul piano individuale, hanno poco peso nelle procedure concorsuali. Dinanzi ad un procedimento fallimentare globale, quale forma giuridica potrebbe maggiormente agevolare il singolo inesperto e con una ridotta conoscenza per il recupero di quanto investito? A tal proposito il conferimento ad un soggetto unitario che permetta una coordinata gestione dei propri diritti, facoltà e prerogative, potrebbe conferire un ruolo attivo ai risparmiatori, ad esempio, attraverso la partecipazione del *trustee* al Comitato dei Creditori e quant'altro necessario ad ottimizzare la gestione delle proprie posizioni. La scelta di un tale istituto potrebbe, dunque, configurarsi come una soluzione "nuova" per il nostro ordinamento, che forse necessiterebbe di essere approfondita per fornire una corretta e maggiore protezione ai singoli investitori, necessità quest'ultima, propria di un ordinamento giuridico che possa definirsi "funzionante".

Capitolo III

Il voting trust

1. Il modello di *trust* oggetto dell'indagine: il *voting trust*

Il *voting trust*⁵⁷ è un *trust* creato in base ad un accordo tra due o più soci di una società e uno o più *trustees*, ovvero un fascio di identici accordi fra due

⁵⁷ Gli scritti sul tema cominciarono a fiorire nella prima metà del '900: fra i lavori monografici v. H.A. CUSHING, *Voting Trusts. A Chapter in Recent Corporate History*, New York (Macmillan Co.), 1915; ID., *Voting Trusts. A Chapter in Modern Corporate History*, New York (Macmillan Co.), II ed, 1927; J.A. LEAVITT, *The Voting Trust. A Device for Corporate Control*, New York: Morningside Height (Columbia University Press), 1941; si veda poi E.A. HARRIMAN, *Voting Trusts and Holding Companies*, 13 *Yale Law Journal* (1904), 109; W. P. ROGERS, *Pooling Agreements Among Stockholders*, 19 *Yale Law Journal* (1908-1910), 345; NOTE, *Corporations – Stockholders: Rights Incident to Membership – Legality of Voting Trust*, 24 *Harvard Law Review* (1910-1911), 61; M. WORMSER, *The legality of voting trusts and pooling agreements*, 18 *Columbia Law Review* (1918), 123; M.W. HECK, *Voting Trusts*, 3 *Marquette Law Review* (1918-1919), 158; M. SMITH, *Limitations on the validity of voting trusts*, 22 *Columbia Law Review* (1922), 627; C. BURKE, *Voting Trusts Currently Observed*, 24 *Minnesota Law Review* (1940), 347; A.J. SAWYER JR., *Corporation – Voting Trusts – Power of Voting Trustee To Elect Directors and Officers for Period Extending Beyond Termination of Trust*, 41 *Michigan Law Review* (1942-1943), 166; H.W. BALLANTINE, *Voting trusts, their abuses and regulation*, 21 *Texas Law Review* (1942-1943), 139; L.M. HORNE, *Voting Trust Agreements in Indiana*, 19 *Indiana Law Journal* (1943-1944), 225; J.R. BROOKSHIRE, *Corporations – Voting Trusts – Non-Compliance with Statute as a Basis for Judicial Termination*, 44 *Michigan Law Review* (1945-1946), 1048; R.K. EIFLER, *Corporations – Voting Trusts – Non Compliance with Statute as Basis for Judicial Termination*, 45 *Michigan Law Review* (1946-1947), 636; COMMENT, *Corporations: Voting Trusts and Irrevocable Proxies*, 36 *California Law Review* (1947- 1948), 281; S. LANG, *Voting Trust and Article Thirty-Two of The Proposed Texas Business Corporation Act*, 30 *Texas Law Review* (1951-1952), 849; P. VAN DOMELEN,

o più singoli soci ed un *trustee*, attraverso il quale, per un dato periodo, ovvero fino al verificarsi di un determinato evento, il controllo sulle azioni, per alcune finalità o per tutte, è conferito in capo al *trustee*, con o senza la previsione di un potere di indirizzo da parte dei soci trasferenti (o di persone da questi designate) di come tale potere debba essere esercitato.

I soci che hanno trasferito le azioni mantengono un interesse beneficiario in esse (*beneficial interest*), che sostanzialmente consiste nel ricevere dal *trustee* i dividendi o qualsiasi altra distribuzione compiuta dalla società, nonché il diritto ad avere reintestate le azioni allo scadere del *trust* ed altri diritti di cui si dirà più avanti.

Di norma, il *trustee* consegna ai soci trasferenti i *voting trust certificates*, quali documenti deputati ad attestare il loro interesse beneficiario, che sono generalmente cedibili. Da un punto di vista procedurale i soci trasferiscono

Corporations – Shareholders – Effect on Voting Trust Agreement of Inability to Transfer Shares to the Voting Trustees, 50 *Michigan Law Review* (1951-1952), 1104; T.W. WATKINS, *Development of voting trust legislation*, L.J. SCHWARTZ, *Voting Trusts and Irrevocable Proxies*, 41 *Temple Law Quarterly* (1967- 1968), 480; NOTE, *The Voting Trust: Drafting Suggestions*, 42 *New York University Law Review* (1967), 349; NOTE, *Employee Stock Plans and Corporate Control – Doing well by Doing Good*, 45 *University of Colorado Law Review* (1973-1974), 131.

Nella dottrina più recente si veda R.W. HAMILTON, *Cases and Materials on Corporations Including Partnerships and limited Liability Companies*, 7° ed., St. Paul, Minn. (West Group), 2001, p. 492 ss.; L. D. SOLOMON, D.E. SCHWARTS, J. D. BAUMAN, E. J. WEISS, *Corporations Law and Policy. Materials and Problems*, 3° ed., St. Paul, Minn. (West Publishing Co.), 1994, p. 452 ss.; FLETCHER W. M., *Fletcher Cyclopedia of the law of Private Corporation*, 1996 revised volume by J. D. B. Buday and J. D. J. Solheim, vol. 5°, Deerfield, IL – New York – Rochester, NY (Clark, Boardman, Callaghan), 1996, p. 382 ss..

le azioni al *trustee*, il quale richiede alla società l'emissione di nuove azioni a lui intestate e la sua iscrizione nel registro dei soci. Così facendo al *trustee* viene riconosciuto il *legal title* sulle azioni, che gli consentirà di esercitare il diritto di voto secondo quanto definito nel *voting trust agreement*.

2. Profili introduttivi: brevi cenni sulla disciplina dei patti parasociali

Come appena descritto, il presente lavoro di tesi si soffermerà sullo studio del *trust* quale strumento utilizzato al fine di stabilizzare gli assetti proprietari ed il governo della società. Tuttavia, prima di procedere ad un tale approfondimento va chiarito che, tale finalità, nel diritto italiano, è di norma affidata alla stipula di patti parasociali.⁵⁸

Ebbene, i patti parasociali presentano, per taluni aspetti dei limiti che, talvolta, non consentono di raggiungere gli obiettivi che si erano ripromessi gli stessi contraenti⁵⁹.

Un prima problematica si ravvisa, infatti, nella durata degli accordi. Il D. Lgs. 58/98 (di seguito, per brevità, il Tuf) prevede, per i predetti patti, un limite massimo di durata di tre anni.⁶⁰ La stipula di accordi a tempo

⁵⁸ Vastissima letteratura sul tema: G. Oppo, *Contratti parasociali*, Vallardi, 1942. *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum* Gian Franco Campobasso, 1, Utet, 2006, p.447; M. Libertini, *I patti parasociali nelle società quotate. Un commento agli art. 2341 bis e 2341 ter del codice civile*; A. Rescio, *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali dei soci*, G. Visentini, *Principi di diritto commerciale*, 2006, Cedam.

⁵⁹ G. Semino, *L'utilizzo dei trust al fine di stabilizzare gli assetti proprietari e il governo delle società*, in *Trust, Applicazioni nel diritto commerciale e azioni a tutela dei diritti in trust*, a cura di M. Monegat, G. Lepore e I. Valas, Giappichelli, Torino.

⁶⁰ Art. 123 Tuf *Durata dei patti e diritto di recesso*: "1. I patti indicati nell'articolo 122, se a tempo determinato, non possono avere durata superiore a tre anni e si intendono stipulati per tale durata anche se le parti hanno previsto un termine maggiore; i patti sono rinnovabili alla scadenza. 2. I patti possono essere stipulati anche a tempo indeterminato; in tal caso ciascun contraente ha

indeterminato, sia nelle società quotate che in quelle non quotate, è certamente riconosciuta purché sia concesso il diritto di recesso, e, dunque, il diritto del socio di uscire dalle obbligazioni assunte rispettando un termine di preavviso.⁶¹ Ne consegue, che l'interesse delle parti ad assumere vincoli di maggiore durata risulta soffocata. A ciò si aggiunga che un patto parasociale presenta la sua vulnerabilità in caso di morte del pattista o di pignoramento delle azioni dello stesso.⁶²

Invero, un altro profilo problematico dei patti è rappresentato dalla loro efficacia. L'eventuale inadempimento dell'accordo, infatti, comporta un obbligo risarcitorio in capo al pattista inadempiente, ma non produce effetti sotto il profilo reale, essendo tali patti inopponibili alla società ed ai soci non aderenti. Ebbene, il voto espresso in assemblea in violazione del patto non è inefficace, resta comunque valido e non inficia l'efficacia della delibera assunta. Negli anni si è cercato di ovviare ai predetti "limiti" incrociando un sindacato di voto con un'intestazione fiduciaria.⁶³ I soci stipulano un patto di voto e al contempo intestano le partecipazioni ad una società fiduciaria.

diritto di recedere con un preavviso di sei mesi. Al recesso si applica l'articolo 122, commi 1 e 2. 3. Gli azionisti che intendano aderire a un'offerta pubblica di acquisto o di scambio promossa ai sensi degli articoli 106 o 107 possono recedere senza preavviso dai patti indicati nell'articolo 122. La dichiarazione di recesso non produce effetto se non si è perfezionato il trasferimento delle azioni."

⁶¹ Art. 123, comma 2, Tuf: *"I patti possono essere stipulati anche a tempo indeterminato; in tal caso ciascun contraente ha diritto di recedere con un preavviso di sei mesi. Al recesso si applica l'articolo 122, commi 1 e 2."* e art. 2341-bis, comma 2, c.c.: *"Qualora il patto non preveda un termine di durata, ciascun contraente ha diritto di recedere con un preavviso di centottanta giorni."*

⁶² E' assai pacifico che in dottrina l'efficacia del patto venga meno in caso di trasferimento della proprietà dell'azione.

⁶³ G. Semino, *L'utilizzo dei trust al fine di stabilizzare gli assetti proprietari e il governo delle società*, in *Trust, Applicazioni nel diritto commerciale e azioni a tutela dei diritti in trust*, a cura di M. Monegat, G. Lepore e I. Valas, Giappichelli, Torino.

In tali casi, i soci che trasferiscono le azioni rimangono proprietari delle stesse, mentre la società fiduciaria voterà secondo le istruzioni ricevute dagli stessi. Nel caso appena descritto il mandato contiene un'istruzione generale di voto dal carattere irrevocabile, poiché fornita nell'interesse di tutti i soci aderenti *ex art. 1723, comma 2, c.c.*⁶⁴

Il socio che ha conferito le azioni si trova, dunque, pur titolare “sostanziale” delle proprie azioni, nell'impossibilità di non adempiere agli obblighi assunti con il patto, essendo il voto esercitato dalla fiduciaria. Quest'ultima esprimerà il voto secondo un'istruzione generale di voto che è irrevocabile per tutta la vita del patto parasociale.

La giurisprudenza chiamata a pronunciarsi su tale schema negoziale si è divisa.

Una parte⁶⁵ ha ravvisato come la conseguenza di tali accordi, uniti al trasferimento delle azioni con intestazione fiduciaria, dia luogo ad un patto

⁶⁴ Art. 1723, comma 2, c.c. *Revocabilità del mandato: “Il mandato conferito anche nell'interesse del mandatario o di terzi non si estingue per revoca da parte del mandante, salvo che sia diversamente stabilito o ricorra una giusta causa di revoca ; non si estingue per la morte o per la sopravvenuta incapacità del mandante.”*

⁶⁵ Cfr. Trib. Torino, 29 dicembre 1998, Doc Medica srl vs Leasing Medica Europa in liquidazione spa , in Giur. It., 1998, p.1668 vedi anche Trib. Milano, 28 marzo 1990 (ord.), in Giur. comm., 1990, II, p. 786 ss., con nota di FARENGA, Ancora in tema di validità dei sindacati di voto. L'ordinanza si inserisce nel contenzioso per il controllo della Mondadori, sfociato nel lodo sul patto di sindacato C.I.R.-Formenton, poi annullato da App. Roma, 24 gennaio 1991. In tal caso il Tribunale di Milano, ha affermato la illiceità di un patto parasociale che prevedeva il deposito delle azioni sindacate presso una società fiduciaria, la quale sarebbe poi intervenuta in assemblea – in virtù di girata dei titoli per procura – nell'interesse di tutti i partecipanti al patto. Questi ultimi avevano conferito alla fiduciaria un mandato irrevocabile a esercitare il voto in conformità con

parasociale ad efficacia” reale”, pertanto elusivo della normativa di riferimento sui patti parasociali.

Un'altra parte⁶⁶ – più recente – si è invece espressa a favore, disponendo che la fiduciante votasse in assemblea secondo l'istruzione generale conferita e conforme alle decisioni assunte in sede parasociale, anche contrariamente a quanto richiesto dal socio fiduciante successivamente alla sottoscrizione del patto. Tuttavia, non può essere ignorato l'orientamento sul tema della Corte di Cassazione che nelle pronunce in materia di patti parasociali prima della riforma legislativa del 2003 che li ha disciplinati, ne ha riconosciuta la liceità solo laddove essi non

quanto deliberato in sede di assemblea di sindacato. Le censure del Tribunale sono state rivolte proprio alla predisposizione di meccanismi volti ad assicurare la coercibilità del vincolo di voto. In particolare, i soci avrebbero conferito una volta per tutte un mandato a un terzo a votare nel senso deciso dal sindacato e si sarebbero privati definitivamente della possibilità di “ribellarsi” al patto, mediante il deposito delle azioni presso la società fiduciaria e la girata dei titoli per procura. Ad avviso del Tribunale, il conferimento di un mandato irrevocabile per l'esercizio del voto si porrebbe in contrasto con la regola secondo cui la delega di voto deve essere rilasciata “per singole assemblee” (art. 2372, cod. civ.). A identiche conclusioni è pervenuta la Corte d'Appello di Roma, nella nota sentenza del 24 gennaio 1991, concernente l'annullamento di un lodo arbitrale che aveva deciso, tra l'altro, della validità di un patto di sindacato. La Corte ha osservato che *“quando il vincolo di voto acquista i caratteri della realtà (ciò che avviene, appunto, nei cc.dd. sindacati ad efficacia reale, mediante i quali il socio viene spogliato del possesso delle azioni e, così, privato del diritto di partecipare all'assemblea e di esprimere in quella sede il proprio voto, non importa se formatosi aliunde), il voto perde il suo indefettibile carattere di autenticità e l'organo assembleare viene irrimediabilmente svuotato della funzione che le norme inderogabili di diritto societario gli assegnano”*.

⁶⁶ Trib. Genova, ord. 8 luglio 2004, DVF e BPC vs Avv. M.E. e SPAFID Spa in Società 2004, p. 1267.

andassero ad inficiare il processo di formazione della volontà sociale in assemblea e, dunque, il socio deve rimanere libero di votare in assemblea secondo il proprio convincimento, anche in contrasto con quanto stabilito dai patti parasociali.⁶⁷

Va inoltre segnalato come l'art. 2372, comma 3, c.c., prevede che la delega in assemblea è sempre revocabile sino a prova contraria.

3. Gli elementi essenziali del *voting trust*

In tale scenario si staglia un istituto poliedrico come il *trust*, in grado di consentire il trasferimento delle partecipazioni azionarie al *trustee* che conseguentemente sarà l'unico soggetto che potrà esercitare il diritto di voto. Con il *voting trust*⁶⁸ le azioni sono trasferite al *trustee* ed in capo ad esso vi rimangono per un determinato periodo di tempo, laddove, invece, il socio conferisca una mera delega essa può essere revocata in ogni momento, salvo che non si tratti di "*coupled with an interest*", in tal caso essa non può essere revocata fino a quando non sia venuto meno l'interesse rispetto al quale se ne è stabilita l'irrevocabilità. Ebbene, la differenza tra gli accordi parasociali va proprio rintracciata nella peculiarità e nel completo trasferimento in capo al *trustee* della titolarità delle azioni. A differenza dell'intestazione fiduciaria, il *trustee* non è solo legittimato all'esercizio del diritto di voto, bensì ne risulta

⁶⁷ Cass. 20 settembre 1995, n. 9975 e Cass, 23 Novembre 2001, n. 14865.

⁶⁸ Fra le varie definizioni di *voting trust* la più utilizzata è quella di Fletcher (che si legge, fra le edizioni più recenti, in W.M. FLETCHER, *Fletcher Cyclopedia of the law of Private Corporation*, cit., p. 382), da cui si è tratta (pur con alcune modifiche e precisazioni) quella riportata nel testo. Si veda anche E.W. MOORE, *Voting Trusts in Corporation*, cit., p. 222.

titolare, e pertanto ad esso vanno riconosciuti tutti i diritti del pieno proprietario.⁶⁹

Il *voting trust* si caratterizza per la presenza di un accordo sottostante tra alcuni azionisti (*voting-trust agreement*), teso al trasferimento delle azioni a uno o più *trustees*, al fine di attribuirne a questi l'esercizio del diritto di voto in assemblea, conformemente alle condizioni concordate dai soci medesimi. Il deposito del patto presso la sede sociale, dove può essere esaminato dai soci e dai *beneficiaries*, ha l'effetto di conferire valore "sociale" al rapporto tra *beneficiaries* e *trustees*. I soci che hanno trasferito le azioni, come anticipato, riceveranno dei *voting trust certificates*, che attribuiscono loro il diritto di percepire le utilità economiche derivanti dai titoli azionari – che saranno per contro emessi a nome del *trustee* – e la loro restituzione alla scadenza del *trust*. Durante tutta la vita del *trust* e sino alla sua scadenza, il *trustee* ha il potere di esercitare il diritto di voto in assemblea – o di conferire a terzi la delega al voto – e di trasferire il *legal title* sulle azioni, in qualità di intestatario dei titoli azionari.⁷⁰

⁶⁹ LUPOI, *Trusts*, cit., p. 709, con riferimento al c.d. *bare trust*, che si caratterizza – come tipicamente avviene nei *voting trusts* – per la circostanza di non contemplare una serie di *beneficiaries* successivi ovvero di essere finalizzato alla semplice intestazione dei beni a un soggetto, i cui compiti sono limitati al compimento di atti necessari all'amministrazione. Un'analisi delle caratteristiche del *voting trust* si legge in *Jackson v. Jackson*, cit., p. 896-897, "in a traditional voting trust the powers of the trustees are quite limited, with the trustees receiving merely the right to hold the shares transferred to them and to vote those shares as directed in the trust agreement". Al termine del periodo di efficacia del *trust*, prosegue la Corte, le azioni devono essere restituite ai "true owners", ossia agli "azionisti-settlers".

⁷⁰ R. Lener, *Intervento in assemblea e voto del trustee*, in *Trusts e attività fiduciarie*, pagg. 510-517, 2002.

Da un punto di vista giuridico, tuttavia, va chiarito che tale scissione non consiste nella divisione ed assegnazione di diritti sociali tra più soggetti, all'uopo si ricordi che l'art. 2347 c.c.⁷¹ lo vieterebbe; in realtà sia il diritto di voto, sia il diritto al dividendo spettano al *voting trustee*, il quale risulta il proprietario delle partecipazioni azionarie ed iscritto come tale al libro soci.⁷²

Alla luce della descrizione sino a poc'anzi condotta, emerge come la chiave di volta dell'istituto per la sua applicazione sia la perdita di titolarità delle azioni da parte dei soci che istituiscono il *trust*, nonché l'investitura formale di uno o più soggetti nella titolarità delle azioni medesime. Questo consente di segregare un *agreement* che altrimenti rimarrebbe un patto interno tra soci.

4. Il *voting trust* nel diritto americano

Nel diritto statunitense il *voting trust* è individuato come uno strumento tra i più semplici e funzionali per porre il *voting control* di una *corporation* nella mani di un gruppo ristretto di soggetti.

La giurisprudenza americana⁷³ ha individuato tre elementi essenziali (c.d. *Abercrombie test*)⁷⁴ che consentono di riconoscere un *voting trust*:

⁷¹ Art. 2347 c.c. *Indivisibilità delle azioni*: "Le azioni sono indivisibili. Nel caso di comproprietà di un'azione, i diritti dei comproprietari devono essere esercitati da un rappresentante comune nominato secondo le modalità previste dagli articoli 1105 e 1106. Se il rappresentante comune non è stato nominato, le comunicazioni e le dichiarazioni fatte dalla società a uno dei comproprietari sono efficaci nei confronti di tutti. I comproprietari dell'azione rispondono solidalmente delle obbligazioni da essa derivanti."

⁷² In Italia è il *trustee* ad essere iscritto nel libro soci, o talvolta, il nome del *trust*. Ma in tale ultimo caso colui che comunque diviene titolare delle azioni è sempre il *trustee* poiché il *trust* è un istituto che definisce un rapporto giuridico, non costituisce un'entità giuridica autonoma.

⁷³ La più risalente giurisprudenza americana non riconosceva la validità della maggior parte degli strumenti utilizzati per assumere il *voting control* della *corporation*, dichiarando

- la separazione del diritto di voto relativo alle azioni dagli altri attributi della *ownership*;
- l'irrevocabilità dell'assegnazione del diritto di voto per un periodo definito di tempo;
- lo scopo principale di acquisire il controllo della *corporation*.

Tali caratteristiche, così delineate, consentono di distinguere il *voting trust* dai sindacati di voto (*shareholders' control or voting or pooling agreements*), dalle deleghe di voto (*proxies*) revocabili o irrevocabili, dagli accordi di voto relativi alle azioni in pegno e dai *trust* ordinari.

Nel diritto dei *trust* il *trust* nudo (*bare trust*, negli Stati Uniti comunemente chiamato *dry* o *naked* o *passive trust*) è una figura di confine con il mandato, non richiedendosi al *trustee* il compimento di alcuna attività

la nullità di gran parte dei *voting trust*, così come dei patti di sindacato o delle deleghe irrevocabili di voto. Poiché il *voting trust* guadagnò la liceità prima degli altri strumenti, si pose per le Corti il problema di trovare dei criteri in grado di distinguere il primo dai secondi (sul punto v. L. C. Backer, *Voting Trusts*, cit., p. 6 ss).

⁷⁴ Cfr. *Abercrombie v Davies* (1957). Il caso riguardava sei soci che detenevano il 54 e 1/2 per cento dei diritti di voto di una *corporation*. Essi avevano vincolato le proprie partecipazioni in un accordo ai sensi del quale i loro diritti di voto erano stati trasferiti in *escrow* per un periodo di dieci anni a otto persone designate come “*agents*”, le quali avrebbero deciso come votate a maggioranza di sette ottavi o, in caso di disaccordo, secondo quanto deciso da un arbitro. Alcuni soci sostennero la nullità dell'accordo ritenendolo un *voting trust* illegale. I restanti soci si opposero ritenendo l'accordo un valido sindacato di voto. La Suprema Corte del Delaware interessata della questione, stabilì che l'accordo conteneva tutti gli elementi propri di un *voting trust* (divenuti successivamente i ricordati criteri del c.d. *Abercrombie test*) e che, come tale, doveva essere considerato, ma risultando segreto e mancando quindi dei requisiti legislativamente previsti doveva considerarsi radicalmente nullo.

diversa dal mantenimento dell'intestazione del bene o dallo svolgimento di compiti meramente amministrativi. Il *trust non passive* viene generalmente chiamato *active* o *special trust*. In questa prospettiva sono stati individuati tre elementi del diritto proprietario relativo alle partecipazioni societarie segregate in *trust*: il *legal title*, il *beneficial interest* e il *right of control*. Nel caso del *voting trust* il *legal title* spetta al *trustee*, il *beneficial interest* ai portatori dei *voting trust certificates* mentre il *right of control* spetta al primo se il *trust* è un *active trust* o ai secondi se il *trust* è un *passive trust*.

Se il *voting trust* è *passive* il *trustee* può essere in ogni momento revocato e sostituito con un altro *trustee*. Egli è poi comunque tenuto a votare secondo le istruzioni impartite dai portatori dei *voting trust certificates* (o è tenuto a rilasciare loro una delega di voto aperta) ovvero a porre termine al *trust* e a reintestare le partecipazioni ai portatori dei *voting trust certificates* a loro semplice richiesta. Il *passive trust* viene quindi parificato ad un mandato sempre revocabile.

Se i lineamenti generali della fattispecie sono definiti, nella pratica non è però sempre semplice capire se si sia di fronte a un *active* o a un *passive voting trust*.⁷⁵

Nella giurisprudenza statunitense l'opinione è quella di ritenere che l'attribuzione al *trustee* del *voting power* (da esercitare secondo la sua discrezionalità) sia sempre sintomatica della presenza di un *active trust*⁷⁶.

⁷⁵ G. Semino, *L'utilizzo dei trust al fine di stabilizzare gli assetti proprietari e il governo delle società*, in *Trust, Applicazioni nel diritto commerciale e azioni a tutela dei diritti in trust*, a cura di M. Monegat, G. Lepore e I. Valas, Giappichelli, Torino.

⁷⁶ Cfr. *Brightman vs Bates*: "It might be held that the duty of voting incident to the legal title made such a trust an active one in all cases"; Cfr. *Carnegie Trust Co. v Security L. Ins. Co.*: "the right to vote the stock is, in itself and of itself, a valuable right of property, and such a trust becomes by virtue of that right an active, and not a passive or dry, trust"; *Warren v Pim* (1904) 66 NJ Eq

Se al contrario il *trustee*, nell'esercitare il diritto di voto, deve seguire le direttive di volta in volta espresse dai portatori dei *voting trust certificates* (o da loro qualificate maggioranze) il *voting trust* è qualificato come *passive* e pertanto sempre revocabile.⁷⁷

4.1 Le finalità perseguite con il *voting trust*

L'analisi del *voting trust* non può prescindere dal comprendere quali siano le principali finalità che si intendono perseguire con la sua istituzione.

L'utilizzo più frequente e rilevante è quello teso alla maggiore tutela degli investitori, al fine di aumentare la capacità della *corporation* di reperire capitale di debito ed incoraggiare, dunque, ad investire in essa.

353, 59 A 773: “*In the present case there is a more definite interest, arising from the fact that the trustees are required to receive and disburse dividends, to raise or borrow on the security of the deposited shares any money required for the purposes of the execution of the trust, and to take all such actions and proceedings as they think expedient to protect the interest of the owners of the deposited shares. I agree with Chief Justice Holmes's dictum in Brightman v Bates [(1900) 175 Mass 105, 55 NE 809], that it might be held that the duty of voting makes the trust an active one. The right to vote is, I think, a property right, and a very valuable right; and I see no reason why the owner of such a right, having the legal title to the stock, has not also a beneficial interest in the stock itself.*”

⁷⁷ In *Commonwealth ex rel. Clark vs Roydhouse* (1911), alcuni soci avevano stipulato un *trust* segregando le proprie partecipazioni “*in order to promote and protect the individual interests of stockholders who have signed this agreement*”. Il *voting trust* prevedeva che il trustee nell'esercitare il suo diritto di voto “*at any annual or special meetings*” dovessero attenersi alle istruzioni scritte di un comitato composto da tre soggetti designati dalla maggioranza dei portatori dei *voting trust certificates*. La Corte ha stabilito che dovendo unicamente il trustee: (i) votare come eterodiretto e (ii) riversare ai beneficiari i dividendi ricevuti, il *trust* doveva considerarsi *inactive* e quindi quale *passive trust* sempre revocabile, non diversamente da un mandato.

In altri termini, il creditore sarà tanto più indotto a concedere credito alla società, quanto più avrà la certezza che la *corporation* sia governata e gestita da un *management* serio e stabile.

La creazione del *voting trust* è, pertanto, finalizzata al *voting control* della *corporation* in capo ad un *trustee* di garanzia per i creditori, il quale tuttavia ha un *fiduciary duty* ad agire nel miglior interesse della *corporation*.⁷⁸

La dottrina americana non ha mai condannato questo tipo di *voting trust*, neppure quando l'orientamento giurisprudenziale era orientato a farlo, e ciò in ragione del vantaggio stesso che la società avrebbe ottenuto nei confronti degli investitori, nonché in ragione della sua credibilità in assetti proprietari stabili.

Dal punto di vista storico i *voting trust* sono stati utilizzati per la prima volta nella riorganizzazione delle grandi imprese ferroviarie agli inizi del '900.⁷⁹ Nei piani di riorganizzazione, infatti, se da un lato, sia gli obbligazionisti, che le banche ed i soci vantavano il diritto di designare uno o più *trustee* al fine di contemperare i vari interessi in gioco, dall'altro, i creditori e le banche erano pronti ad erogare nuovi finanziamenti e a dare fiducia alla società solo a fronte di un piano di risanamento garantito da soggetti di elevata professionalità.

Ebbene, i *voting trust* hanno riscontrato un notevole successo anche in altri ambiti, ad esempio nelle *close corporation*. Non pochi anni addietro, infatti, l'utilizzo di questo istituto ha conosciuto un grande sviluppo nell'ambito delle società caratterizzate da una ristretta base azionaria per risolvere situazioni di stallo decisionale tra i soci, con particolare riferimento al caso in cui le compagini azionarie detenevano partecipazioni del medesimo peso. In

⁷⁸ Vedi M.W. Heck, *Voting Trusts*, cit., p. 168; vedi anche S.E. Baldwin, *Voting-Trusts*, cit., p. 4 e E.W. Moore, *Voting Trusts in Corporation*, cit., p. 228 ss.

⁷⁹ C. Burke, *Voting Trusts Currently Observed*, cit., p. 348 e ss..

tale ottica, la tipica struttura utilizzata è stata quella di attribuire ad un *trustee* neutrale un porzione della partecipazione di ciascun gruppo di soci nella medesima misura ovvero azioni fornite di particolari diritti, che gli consentissero di nominare un amministratore in grado di intervenire e gestire le eventuali situazioni di *deadlock*⁸⁰.

Si è riscontrato che nella prassi i *voting trust* sono stati utilizzati:

- ✓ per rendere esecutivo un sindacato di voto;
- ✓ per permettere una gestione centralizzata di una molteplicità di società;
- ✓ per tutelare i diritti degli azionisti di minoranza;
- ✓ per facilitare una vendita cumulativa delle partecipazioni;
- ✓ per facilitare un procedimento liquidatorio nell'interesse dei soci;
- ✓ per la gestione dei piani di azionariato a favore dei dipendenti;
- ✓ per impedire acquisti delle partecipazioni a parte degli speculatori quando la società è in difficoltà e le quotazioni sono scese;
- ✓ operazioni di fusione o acquisizione.⁸¹

4.2. La validità dei *voting trust*

Nella pronuncia *Abercrombie vs. Davies*⁸² – che costituisce per più aspetti ancora oggi un *leading case* in materia di diritto societario – la *Delaware*

⁸⁰ H.W. Ballantine, *Voting trusts, their abuses and regulation*, cit., p. 153; si veda anche W.S. Hochstetler, M.D. Svejda, *Statutory needs of close corporations – an empirical study: special close corporation legislation or flexible general corporation law?*, cit., p. 946, nota 829.

⁸¹ G.D. BERGER, *The Voting Trust: California Erects Barrier to a Rational Law of Corporate Control*, cit., p. 1214, riporta l'esempio dei soci della più piccola di due società fuse che potrebbero consentire all'operazione solo se, per un certo periodo di tempo, agli stessi fosse affidato un controllo maggiore sulla nuova società rispetto a quello derivante dal principio un azione, un voto.

⁸² *Abercrombie v. Davies*, 123 A. 2d 893 (Del. Ch. 1956).

Chancery Court ha ritenuto illegittima una convenzione tra un gruppo di soci – dalle parti definita come “*Agents’ Agreement*” – che disciplinava, tra l’altro, i criteri per la nomina e la sostituzione degli amministratori della società, sulla base della partecipazione azionaria posseduta da ciascuno degli aderenti al patto, e le procedure per l’esercizio concordato del voto in assemblea. Al fine di dare attuazione all’accordo, era previsto il deposito delle azioni presso otto *agents* (che erano poi gli stessi amministratori della società), i quali avrebbero a loro volta subdepositato i titoli presso una banca ed esercitato il diritto di voto in modo unitario, sulla base della decisione assunta da una maggioranza di almeno sette *agents*. In caso di mancato raggiungimento della maggioranza, la decisione sarebbe stata rimessa a un arbitro disinteressato. Un procedimento analogo era previsto per le deliberazioni consiliari.

La *Delaware Chancery Court* ha escluso che la convenzione sopra descritta potesse essere considerata un *voting trust*, in quanto (i) gli *agents* non avevano ricevuto il *legal title* delle azioni, come dimostrato dalla circostanza che gli azionisti dovessero rilasciare una delega per votare in assemblea; (ii) gli *agents* erano costantemente sottoposti al controllo dei soci, i quali mantenevano un potere discrezionale di revoca.

La Corte ha ritenuto illegittima la convenzione, nella parte relativa alla condotta degli amministratori rispetto alla gestione dell’impresa, affermando il principio secondo il quale gli azionisti non possono impartire direttive vincolanti agli amministratori in materia di gestione sociale.

Nel giudizio di appello la *Delaware Supreme Court* ha ribaltato la posizione della *Chancery Court*, riconoscendo che lo scopo della convenzione era quello di esercitare un controllo congiunto sulla società, attraverso l’attribuzione a terzi del diritto di voto in assemblea e l’individuazione dei criteri e delle procedure per l’esercizio del voto stesso. Al di là di come le

parti avevano qualificato l'accordo, esso avrebbe presentato tutte le caratteristiche sostanziali di un *voting trust*, quali (i) la separazione tra *voting rights* e *beneficial ownership* delle azioni; (ii) l'attribuzione a fiduciari del diritto di voto; (iii) l'obbligo per i fiduciari di esercitare in modo uniforme il voto, con la conseguente impossibilità per ciascun azionista di decidere autonomamente come votare in assemblea; (iv) l'obiettivo di esercitare un controllo congiunto sulla società.⁸³

La mancata osservanza degli oneri di pubblicità imposti dalla legge avrebbe l'illegittimità del patto, qualificabile come “*secret voting trust*”, e ciò in quanto la *ratio* della legge sarebbe stata quella di rendere conoscibili ai *beneficiaries* e agli altri soci i reali assetti di controllo della società.

L'orientamento ostile della giurisprudenza ha indotto i legislatori statali via via ad adottare norme *ad hoc* per escludere l'automatica illegittimità di convenzioni aventi ad oggetto l'esercizio del voto non conformi alla previsioni normative in materia.

Ad oggi, l'orientamento oramai nettamente prevalente propende, al contrario, per la validità (a certe condizioni) dei *voting trust*, anche se istituiti in mancanza di una normativa che ne autorizzi la creazione⁸⁴.

⁸³ R. Lener, *Intervento in assemblea e voto del trustee*, in *Trusts e attività fiduciarie*, pagg. 510-517, 2002.

⁸⁴ Si veda anche *Brown v Pacific Mail S. S. Co.* (1867, CC NY) 5 Blatchf 525, F Cas No 2025; *Mobile & O. R. Co. v Nicholas* (1893) 98 Ala 92, 12 So 723; *Bankers' F. & M. Ins. Co. v Sloss* (1934) 229 Ala 26, 155 So 371; *Morris v The Broadview, Inc.* (1946) 328 Ill App 267, 65 NE2d 605; v. anche *Gray v Bloomington & N. R. Co.* (1905) 120 Ill App 159; *Ecker v Kentucky Refining Co.* (1911) 144 Ky 264, 138 SW 264; *Brightman v Bates* (1900) 175 Mass 105, 55 NE 809; *Bullivant v First Nat. Bank* (1923) 246 Mass 324, 141 NE 41; *Abbot v Waltham Watch Co.* (1927) 260 Mass 81, 156 NE 897.

Diverse pronunce giurisprudenziali nel tempo, poi, hanno ancorato la validità del *voting trust* alla liceità dello scopo o dell'oggetto per il quale lo stesso è stato creato. Tuttavia, la linea fra gli scopi o oggetti ritenuti ammissibili e quelli ritenuti inammissibili è risultata assai labile.

Nell'elaborazione giurisprudenziale la valutazione dello scopo perseguito dalle parti nella creazione di un *voting trust* è stato individuato come l'elemento discriminante. Se, da una parte, sono stati considerati illeciti i *voting trust* istituiti per far ereditare ad un proprio discendente la funzione del *general manager*,⁸⁵ ovvero quelli volti ad assicurare ai partecipanti l'assunzione all'interno della società;⁸⁶ dall'altra parte sono stati considerati leciti i *voting trust* tesi, ad esempio, alla vendita dei beni di una società al fine di favorirne la sua liquidazione ovvero a permettere a due società capogruppo di operare su una controllata. In altri termini, l'istituto veniva considerato lecito e valido nella misura in cui lo scopo era considerato meritevole di tutela; i soci possono istituire un *voting trust* per interessi propri, anche se diversi da quelli della società, purché gli stessi non siano in contrasto con quelli della restante compagine sociale e dei creditori sociali.

Invero, bisogna chiarire che, oltre alla meritevolezza dello scopo, una consolidata giurisprudenza in materia ha ancorato la validità dell'istituto al mantenimento da parte dei soci del controllo sull'esercizio del diritto di voto, non potendosi verificare la separazione tra il diritto di voto e la proprietà delle azioni stesse.⁸⁷ Mentre, un'altra parte della giurisprudenza - seppur minoritaria - ha ancorato la validità del *voting trust* al fatto che il *trustee*

⁸⁵ *Grogan v Grogan* (1959) 159 Tex 392, 322 SW2d 514

⁸⁶ *Cone v Russell* (1891) 48 NJ Eq 208, 21 A 847

⁸⁷ *Venner v Chicago City R. Co.* (1913)

vantasse un interesse beneficiario sulle azioni o comunque avesse dei precisi doveri di agire a tutela dei soci beneficiari⁸⁸.

4.3 La legislazione americana in materia di *voting trust*

Dopo la copiosa giurisprudenza pronunciata in materia, ed in ragione del sempre più frequente utilizzo dell'istituto, è finalmente intervenuta una disciplina normativa *ab hoc*. Il primo intervento legislativo in materia fu adottato dallo Stato di New York, seguito poi dagli altri Stati.

La legislazione intervenuta - vantante pressoché un nucleo germinale ed una disciplina non strutturalmente dissimile tra i vari Stati americani - riconosce, anzitutto, la validità dell'istituto in sé, e, come tale, lo considera meritevole di tutela. Perché si possa parlare di *voting trust* è necessaria la segregazione delle partecipazioni azionarie in *trust*, con contestuale intestazione di esse al nuovo proprietario che è *trustee* (con relativi doveri e poteri gravanti in capo ad esso), nonché la previsione di un limite temporale alla durata del *trust* ed un regolamento. È bene chiarire che, anche all'indomani della disciplina in materia, nella valutazione della liceità e validità dell'istituto interviene una valutazione sulla liceità dello scopo o dell'oggetto per il quale lo stesso *trust* è stato istituito; se è illecito lo scopo o l'oggetto dei *voting trust* essi dovranno comunque considerarsi nulli.⁸⁹

Quanto al rispetto della forma la disciplina in materia di *voting trust* prevede che vi sia la stipula di un accordo (*agreement*) e la registrazione dello stesso presso gli uffici della società.

⁸⁸ *Shelmerdine v Welsh* (1890) 20 Phila 199.

⁸⁹ Sul tema si veda Fletcher, *Fletcher Cyclopedia of the law of Private Corporation*, cit., p. 402 e G.D. Rapp, *Corporations – Shareholders – Delegation of Director's Principal Duties Insufficient to Invalidate a Voting Trust*, cit., p. 1176 e ss.;

L'accordo sottostante alla stipula del *trust* (che di norma riveste forma scritta, espressamente richiesta da alcune legislazioni o comunque auspicata in altre) è di norma sottoscritto tra un gruppo di soci che desiderano farne parte ed il *trustee*, che, attraverso l'atto di accettazione del *trust* (che può avvenire anche per comportamento concludente), ne rimane vincolato.⁹⁰

Quanto al contenuto esso varia, come ogni accordo, a seconda delle singole circostanze, degli interessi delle parti coinvolte, nonché del potere contrattuale riconosciuto ad esse.

La normativa di quasi tutti gli Stati prevede che una copia dell'*agreement* sia depositato presso gli uffici della *società*. Lo scopo di tale pubblicità, che consente, tra le altre cose, a tutti i soci di ispezionare la copia dell'accordo, è certamente quello di evitare che il controllo della società possa essere raggiunto tramite accordi segreti a danno dei soci, non partecipanti al patto.

Il mancato adempimento di tale obbligo *pubblicitario* può portare alla dichiarazione di nullità del *voting trust* o comunque al suo temporaneo non funzionamento.⁹¹

Il passaggio fondamentale nell'istituzione di un *voting trust* è certamente, come già più volte scritto, il trasferimento della partecipazione azionaria in capo al *trustee*, con relativa emissione di nuove azioni a lui intestate e l'iscrizione del *trustee* a libro soci. La normativa di alcuni Stati prevede che il trasferimento delle azioni avvenga da parte di due o più

⁹⁰ Sul tema si veda v. J.A. Leavitt *The Voting Trust. A Device for Corporate Control*, cit., p. 37 ed anche J.J. Woloszyn, *A Practical Guide to Voting Trusts*.

⁹¹ Il *Revised Model Business Corporation Act* al punto § 7.30 (a) prevede che quando un *voting trust agreement* è sottoscritto il *trustee* deve anche *redigere* una lista dei nomi e degli indirizzi dei detentori di un interesse beneficiario nel *trust*, specificando il numero ed il tipo delle azioni segregate in trust e inviando copia della lista presso gli uffici della *corporation*.

persone. La *ratio* sottesa a tale previsione, che presuppone una pluralità di soggetti quali soci beneficiari, pare legata proprio allo scopo del *trust*, teso principalmente a riunire il voto di più azionisti. Ebbene, come noto, per la creazione di un *trust* è sufficiente la presenza di un unico disponente, pertanto, sembra ragionevole potersi domandare se anche il *voting trust* possa essere istituito solo da un unico azionista. Alcuni Stati ne hanno previsto l'istituzione, si pensi alla disciplina del Delaware⁹² applicabile in materia. Certamente in tal caso parrebbe difficile poter riconoscere quale sia il valore aggiunto che l'istituto del *trust*, rispetto all'intestazione fiduciaria o ad un mandato, sia in grado di fornire. Perché se è vero, come è vero, che la fondamentale differenza tra gli istituti poc'anzi citati e il *voting trust* è dettata dal trasferimento delle azioni in capo al *trustee*, è anche vero che il valore aggiunto che questo istituto è in grado di fornire nasce dalla pluralità di soggetti, o meglio dagli interessi che una pluralità di soggetti vogliono perseguire e soddisfare attraverso la stipula dell'*agreement*.

Tornando ai passaggi procedurali che sostanziano la formazione del *trust*, vi è certamente un altro momento assai importante rappresentato dall'emissione di nuovi certificati dai quali si evince che essi sono stati emessi in ottemperanza alla creazione di un *voting trust*, e che tale notizia sia trascritta anche sul libro dei soci della società. Generalmente ciò avviene attraverso il deposito, da parte del socio presso la società, delle azioni girate al *trustee*. A questo punto la società emette nuovi certificati azionari a nome del *trustee*, quale *trustee* del relativo *voting trust*.

Il *trustee*, di norma, emette dei certificati intestati ai soci beneficiari⁹³ nei quali sono specificati i punti salienti del *voting trust agreement*, i principali diritti

⁹² Delaware Code § 218.

⁹³ L'emissione dei *voting trust certificates* è prevista dalla legislazione di alcuni Stati, mentre in altri è solo opzionale.

del portatore, nonché le condizioni per la trasferibilità del certificato. In altri termini, essi danno evidenza degli interessi beneficiari sulle azioni, facilitandone la circolazione dei diritti.⁹⁴ La trasferibilità di tali *certificates* segue le stesse regole di circolazione delle azioni.⁹⁵ I partecipanti possono quindi trasferire per atti *inter vivos* o *mortis causa* il loro interesse beneficiario trasferendo i predetti certificati. Assai discussa è la possibilità che l'accordo istitutivo del *voting trust* preveda l'inalienabilità dei *voting trust certificates*, nonché degli interessi beneficiari, o comunque imponga dei limiti alla loro trasferibilità⁹⁶.

Nel diritto nordamericano la legge favorisce la circolazione dei beni e diritti e vede quindi con disfavore i limiti alla loro alienabilità, considerandoli nulli, poiché contrari all'ordine pubblico.⁹⁷ Da ciò ne deriva che, il detentore delle azioni di una società ha il pieno diritto di disporne, salvo che tale diritto non trovi delle limitazioni nello statuto della società, in una delibera della stessa, ovvero nella legge o in un accordo.⁹⁸

⁹⁴ Sul punto J.A. Leavitt, *The Voting Trust. A Device for Corporate Control*.

⁹⁵ Sul punto W.C.P. Bartos, *The Voting Trust*, cit., 290; L.C. Backer, *Voting Trusts*, cit., p. 53 ed anche G.D. Berger, *The Voting Trust: California Erects Barrier to a Rational Law of Corporate Control*, cit., p. 1210 e ss.

⁹⁶ Si veda B. Olin, *Validity of provision of voting trust against transfer of beneficiary's interest*, 11 American Law Reports ALR2d.

⁹⁷ Sul punto si veda G. Semino, *L'utilizzo dei trust al fine di stabilizzare gli assetti proprietari e il governo delle società*, in *Trust, Applicazioni nel diritto commerciale e azioni a tutela dei diritti in trust*, a cura di M. Monegat, G. Lepore e I. Valas, Giappichelli, Torino. p. 43 e ss.

⁹⁸ La giurisprudenza ha dichiarato nulli (si veda *Tracey v Franklin*, (1949) Del, 67 A2d 56), in quanto contrari all'ordine pubblico, i *voting trust* che contenevano clausola di intrasferibilità degli interessi beneficiari dei *voting trust*, salvo che non vi si potesse rintracciare un meritevole interesse meritevole di tutela per la società.

4.4 I beneficiari del *voting trust*

Come anticipato, qualsiasi socio può istituire un *voting trust*. Esso potrà, tuttavia, essere istituito prevedendo di essere aperto a tutti i soci o che a potervi aderire siano solo alcuni.

Nel *voting trust* il *trustee* ottiene il *legal title* sulle azioni e esercita il diritto di voto secondo quanto previsto dal *voting trust agreement*, mentre i soci che hanno trasferito la propria partecipazione azionaria mantengono per sé un interesse beneficiario nelle azioni.

Secondo un primo orientamento giurisprudenziale il socio partecipante al *voting trust*, dopo aver segregato le partecipazioni in *trust* acquistava dei diritti verso il *trustee*, derivanti dalla sua posizione beneficiaria, pur risultando estraneo alla società e perdendo ogni diritto o dovere verso di essa.⁹⁹ Questo orientamento rispondeva alla *ratio* secondo la quale il *trustee* è il soggetto proprietario dei beni (in ragione del *legal title*) e, come tale, iscritto nei libri della società e legittimato ad esercitare i diritti sociali. Un orientamento giurisprudenziale più recente ha, invece, attribuito al portatore dei *voting trust certificates* dei (limitati) diritti e doveri derivanti dalla posizione di socio.¹⁰⁰ In questa prospettiva si è ritenuto da un lato che il portatore dei *voting trust certificates* potesse: (i) agire in giudizio per ricevere o ottenere che la società distribuisse dividendi; (ii) ottenere la revisione giudiziale della nomina degli

⁹⁹ W.M. Fletcher, *Fletcher Cyclopedic of the law of Private Corporation*.

¹⁰⁰ D. Berger, *The Voting Trust: California Erects Barrier to a Rational Law of Corporate Control*.

amministratori; (iii) promuovere un'azione per la liquidazione della società insolvente.¹⁰¹

Ebbene, la legislazione di alcuni Stati assegna al portatore dei *voting trust certificates* gli stessi diritti di ispezione dei libri della società concessi all'azionista, nonché una legittimazione attiva a promuovere un'azione di responsabilità contro gli amministratori. Ciò che risulta pacifico, è che il portatore dei *voting trust certificates* è comunque definitivamente vincolato dagli atti del *trustee*. In tal senso la *Delaware Court of Chancery* ha statuito che il portatore dei *voting trust certificates*, dissenziente ad una fusione votata dal *trustee*, non potesse esercitare i diritti dell'azionista dissenziente, poiché il potere di votare fusioni o riorganizzazioni societarie era stato attribuito al *trustee*.¹⁰²

Quanto alla percezione dei dividendi la questione appare più pacifica. I soci partecipanti al *voting trust*, infatti, si riservano il diritto alla percezione degli stessi, che, una volta incassati dal *trustee*, vengono da questo ridistribuiti ai portatori dei *voting trust certificates* secondo le rispettive quote di beneficio.¹⁰³

Il *voting trust* può, nondimeno, prevedere che i dividendi rimangano in tutto o in parte del *trust fund*.

Nell'ambito di operazioni di ristrutturazione, i soci partecipanti all'accordo possono anche temporaneamente rinunciare al loro diritto a percepire gli utili al fine di rendere più credibile un piano di risanamento e attrarre così finanziatori.

¹⁰¹ G. Semino, *L'utilizzo dei trust al fine di stabilizzare gli assetti proprietari e il governo delle società*, in *Trust, Applicazioni nel diritto commerciale e azioni a tutela dei diritti in trust*, a cura di M. Monegat, G. Lepore e I. Valas, Giappichelli, Torino.

¹⁰² *Scott v Arden Farms Co.* (1942) 26 Del Ch 283, 28 A2d 81.

¹⁰³ H.W. Ballantine, *Voting trusts, their abuses and regulation*, cit., p. 159 e ss.

Certamente, al termine della durata del *trust* i portatori dei *voting trust certificates* otterranno la reintestazione del *legal title* delle partecipazioni azionarie, nonchè l'iscrizione dei soci nei libri della società.

Da un punto di vista pratico, in ragione della circostanza che spesso i *voting trust certificates* continuano a essere compravenduti sul mercato successivamente al termine del *trust*, la predetta circostanza ha dato luogo ad una disciplina in tal senso. Molti atti istitutivi di *trust*, infatti, limitano le responsabilità del *trustee* dopo il termine del *trust*, al fine di indurre i portatori dei *voting trust certificates* a richiedere la materiale intestazione delle azioni, negandogli, in caso di ritardo, la corresponsione dei dividendi o di altre utilità.¹⁰⁴ Terminato il *voting trust* il *trustee* diviene *trustee* di un *dry trust* e i beneficiari del fondo possono quindi dare indicazione al *trustee* su come disporre i beni in *trust*.

Una volta terminato il *trust*, la giurisprudenza ha attribuito ai portatori dei *voting trust certificates*, il potere di costringere il *trustee* a rilasciare agli stessi delega di voto relativa alle partecipazioni azionarie, fino alla definitiva reintestazione di esse.¹⁰⁵

4.5 Il *trustee* nel *voting trust*

La figura del *trustee* può essere assunta da diversi soggetti. Tale ruolo, infatti, può essere ricoperto sia dagli stessi soci della società, partecipanti o meno al *voting trust*, sia dagli amministratori o dai creditori, sia da soggetti terzi dotati di specifiche competenze.

¹⁰⁴ G. Semino, *L'utilizzo dei trust al fine di stabilizzare gli assetti proprietari e il governo delle società*, in *Trust, Applicazioni nel diritto commerciale e azioni a tutela dei diritti in trust*, a cura di M. Monegat, G. Lepore e I. Valas, Giappichelli, Torino.

¹⁰⁵ Cfr. *Atlantic City Ambassador Hotel Corp.*, 62 N.Y.S.2d 62 (Sup 1946).

Ebbene, la figura del *trustee* può essere assunta anche da un'altra società autorizzata ad assumere incarichi quale *trustee*.

Per qualificarsi come *trustee* questi deve accettare l'incarico e il *voting trust*, con l'accettazione di essi ne rimane vincolato.

I poteri del *trustee* e i suoi doveri sono determinati dalle previsioni contenute nel *trust agreement*.

Le normative applicabili in materia dai singoli Stati chiariscono che le parti che hanno istituito il *voting trust* sono libere di conferire al *trustee* tutti i poteri che ritengono opportuni per il raggiungimento dello scopo.¹⁰⁶

Una pietrificata giurisprudenza riconosce come per individuare i poteri di un *trustee* si debba prima di tutto guardare all'atto istitutivo dello stesso per poi, successivamente, fare riferimento anche alla volontà delle parti. Ove tuttavia emerga disaccordo, la mancanza di disposizioni specifiche dovrà essere chiarita con gli strumenti e le soluzioni tipiche dell'interpretazione di istituti complessi.

Invero, circa l'esercizio del diritto di voto da parte del *trustee* (*voting power*), come anticipato, sarà il *trustee*, avendone il *legal title*, il soggetto legittimato ad esercitare i diritti connessi alla posizione di socio, ed in particolare, il diritto di voto. Il *trustee*, tuttavia, dovrà esercitare tale diritto secondo quanto previsto nell'*agreement* e secondo i doveri fiduciari che ne discendono nei confronti dei beneficiari del *trust*. Eventuali violazioni del *voting trust* o delle obbligazioni fiduciarie conducono ad una responsabilità del *trustee* verso questi ultimi e alla sua revoca e sostituzione con un nuovo *trustee*.

¹⁰⁶ H.F. Johnson, *Not with My Shares You Don't! Close Corporation Control Devices Under Texas Law: Problems and Drafting*, cit., p. 220 e ss.

Al *trustee*, di norma, è attribuito il potere di votare “*in the sound exercise of his discretion*” o “*in his best judgment*” in tutte le assemblee o occasioni in cui gli azionisti sono chiamati dallo statuto o dalla legge a esprimere un voto o un’approvazione. Ciò detto, va chiarito come la giurisprudenza, se da un lato non ha riconosciuto che il potere del *trustee* si potesse estendere anche a decisioni di carattere straordinario,¹⁰⁷ come vendite di beni o aziende, liquidazioni, fusioni o riorganizzazioni, che possano incidere sulla stessa esistenza del *voting trust* e dei beni segregati, dall’altro ha invece ritenuto legittimo il comportamento del *trustee* che, in presenza di clausole ampie ha autorizzato la vendita di *asset* della *corporation* quando ciò rientrava nella finalità di assicurare la stabilità e la continuità nella gestione della società.¹⁰⁸

Lo strumento istitutivo del *trust* può prevedere che il *trustee* richieda il consenso dei beneficiari su come votare in determinate decisioni, con specifici obblighi di *disclosure* nei confronti di essi. Se tuttavia il *trustee* si deve adeguare alla volontà dei portatori dei beneficiari in tutte le decisioni di voto il *trust* potrebbe essere “neutralizzato” nella sua reale funzionalità e considerato non diversamente da una delega di voto o da un’intestazione fiduciaria. Pertanto, appare opportuno, a parere della scrivente, ravvisare come il valore aggiunto che è in grado di conferire tale strumento rispetto ad altri istituti, è in grado di esprimersi solo laddove il *trustee* non risulti

¹⁰⁷ Le parti, tuttavia, possono attribuire espressamente al *trustee* il potere di voto in situazioni straordinarie. In tal caso tuttavia il *voting trust* esplicitare esattamente tale potere.

¹⁰⁸ G. Semino, *L'utilizzo dei trust al fine di stabilizzare gli assetti proprietari e il governo delle società*, in *Trust, Applicazioni nel diritto commerciale e azioni a tutela dei diritti in trust*, a cura di M. Monegat, G. Lepore e I. Valas, Giappichelli, Torino.

vincolato nelle decisioni di voto, ma bensì, in grado di assumerle secondo un indirizzo generico conforme allo scopo per il quale l'istituto è stato creato.

La recente prassi ha solitamente conferito al *trustee* il potere di decidere come votare, con piena discrezionalità, relativamente alle decisioni di carattere ordinario, mentre per quelle di carattere straordinario egli è tenuto a seguire le istruzioni della maggioranza, o di percentuali qualificate, ovvero dell'unanimità dei portatori dei *voting trust certificates*.

La legge di alcuni Stati consente al *trustee* di votare per delega,¹⁰⁹ per tale intendendosi che il delegato svolge la funzione di mero *nuncius*, chiamato ad esprimere decisioni già maturate ed assunte dal *trustee*.

Quanto agli altri diritti sociali riconosciuti ai soci, (quali quello di convocare l'assemblea dei soci, di integrare l'ordine del giorno, di promuovere l'azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori, ecc..) essi sono riconosciuti in capo al *trustee* quale possessore del *legal title* sulle azioni. Del resto, disciplinare compiutamente anche tali diritti darebbe luogo ad un irrigidimento del *trust*, incapace di assolvere lo scopo per il quale è stato istituito, parimenti a quanto scritto in materia di diritti di voto. Solo raramente, infatti, il *voting trust* contiene disposizioni che prevedono l'esercizio del diritto a convocare l'assemblea dei soci a una preventiva autorizzazione di determinate percentuali dei portatori dei *voting trust certificates*, preferendo affidare la tutela degli interessi dei beneficiari a restrizioni sull'esercizio del diritto di voto da parte del *trustee* sulle questioni di natura straordinaria.¹¹⁰

¹⁰⁹ Cfr. 8 Delaware Code § 218(a)

¹¹⁰ G. Semino, *L'utilizzo dei trust al fine di stabilizzare gli assetti proprietari e il governo delle società*, in *Trust, Applicazioni nel diritto commerciale e azioni a tutela dei diritti in trust*, a cura di M. Monegat, G. Lepore e I. Valas, Giappichelli, Torino.

4.6 Revoca, dimissioni e compenso del *trustee*

Il *trustee* può essere revocato per aver violato le regole contenute nello strumento istitutivo del *trust*, per cattiva amministrazione, per violazione dei suoi doveri fiduciari, per conflitto di interesse o altre circostanze previste dall'atto istitutivo. In caso di pluralità di *trustees* l'azione per la revoca di un *trustee* può essere assunta dagli altri. Certamente non può qualificarsi come valido motivo di revoca l'ostilità fra *trustees*, salvo che ciò non cagioni l'impossibilità nella gestione dell'istituto.¹¹¹

La giurisprudenza ha, nel corso del tempo, revocato il *trustee* laddove risultava compromessa la *trust property* a danno dei beneficiari o della società, elaborando una casistica che non pretende tuttavia di essere esaustiva. Diverse pronunce hanno revocato per giusta causa il *trustee*: (i) per aver votato se stesso amministratore e per aver prelevato fondi sociali; (ii) per aver ricevuto delle commissioni segrete per la vendita delle azioni in *trust*; (iii) per aver utilizzato beni sociali per scopi personali; (iv) per aver votato di assegnare a se stesso un emolumento non dovuto; (v) per aver prolungato il termine del *trust* al fine di mantenere il proprio incarico.

Il *voting trust* prevede generalmente la possibilità per ciascun *trustee* di dimettersi dall'incarico in ogni momento. Generalmente l'efficacia delle dimissioni viene condizionata alla comunicazione del proprio desiderio agli altri *trustee* o ai soggetti legittimati alla sostituzione del *trustee* uscente ovvero alla nomina del sostituto¹¹².

Quanto al compenso del *trustee*, esso è a carico dei beneficiari. In linea di principio la società non essendo parte dell'accordo, ma oggetto dello stesso, non può essere chiamata a coprirne i costi del *voting trust*.

¹¹¹ *Smith v Biggs Boiler Works Co.* (1952) 33 Del Ch 183, 91 A2d 193, 34.

¹¹² J.A. Leavitt, *The Voting Trust. A Device for Corporate Control*, cit., p. 69 e ss.

Si ritiene tuttavia ragionevole che nel caso in cui il *voting trust* sia realizzato al fine di riorganizzazione l'azienda e procurare nuovo credito, la società, traendone beneficio, se ne possa accollare i costi.¹¹³

Molti *voting trust* contengono delle disposizioni che consentono al *trustee* di trattenere il proprio compenso e le spese dai dividendi, anche in virtù delle spese che questi ha anticipato nell'esercizio della funzione di *trustee*.

In alcuni atti istitutivi sono inserite clausole che, in caso di mancato pagamento da parte della *società* o laddove non sia possibile compensare le spese anticipate, obbligano i beneficiari al pagamento *pro quota* delle spese.¹¹⁴

4.7 Il Caso Ford

Appare significativo, nel panorama statunitense, l'utilizzo del *voting trust* che ha permesso alla famiglia Ford di mantenere il controllo del gruppo nonostante il passaggio generazionale che ha visto succedersi ben cinque generazioni.

In data 4 aprile 2008 è stato sottoscritto il *voting trust* della *Ford Motor Company*.

Il 60% dei diritti di voto in assemblea è rappresentato da azioni ordinarie ("*common*" *stock*) ognuna aventi diritto ad un "*one vote*" per ogni argomento all'ordine del giorno. Il restante 40% dei diritti di voto è di proprietà della famiglia *Ford* che detiene il controllo della società grazie ad un *voting trust* e ad un particolare tipo di azioni: le Class-B.

¹¹³ G. Semino, *L'utilizzo dei trust al fine di stabilizzare gli assetti proprietari e il governo delle società*, in *Trust, Applicazioni nel diritto commerciale e azioni a tutela dei diritti in trust*, a cura di M. Monegat, G. Lepore e I. Valas, Giappichelli, Torino.

¹¹⁴ J.A. Leavitt, *The Voting Trust. A Device for Corporate Control*, cit., p. 69 e ss.

Il potere di voto attribuito a quest'ultime infatti, è calcolato ogni anno in conformità di quanto disposto nello statuto societario. La maggioranza delle *Class-B shares* sono detenute in un *voting trust*, che si avvale di tre *trustees*, tutti appartenenti alla famiglia Ford.

Il *voting trust* permette l'esercizio di voto "*as a block*".

La famiglia Ford possiede circa il 3,7% delle azioni in circolazione della *Ford Motor Company*, ma proprio grazie a questo meccanismo di voto racchiuso nel *voting trust* riesce a mantenere il controllo del gruppo. In altri termini, solo se i membri della famiglia cedessero le loro *Class-B shares* perderebbero il controllo della società. Di recente questa modalità di controllo è stata contestata da larga parte dei restanti azionisti (rappresentanti il 27,4% del capitale) convinti che il controllo della famiglia non porti benefici agli investitori. In una recente assemblea annuale infatti, questi ultimi hanno votato a favore di una espropriazione delle *Class-B* detenute dalla famiglia Ford, in virtù dei deludenti risultati dell'azienda.

L'*Executive Chairman* Bill Ford Jr. e lo *Chief Executive* Alan Mulally si sono difesi argomentando: "*Our turnaround is going to take time, but we're determined to make it happen. The long-term success of the company and the benefit of all shareholders has always been and continues to be the primary purpose of our involvement. The ongoing success of Ford Motor Co. is my life's work.*".

In sede assembleare era stata presentata una proposta che aveva quale finalità quella di dare a tutti gli azionisti, compresi i membri della famiglia Ford, un voto per ogni azione posseduta, al fine di ridurre il *gap* tra i diritti di voto esercitabili in assemblea e il capitale di rischio investito dalla famiglia Ford. Tuttavia, nonostante questa difficile situazione, la proposta non ha ottenuto i voti necessari e la famiglia Ford ha ancora saldamente in mano il controllo del gruppo.

5. Il *voting trust* in Italia. Una soluzione possibile?

L'analisi sulla possibile applicazione del *voting trust* in Italia non può prescindere dalla attenta lettura dell'art. 2372 c.c. in materia di rappresentanza in assemblea. È necessario chiarire come la posizione del *trustee* investito della legittimazione cartolare non è in alcun modo paragonabile a quella del soggetto che interviene in assemblea in qualità di delegato dal socio, ai sensi dell'art. 2372, cod. civ. In quest'ultimo caso, infatti, il rappresentante interviene in assemblea in nome e per conto di un altro soggetto, cui spetta la qualità di socio e la legittimazione all'esercizio del diritto di voto. Il *trustee*, non riceve la legittimazione a intervenire in assemblea da un rapporto di rappresentanza, bensì dalla legittimazione in conformità con la disciplina di cui si è descritto, sebbene, sul piano dei rapporti interni, egli sia tenuto a perseguire un interesse altrui.

Questa scissione tra il piano formale della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali e il piano sostanziale non deriva soltanto dal prevalere delle norme dell'ordinamento societario sulla regolamentazione pattizia del *trust*, ma costituisce una caratteristica tipica dell'istituto¹¹⁵. L'art. 2372 c.c. chiarisce come la delega è sempre revocabile, tuttavia, in presenza di un *trust voting* non è possibile avvalersi dell'interpretazione estensiva dell'articolo, essendo il *trustee* l'unico socio.

Pertanto nell'analizzare un possibile sviluppo dei *voting trust* in Italia, non ci si può esimere dal comprendere se essi possono fornire un valore aggiunto rispetto ad un sindacato di voto ovvero ad un'intestazione fiduciaria; in altri termini, se la flessibilità dell'istituto consente di

¹¹⁵ R. Lener, *Intervento in assemblea e voto del trustee*, in *Trusts e attività fiduciarie*, pagg. 510-517, 2002.

raggiungere con maggiori e più immediati risultati lo scopo per il quale è stato istituito.

Anzitutto, bisogna chiedersi se ad un *voting trust* istituito in Italia debba applicarsi la normativa di cui agli art 122 e 123 del Tuf ovvero gli art. 2341-*bis* e 2341-*ter* del c.c.

Certamente, non sembra possibile poter fornire una risposta in assoluto, ma appare necessario calarla a seconda dell'istituto e di come esso è stato strutturato dalle parti. Si pensi ad un *trust* nudo o *bare trust*, quale figura molto affine a quella del mandato. Nel caso di *trust nudo*, appunto, al *trustee* si intesta la partecipazione azionaria e si chiede lo svolgimento di compiti meramente amministrativi. Quanto ai beneficiari, essi potranno dare istruzioni vincolanti al *trustee* nella gestione dei beni, potranno porre fine al *trust* in ogni momento e riottenere l'intestazione della partecipazione.

Laddove i soci nella segregazione delle partecipazioni decidano di impartire istruzioni vincolanti in materia di diritto di voto, come si anticipava, l'istituto perde le caratteristiche proprie del *trust*, qualificandosi al pari di una mera intestazione fiduciaria, ed in tal senso, non sembra possa ravvisarsi alcun elemento ostativo tale da non poter dar luogo all'applicazione della disciplina in materia di patti parasociali. Negli Stati Uniti, come descritto in precedenza, questo tipo di *trust* (cd. *passive*) non viene considerato un vero e proprio *voting trust*.

Diverso è il caso in cui l'affidamento sia pieno e il *trustee* non è vincolato nelle scelte di voto, ma bensì dotato di discrezionalità su di esse.

Ebbene, in tal caso non sembra applicabile, neppure in via analogica, la disciplina in materia di patti parasociali.¹¹⁶

La ragione giustificativa del *voting trust* risiede essenzialmente nel consolidamento di una posizione di potere nelle assemblee sociali, mediante l'uniformazione del voto, il cui esercizio viene sottratto ai soci e affidato a un terzo. Oltre all'interrogativo circa un'applicabilità o meno della disciplina dei patti parasociali, certamente appare importante la riflessione circa la liceità o meno delle convenzioni parasociali aventi l'obiettivo di imprimere un indirizzo unitario alla gestione dell'impresa. Si tratta di un problema che nel tempo è ricorso del nostro diritto societario, e a cui, da tempo, è stata fornita risposta affermativa dalla dottrina.

Ove si ritenesse di dover pervenire ad una soluzione negativa in merito alla liceità del vincolo di voto, non potrebbe ritenersi di nessuna utilità il ricorso al *trust*, quale istituto la cui finalità unica o principale sarebbe quella di eludere un principio di ordine pubblico e come tale suscettibile di incorrere in censure di frode alla legge.

Ove si ritenga, invece, che il vincolo e l'indirizzo di voto non contrasti, di per sé, con alcuna norma di ordine pubblico, il *trust* potrebbe rivelarsi un utile strumento di rafforzamento delle convenzioni di voto. La sua maggiore efficacia rispetto ad altri istituti sarebbe certamente legata all'assenza di vincoli temporali definiti dalla legge, all'intestazione delle partecipazioni ad altro soggetto in grado di assumere decisioni di voto consapevoli in base ad un indirizzo generale, ma soprattutto, volte al perseguimento di uno scopo. Il *trustee* è chiamato ad agire nel rispetto degli

¹¹⁶ Sulla inapplicabilità si veda E. Andreoli, *Recesso dai patti parasociali in caso di lancio di un'OpA su società quotata e utilizzo del Trust*, in E. Andreoli, *Il governo delle società dopo il d.lgs. 24.2.98, n. 58, cit p. 51 e ss.*

interessi beneficiari e soprattutto per raggiungere lo scopo per il quale l'istituto è stato posto in essere.

5.1 *Voting trust* e tutela delle minoranze azionarie

Il mercato italiano, dal punto di vista del governo societario, è caratterizzato dalla mancanza di ricambio a livello di assetti proprietari della grande impresa. Meccanismi quali i patti di sindacato, gli incroci azionari, le azioni senza diritto di voto sono stati utilizzati per stabilizzare il controllo societario ed in molti casi impedire del tutto il ricambio della classe dirigente delle grandi imprese. Tuttavia, va chiarito come, gli assetti proprietari delle società italiane sono strutturalmente ed “ontologicamente” differenti dal modello statunitense, ove la separazione tra rischio e gestione è consentita dalla frammentazione dell'azionariato e dalla centralità del *management*.

Il mercato italiano è caratterizzato dall'assenza di presupposti perché si possa parlare di concorrenza, e ciò si riflette, senza dubbio, sulla rigidità degli assetti proprietari.

Pertanto, in un mercato che presenta tali caratteristiche, sembrerebbe opportuno analizzare l'istituto del *trust*, nonché le sue potenzialità, piuttosto che verso un rafforzamento e stabilizzazione degli assetti proprietari, già fortemente caratterizzati da una rigidità strutturale favorita dalle peculiarità endogene ed esogene del mercato italiano, in termini di una sua applicazione a tutela delle minoranze azionarie, passando prima per un'analisi dei recenti interventi legislativi che hanno avuto quale scopo proprio quello di intensificare la tutela degli azionisti di minoranza, nonché un'incrementazione della loro partecipazione alla vita societaria.

Nel tempo, infatti, non sono mancate proposte di riforma del diritto societario e dei mercati finanziari, tese a favorire lo sviluppo del mercato del capitale di rischio ed incentivare i risparmiatori all'investimento. Sin dagli anni '50 del secolo scorso si ravvisavano due posizioni, quella di chi auspicava un rafforzamento dei poteri di controllo degli azionisti di minoranza, affinché essi potessero esercitare in maniera più efficiente i loro

diritti di *voice* nel governo societario.¹¹⁷ E quella di chi, invece, ravvisava che il rafforzamento dei diritti degli azionisti di minoranza dovesse passare attraverso il potenziamento dei diritti patrimoniali, facilitando l'*exit* rispetto alla *voice*.¹¹⁸ Da ultimo, la crisi economica e gli scandali finanziari recenti hanno riportato al centro del dibattito giuridico ed accademico il tema della protezione delle minoranze azionarie, e più precipuamente del come la tutela dell'azionista rappresentante una compagine minoritaria debba rafforzare i suoi diritti di *voice*, quali poteri possa esercitare per far valere le proprie istanze all'interno della società e quali strumenti servano ad incentivare la partecipazione alla vita societaria, e più precisamente al momento assembleare.

5.2 La partecipazione degli azionisti di minoranza in assemblea

Quando si parla di “rapporto” tra assemblea ed azionisti di minoranza, si assiste, quasi sempre, alla contrapposizione manichea di chi interpreta questo tipo di relazione in termini di definitivo ed irreversibile disinteresse della compagine azionaria minoritaria dalla dialettica assembleare, e la posizione di chi, di converso, ravvisa la necessità di un effettivo e necessario coinvolgimento dei titolari di frazioni del capitale.

Tale dialettica ha condotto, attraverso una numerosa serie di stratificazioni legislative, ad un quadro normativo variegato ed eterogeneo.

¹¹⁷ Sul punto si veda Ascarelli, *Disciplina delle società per azioni e legge antimonopolistica*, cit.; ID., *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Rivista delle società*, 1956, 1, 3 e ss. e P. MARCHETTI, *Diritto societario e disciplina della concorrenza*, in *Storia del capitalismo italiano*, cit., 473 e ss.

¹¹⁸ Sul punto si veda G. Ferri (cfr. G. FERRI, *Poteri e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Rivista delle società*, 1956, p. 35 e ss., e B. VISENTINI, *Evoluzione e problemi della società per azioni e lineamenti generali della riforma*, in *Rivista delle società*, 1967, 1, p. 1 e ss.

Da ultimo il D.Lgs. 27 gennaio 2010 n.27, emanato in attuazione dell'art. 31 della Legge Delega 7 luglio 2009, n. 88, ha recepito nel nostro ordinamento la Direttiva N.2007/36/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, direttiva emanata l'11 luglio 2007 e relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate (cd. *Shareholder's rights Directive*, SHR).

Orbene, prima di passare all'analisi del nuovo tessuto normativo, appare necessario, quale condizione prodromica, deputata ad una migliore comprensione delle scelte normative adottate, individuare i principi e criteri direttivi che ne hanno governato l'attuazione. All'uopo, si segnala come l'art. 31 l. n. 66/09 invitava il Governo a predisporre il decreto legislativo di attuazione della Dir. N. 2007/36 tenendo conto, *inter alia*: (i) della necessità di escludere dall'ambito di applicazione della nuova disciplina gli "organismi di investimento collettivo, armonizzati e non armonizzati, e le società cooperative"; (ii) disciplinare l'avviso di convocazione dell'assemblea assicurandone l'effettiva diffusione nell'Unione Europea ed individuando un termine di preavviso, rispetto allo svolgimento dell'adunanza di prima convocazione, tale da garantire un'adeguata informazione degli azionisti; (iii) adeguare la disciplina del diritto dei soci di richiedere l'integrazione dell'o.d.g.; (iv) disciplinare la legittimazione all'intervento in assemblea modificando e riordinando opportunamente la disciplina della gestione accentrata di strumenti finanziari nonché individuando la c.d. *record date* in modo da garantire una corretta rappresentazione della compagine azionaria; (v) rivedere la disciplina della rappresentanza in assemblea in modo da rendere più agevoli ed efficienti le procedure per l'esercizio del voto per le delega.

5.2.1 La rappresentanza in assemblea: codice civile e Testo Unico della Finanza

Il tradizionale strumento privatistico della rappresentanza, con l'intervento innovativo di cui si è scritto, subisce alcune importanti modifiche strutturali e funzionali.

L'ordinamento ha sempre riservato una particolare attenzione alla disciplina della facoltà riconosciuta in capo al singolo di attribuire ad altri il potere di intervenire in assemblea ed esercitare in suo nome e per suo conto il diritto di voto, in ragione del bilanciamento dell'interesse del socio a partecipare alla formazione della volontà sociale e quello della società a che un tale strumento di democrazia societaria non fosse distorto verso finalità abusive.¹¹⁹ Il recente D.Lgs. del 27 gennaio 2010, n. 27 nel recepire la Direttiva, riferita principalmente all'esercizio di (alcuni) diritti degli azionisti di società quotate, è intervenuto anche sul codice civile, apportando importanti modifiche alla rappresentanza in assemblea di società chiuse, così da garantire a coloro che siano titolari del diritto di voto un facile e consapevole conferimento dei poteri rappresentativi, oltre che sul Tuf. In particolare, la Direttiva *Shareholder's Rights* (SHR) ha statuito la necessità da parte dei legislatori nazionali di agevolare il più possibile l'esercizio del voto per delega, promuovendo l'eliminazione di limiti quantitativi e qualitativi al conferimento del potere di rappresentanza. Orbene, la nuova formulazione dell'art. 2372 c.c. rubricato "*Rappresentanza in assemblea*", chiarisce come, a poter conferire il potere rappresentativo non siano più i "*soci*" bensì "*coloro ai quali spetta il diritto di voto in assemblea*", una locuzione, quest'ultima, che chiama in causa

¹¹⁹ Sul punto si veda C. Pasquariello, in *Le nuove leggi civili commentate*, Cedam, 2011.

tutti quei fenomeni di dissociazione tra la titolarità dell'azione e l'esercizio dei diritti sociali.¹²⁰

Ebbene, proprio dalla lettura dell'art. 2372 c.c. si scorge come l'intervento innovativo del legislatore abbia costituito una vera e propria rivoluzione in materia di rappresentanza in assemblea. Anzitutto, con la nuova formulazione il voto per delega nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale del rischio viene ad assumere la natura di un vero e proprio diritto, tanto che la sua eliminazione con clausola statutaria è implicitamente esclusa per queste società e riconosciuta per le sole società chiuse. Invero, un altro intervento di novazione di gran rilievo è rappresentato dall'esclusione per le società quotate nei mercati regolamentati dei limiti qualitativi e quantitativi per il conferimento della rappresentanza. All'uopo, infatti, il nuovo articolo 2372 c.c. (al pari del precedente) statuisce che nelle società chiuse *“la rappresentanza non può essere conferita né ai membri degli organi amministrativi o di controllo o ai dipendenti della società, né alle società da essa controllate o ai membri degli organi amministrativo o di controllo o ai dipendenti di queste”*, ed inoltre, che la stessa persona non possa rappresentare un numero di soci superiori a venti, ovvero più di cinquanta se la società ha capitale non superiore a cinque milioni; più di cento se la società ha capitale superiore a cinque milioni di euro e non superiore a venticinque; più di duecento soci se la società ha capitale

¹²⁰ Si pensi all'usufruttuario, al creditore pignoratizio, al contratto di riporto, al custode sequestratario. Inoltre, ai sensi e per gli effetti dell'ultimo comma dell'art. 2351 c.c., la legittimazione all'esercizio del diritto di voto potrebbe essere riconosciuta ai titolari di strumenti finanziari, nonché al rappresentante comune dei comproprietari dell'azione di cui all'art. 2347 c.c.

superiore a venticinque milioni di euro. Tali limiti, per espressa statuizione del legislatore, non operano più, invece, per le società quotate. La ragione di un tale distinguo sembra debba essere rintracciata proprio nell'*intentio legis* di attuare la direttiva comunitaria. Perché, se per le società chiuse una tale limitazione si spiega presumibilmente in ragione del minimo assenteismo che caratterizza queste realtà imprenditoriali più ristrette, nelle società quotate, invece, il legislatore ha dato prevalenza all'interesse alla rappresentanza in assemblea piuttosto che all'obiettivo di scongiurare il pericolo dell'incetta di deleghe, in ottemperanza alle prescrizioni del legislatore comunitario che disponevano l'abrogazione di norme nazionali che limitassero o consentissero alla società di limitare l'idoneità di persone designate come rappresentanti (art. 1, comma 2 Dir. n. 2007/36). Ebbene, una maggiore comprensione dell'intervento novativo in tale settore la si ha quando si legge la normativa speciale in materia di società quotate e più precipuamente l'art. 135 *decies* del Tuf. Con tale articolo, infatti, il legislatore italiano ha chiarito come la rappresentanza in queste società è ammessa anche laddove il rappresentante sia in conflitto di interessi, purchè di tale conflitto sia reso edotto per iscritto il rappresentato. Altresì, la norma *de qua* chiarisce come vi siano dei casi in cui il conflitto sussista in ogni caso, fornendone un'elencazione nella quale si rinviene anche l'ipotesi in cui il rappresentante sia componente dell'organo di amministrazione o di controllo della società ovvero dipendente. In sostanza, si assiste ad un rovesciamento dell'atteggiamento del legislatore, che in passato imponeva un divieto assoluto, mentre oggi assicura una legittimazione piena al voto, purchè: vi sia una adeguata *disclosure* della situazione di potenziale conflittualità e, nel momento del rilascio della delega, il rappresentante riceva puntuali e dettagliate indicazioni su come indirizzare il voto per

conto del suo titolare. In particolare, l'obbligo di informativa si sostanzia nella necessità che il rappresentante trasmetta una comunicazione scritta al socio ove trovino puntuale indicazione le circostanze che determinano il predetto conflitto; in tal caso farà seguito l'indicazione da parte del rappresentato di specifiche istruzioni per ciascuna delibera in relazione alla quale dovrà essere espresso il voto. Il legislatore, dunque, nell'ottemperare alle prescrizioni di abrogazione delle norme nazionali che vietavano, a prescindere, la rappresentanza nei casi di potenziale contrasto tra azionisti e rappresentante, introduce una casistica di ipotesi per le quali vale una presunzione assoluta di conflitto in capo al rappresentante, elencazione che, *inter alia*, trae lo spunto dalle incapacità soggettive di cui al comma 5° dell'art. 2372 c.c., allargandone tuttavia i termini di rilevanza.¹²¹ Orbene, si presume in conflitto di interessi il rappresentante che sia dipendente, amministratore della società, ovvero la controlli, ne sia controllato o sia sottoposto a comune controllo con essa, sia collegato alla società o eserciti su di essa un'influenza notevole; sia coniuge, parente o affine entro il quarto grado di un soggetto che controlli la società o ne sia controllato, sottoposto a comune controllo ovvero collegato alla società od in grado di esercitare un'influenza notevole. Inoltre, la disposizione normativa chiude con una clausola generale, tesa a rintracciare in ogni caso il conflitto di interessi ogni volta che il rappresentante sia legato da rapporti patrimoniali che possano comprometterne l'indipendenza, con i soggetti di cui appena scritto.

Ebbene, l'elenco fornito dal legislatore è certamente significativo per la sua portata precettiva, deputato a sostituire la disciplina dei limiti

¹²¹ C. Pasquariello, in *Le nuove Leggi civili commentate*, commento all'art. 2372 c.c., Cedam, 2011, pagg.586-587.

soggettivi al conferimento di deleghe stabilite dal comma 5 dell'art. 2372 c.c. Tuttavia, vi è da chiedersi se tale tipizzazione è chiamata a costituire un *numerus clausus* o una mera esemplificazione che non ha la pretesa di esaustività. Poiché appare ipotizzabile che nella prassi si assisterà al sorgere di delicate questioni interpretative ogniqualvolta si voglia tentare una applicazione estensiva ad una fattispecie non espressamente rientrante nella lettera della norma.

Sempre in materia di società quotate, l'articolo 135 *novies*¹²² del d.lgs.

¹²² Art. 135 *novies* Tuf: “ *Colui al quale spetta il diritto di voto può indicare un unico rappresentante per ciascuna assemblea, salva la facoltà di indicare sostituti. 2. In deroga al comma 1, colui al quale spetta il diritto di voto può delegare un rappresentante diverso per ciascuno dei conti, destinati a registrare i movimenti degli strumenti finanziari, a valere sui quali sia stata effettuata la comunicazione prevista dall'articolo 83-sexies. 3. In deroga al comma 1, qualora il soggetto indicato come titolare delle azioni nella comunicazione prevista dall'articolo 83-sexies agisca, anche mediante intestazioni fiduciarie, per conto di propri clienti, questi può indicare come rappresentante i soggetti per conto dei quali esso agisce ovvero uno o più terzi designati da tali soggetti. 4. Se la delega prevede tale facoltà, il delegato può farsi sostituire da un soggetto di propria scelta, fermo il rispetto dell'articolo 135-decies, comma 4, e ferma la facoltà del rappresentato di indicare uno o più sostituti. 5. Il rappresentante può, in luogo dell'originale, consegnare o trasmettere una copia, anche su supporto informatico, della delega, attestando sotto la propria responsabilità la conformità della delega all'originale e l'identità del delegante. Il rappresentante conserva l'originale della delega e tiene traccia delle istruzioni di voto eventualmente ricevute per un anno a decorrere dalla conclusione dei lavori assembleari. 6. Il Ministero della Giustizia stabilisce con regolamento, sentita la Consob, le modalità di conferimento della delega in via elettronica, in conformità con quanto previsto nell'articolo 2372, primo comma, del codice civile. Le società indicano nello statuto almeno una modalità di notifica elettronica della delega che gli azionisti hanno la facoltà di utilizzare. 7. I commi 1, 2, 3 e 4 si applicano anche nel caso di trasferimento delle azioni per procura. 8. Resta fermo quanto previsto dall'articolo 2372 del codice civile.*”

n. 58/98, rubricato al pari dell'art. 2372 c.c. "*Rappresentanza in assemblea*", nell'aprire la sezione relativa alle "Deleghe di voto", riconosce, in linea con quanto disposto dal dettato codicistico, non già alla figura di socio ma a "*colui al quale spetta il diritto di voto*" la possibilità di indicare un unico rappresentante per ciascuna assemblea. Tuttavia, la portata innovativa di tale norma è senza dubbio costituita dai due commi successivi che, in deroga al primo, prevedono, in taluni casi, la possibilità di nominare più rappresentanti. In particolare, una deroga all'unicità della funzione della rappresentanza viene contemplata dal legislatore in ragione della operatività del regime di dematerializzazione. Nel sistema di gestione accentrata, infatti, presso ogni intermediario vengono accessi dei conti distinti e separati per ogni soggetto, conti ove vengono registrati i movimenti degli strumenti di sua pertinenza; nello specifico, per quanto riguarda la legittimazione all'intervento e l'esercizio del diritto di voto è necessaria una attestazione da parte dell'intermediario, stilata sulla base delle risultanze delle proprie scritture contabili e in favore del soggetto cui spetta il voto stesso per poi trasmetterla all'emittente. Proprio in relazione a tale comunicazione, prevista dall'art. 83 *sexies* del Tuf, e nell'eventualità che allo stesso soggetto siano intestati più conti distinti, è previsto che per ciascuno di essi possa essere nominato un rappresentante. Un'altra deroga alla nomina di un unico rappresentante viene statuita dal legislatore qualora il soggetto indicato dalla comunicazione di cui all'art. 83 *sexies* del Tuf agisca anche mediante intestazioni fiduciarie, potendo indicare come rappresentanti i soggetti per conto dei quali esso agisce, ovvero uno o più terzi designati da tali soggetti.

Invero, in dottrina è sempre prevalso l'orientamento teso ad escludere la possibilità della nomina di più rappresentanti e questo al fine di evitare che in assemblea vengano assunti atteggiamenti diversi, se non

addirittura antitetici. Tuttavia, in questa facoltizzazione potrebbe leggersi un implicito riconoscimento normativo del voto divergente, permettendo al titolare del diritto di voto di frammentare la propria partecipazione alla formazione della volontà sociale in figure differenti, alle quali potrebbero anche essere conferite istruzioni di voto diverse, antitetiche.

Con la locuzione “voto divergente” si intende genericamente l’espressione non unitaria del voto da parte del medesimo soggetto. L’ammissibilità del voto divergente è stata spesso negata da una parte della dottrina, alla luce del principio di unitarietà della partecipazione sociale.¹²³ Altra parte della dottrina, invece, si è espressa per la generale legittimità del voto divergente,¹²⁴ richiedendo, però, che lo stesso trovi la propria giustificazione in ragioni oggettive, senza contrastare con i principi generali di correttezza e buona fede.¹²⁵ Non presenta profili di illegittimità e non costituisce pertanto ipotesi di “voto divergente” quello espresso da una società fiduciaria che, contemporaneamente, dichiara di non partecipare alla votazione con riguardo alla quota intestatale da altro socio.¹²⁶ In sostanza, il problema interpretativo che ci pone la lettura

¹²³ G. Cottino, *Le società*, *Diritto commerciale*, 1999, 280; L. Mengoni, *La divisione del pacchetto di maggioranza fra gli eredi dell’azionista*, in *Riv. Società*, 1959, 428)

¹²⁴ P. G. Jaeger, *Il voto divergente*, in *Trattato Colombo – Portale*, 3, 1, 1994, 459 ss.

¹²⁵ C. Angelici, *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Rescigno, XII, 1985, 213; G. F. Campobasso, *Diritto commerciale 2, Diritto delle società*, 1999, 196

¹²⁶ Cfr., ex multis, *Trib. Milano 19 novembre 2001*. Nel caso di specie, tutti i soci di una S.r.l. avevano intestato ad una medesima società fiduciaria le proprie quote sociali. Successivamente all’approvazione di una delibera di nomina del nuovo amministratore unico e di fissazione del relativo compenso, la socia di minoranza revocava il mandato fiduciario ed impugnava la detta deliberazione. Il Tribunale, premessa la legittimazione all’impugnazione dell’attrice (previa

della nuova norma è, non già se un unico rappresentante e/o una società fiduciaria possano esprimere il voto in maniera divergente, quali portatori di interessi diversi per conto di soggetti diversi, la cui possibilità appare pacificamente riconosciuta, quanto piuttosto, se un unico azionista, inteso quale unico centro di interessi, possa attribuire la rappresentanza a più soggetti, i quali, in assenza di una previsione legislativa di conferimento di istruzioni di voto omogenee, potrebbero esprimere preferenze di voto anche divergenti.

riconduzione del mandato conferito alla fiduciaria entro lo schema della fiducia di tipo germanistico), respinge le argomentazioni della società convenuta, secondo la quale l'intervento ed il voto della società fiduciaria doveva considerarsi avvenuto in relazione all'intero capitale sociale ad essa intestato, pena altrimenti la configurabilità di un illegittimo voto divergente. Dal verbale di assemblea risultava invero che la fiduciaria non era intervenuta e non aveva pertanto votato per la quota dell'attrice, la quale doveva conseguentemente considerarsi assente. *“Data la natura del mandato fiduciario, che può essere conferito da ciascun socio indipendentemente dagli altri mediante instaurazione di tanti autonomi rapporti contrattuali con la società fiduciaria quanti sono i fiducianti?”*, la questione relativa alla configurabilità di un voto c.d. “divergente” è risultata pertanto affatto pertinente, in quanto tale problematica *“può porsi unicamente (ed è stata posta dalla giurisprudenza e dalla dottrina) in quei casi in cui lo stesso socio sia titolare di più quote del capitale sociale ed esprima in assemblea un voto diverso per ciascuna quota o gruppi di quote possedute”*. Nel caso di specie, invece, il voto espresso era *“del tutto conforme alla natura del mandato fiduciario ricevuto da più soci ed in forza del quale doveva ottemperare alle istruzioni dei vari fiducianti, istruzioni che potevano essere diverse le une dalle altre, sicché la Fiduciaria poteva esprimere varie manifestazioni di voto a seconda delle istruzioni ricevute da ciascuno o non esprimere alcun voto ovvero intervenire in assemblea per alcuno e non intervenire per altri?”*.

Ebbene, nelle due ipotesi che ci occupano, parrebbe potersi ragionevolmente ritenere come, il nostro legislatore abbia voluto espressamente consentire la votazione divergente, reputando sussistente in essa, un interesse meritevole di tutela. D'altra parte, la direttiva comunitaria ha lasciato piena autonomia agli Stati membri, chiarendo solamente come essi possano limitare il numero di rappresentanti che lo stesso azionista può designare per la medesima assemblea, salva la possibilità di indicare un rappresentante diverso con riferimento alle azioni detenute in ciascun conto titoli e che le legislazioni nazionali possono vietare il voto divergente con riferimento alle azioni detenute da uno stesso azionista (art. 10, par. 2).

5.2.2 Il rappresentante designato dalla società

Una delle principali novità introdotte dal d.lgs. 27/2010 è la previsione della nomina, da parte delle società, di un soggetto incaricato di ricevere le deleghe dagli azionisti (art. 135-*undecies* del Tuf). La figura del “rappresentante designato”, assente nella Direttiva comunitaria, è stata prevista dal legislatore italiano allo scopo di facilitare l'espressione del voto per delega da parte dei soci di minoranza.

Alla luce di tale norma, in assenza di una clausola statutaria di deroga, le società sono tenute a designare, per ciascuna assemblea, un soggetto incaricato di ricevere le deleghe ed ad indicarne l'identità nell'avviso di convocazione ai sensi dell'art. 125-*bis*, comma 4, n. 3 del Tuf. Coloro ai quali spetta il diritto di voto possono conferire al rappresentante designato, entro il secondo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea in prima o unica convocazione, una delega con istruzioni di voto su tutte o alcune delle proposte all'ordine del giorno. La delega è conferita mediante la sottoscrizione di

un modulo il cui contenuto minimo è disciplinato dalla Consob con regolamento. Essa avrà effetto per le sole proposte in relazione alle quali siano conferite istruzioni di voto. Pertanto, appare ragionevole ritenere che, in assenza di specifiche istruzioni da parte del rappresentato, il voto espresso dal rappresentante, laddove determinante, sia idoneo ad inficiare la delibera, la quale potrebbe essere impugnata ai sensi dell'art. 2377 c.c. Conseguenza quest'ultima che sembra evincersi dallo stesso dettato normativo, che commina espressamente l'invalidità della delega in mancanza di istruzioni, un'inefficacia che non inerisce, dunque, al solo rapporto tra rappresentate e rappresentato, bensì a fronte della esteriorizzazione del vincolo operata dalla norma che eleva la mancanza di istruzioni ad inefficacia della delega, essa inerisce, piuttosto, alla regolarità del procedimento assembleare.

Altresì, la necessità espressa dalla norma di specifiche istruzioni di voto sembra chiarire come in sostanza il rappresentante designato altro non sia che un *nunciatus*, un mero collettore di deleghe chiamato semplicemente a riferire una preferenza già maturata ed espressa su un modulo da colui che abbia diritto al voto.

Il rappresentante designato deve mantenere la riservatezza sul contenuto delle istruzioni di voto ricevute fino all'inizio dello scrutinio, salva la possibilità di comunicare tali informazioni ai propri dipendenti e ausiliari, che sono soggetti al medesimo obbligo di riservatezza. Altresì, un preciso dovere di *disclosure* incombe sul rappresentante in ordine agli interessi di cui sia portatore, per conto proprio o di terzi, eventualmente contrastanti con le istruzioni impartite da colui che è legittimato ad esercitare il diritto di voto.

A livello regolamentare, la Consob è intervenuta riconoscendo al rappresentante designato la facoltà di esprimere ugualmente il voto in

nome e per conto del rappresentato, ma discostandosi dalle istruzioni ricevute qualora sopravvengano circostanze di rilievo che non possano essere comunicate al delegante e qualora sia ragionevole ritenere che il delegante stesso avrebbe adottato la medesima decisione se le avesse conosciute, o, ancora, quando vengano modificate e/o integrate le proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea.¹²⁷ La previsione in esame, nonostante faccia espressamente salva l'ipotesi cui il rappresentante non versi in alcuna delle condizioni di conflitto di interessi esplicitate all'art. 135 *decies* del Tuf, solleva delle problematiche di cui è necessario condurre un approfondimento. Con il D.Lgs. n. 27/2010 si è assistito alla liberalizzazione della figura del promotore, quale soggetto che possa promuovere una sollecitazione di deleghe, e una tale liberalizzazione ha dato luogo alla possibilità che la stessa società possa promuoverla. All'uopo, il Regolamento Emittenti Consob (delibera n. 11971 del 14 maggio 1999), nel disciplinare l'ipotesi in cui si verificano nuove circostanze non conosciute al momento del rilascio della delega ovvero modifiche od integrazioni dell'ordine del giorno, ha previsto come il promotore, diverso dalla società emittente, se autorizzato possa discostarsi. In altri termini, la normativa regolamentare ha riconosciuto che la possibilità di discostarsi dalle istruzioni di voto conferite dal

¹²⁷ Art. 134 comma 2 Regolamento Emittenti Consob, delibera n. 11971 del 14 maggio 1999: *“Il rappresentante che non si trovi in alcuna delle condizioni di conflitto di interessi previste nell' articolo 135-decies del Testo unico, ove espressamente autorizzato dal delegante, può esprimere un voto difforme da quello indicato nelle istruzioni nel caso si verificano circostanze di rilievo, ignote all'atto del rilascio della delega e che non possono essere comunicate al delegante, tali da far ragionevolmente ritenere che questi, se le avesse conosciute, avrebbe dato la sua approvazione, ovvero in caso di modifiche o integrazioni delle proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea.”*

rappresentato non possa ravvisarsi nell'ipotesi in cui a promuovere una richiesta di conferimento di deleghe sia la stessa società, verosimilmente perseguendo la necessità di preservare una tale situazione da condotte estorsive a danno dei soci. Alla luce di quanto riportato vi è da chiedersi se, il rappresentante designato dalla società che si configura certamente come un soggetto vicino alla realtà societaria se non addirittura espressione della stessa e, dunque, con il rischio di condotte abusive e di conflitti *in nuce*, non meritasse anch'esso la scelta che il regolatore ha adottato nell'ipotesi in cui a promuovere la sollecitazione sia la società emittente. Pertanto, la previsione adottata potrebbe dar luogo a forme di abuso che avrebbero potuto essere evitate adottando, per esempio, la soluzione che è stata accolta nel voto per corrispondenza, laddove nel Regolamento Emittenti si legge: *“il titolare del diritto che ha espresso il voto può manifestare la propria volontà per il caso di modifiche o integrazioni delle proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea, scegliendo tra: a) la conferma del voto già espresso; b) la modifica del voto già espresso o l'esercizio del voto indicando l'astensione, il voto contrario o il voto favorevole alle proposte di deliberazione espresse da un organo amministrativo o da altro azionista; c) la revoca del voto già espresso con gli effetti previsti dall'articolo 138, comma. In assenza di una manifestazione di volontà, si intende confermato il voto già espresso.”*¹²⁸ Una soluzione, quest'ultima, che

¹²⁸ Cfr. art. 143 Regolamento Emittenti Consob, delibera n. 11971 del 14 maggio 1999: *“Le schede pervenute oltre i termini previsti o prive di sottoscrizione non sono prese in considerazione ai fini della costituzione dell'assemblea né ai fini della votazione. 2. In caso di mancata espressione del voto su una deliberazione, si applica quanto previsto dall'articolo 138, comma 6.3. Il titolare del diritto che ha espresso il voto può manifestare la propria volontà per il caso di modifiche o integrazioni delle proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea, scegliendo tra: a) la conferma del voto già espresso; b) la modifica del voto già espresso o l'esercizio del voto indicando l'astensione, il voto contrario o il voto favorevole alle*

avrebbe permesso all'azionista di poter modificare la propria proposta ma, al tempo stesso, che avrebbe escluso qualsiasi tipo di ingerenza o scelta discrezionale del rappresentante. Orbene, la norma di rango primario, come ampiamente scritto, *condiziona a specifiche istruzioni di voto* l'efficacia della delega non lasciando margini per ingerenza alcuna da parte del rappresentante, intendendolo perciò, come detto, mero *nuncius*. La norma regolamentare, invece, sembra aprire spazi ad interpretazioni differenti della qualificazione giuridica del rappresentante allorchè gli riconosce, in taluni casi, la possibilità di discostarsi da quelle istruzioni che il Testo Unico della Finanza individua quali condizioni di efficacia della delega. Questa "apertura" da parte del regolatore potrebbe dar luogo a problematiche operative ed ad abusi, soprattutto laddove il rappresentante designato, non conoscendo il rappresentato, né gli interessi che questi volesse tutelare, non ha a disposizione gli strumenti e le conoscenze necessarie per discernere quale sarebbe stato (in caso di eventi straordinari ovvero di modifiche e /o integrazione dell'o.d.g.) il volere del soggetto che egli sta "rappresentando", o meglio le cui istanze è chiamato a riportare in sede assembleare.¹²⁹

proposte di deliberazione espresse da un organo amministrativo o da altro azionista;c) la revoca del voto già espresso con gli effetti previsti dall'articolo 138, comma 6. In assenza di una manifestazione di volontà, si intende confermato il voto già espresso."

¹²⁹ Si noti come la società Enel Spa nella scorsa stagione assembleare ha messo a disposizione dei propri azionisti il modulo per il conferimento della delega al rappresentante designato, che aveva individuato nella Monte Titoli Spa, nel quale poteva leggersi: *"Nel caso si verificano circostanze ignote ovvero in caso di modifica o integrazione delle proposte presentate all'Assemblea, Servizio Titoli S.p.A., in qualità di Rappresentante Designato, pur non trovandosi in alcuna delle condizioni di conflitto di interessi previste nell'articolo 135-decies del TUF, non intende esprimere un voto difforme da*

5.2.3 La sollecitazione di deleghe

Prima del D.Lgs. n. 27/2010 la sollecitazione delle deleghe doveva essere rivolta alla generalità degli azionisti ed era effettuata da un soggetto promotore,¹³⁰ su incarico del committente, mediante diffusione del prospetto e del modulo di delega. Il committente doveva possedere azioni in misura almeno pari all'1% del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto nella stessa. La Consob poteva stabilire percentuali inferiori per società a elevata capitalizzazione e ad azionariato particolarmente diffuso. Alle associazioni di azionisti era invece consentita la raccolta di deleghe tra i propri associati mediante diffusione di un modulo, seppure al di fuori della complessa procedura di sollecitazione. Con l'intervento novativo del legislatore si assiste ad una modifica sostanziale della disciplina della sollecitazione in materia di deleghe di voto, con l'introduzione di significative semplificazioni. Ad oggi, si considera "sollecitazione" qualsiasi richiesta di conferimento di deleghe di voto rivolta a più di duecento azionisti su specifiche proposte di voto ovvero accompagnata da raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto. Prima dell'intervento che ne ha

quello indicato nelle istruzioni di voto ricevute. Nel presente modulo non è pertanto prevista la possibilità di autorizzare il Rappresentante Designato a votare in modo difforme dalle istruzioni ricevute."

¹³⁰ Art. 140 Tuf ante riforma: "La sollecitazione è riservata alle imprese di investimento, alle banche, alle società di gestione del risparmio, alle società di investimento a capitale variabile e alle società di capitali aventi per oggetto esclusivo l'attività di sollecitazione e la rappresentanza di soci in assemblea. Per tali ultime società, gli esponenti aziendali devono possedere i requisiti di onorabilità previsti per le Sim."

modificato la disciplina, non era presente alcun riferimento numerico, ma più in generale, si parlava di sollecitazione come *una richiesta di conferimento di deleghe di voto rivolta alla generalità dei soci*.

Nessun *quantum*, dunque, ma solo un *quommodo*.

Il legislatore italiano ha eliminato il requisito del possesso azionario e ha previsto che la sollecitazione venga effettuata direttamente dal promotore, mediante la diffusione di un prospetto e di un modulo di delega, senza bisogno di servirsi di un intermediario. Il voto relativo alle azioni per le quali è stata rilasciata la delega è esercitato direttamente dal promotore.

Oggi, la sollecitazione di deleghe può essere anche rivolta alla raccolta di deleghe di voto che non aderiscano alle proposte o alle raccomandazioni espresse dal promotore nel prospetto. Si ritiene, infatti, che la possibilità per l'azionista di aderire alla sollecitazione anche nel caso in cui non condivide tutte le proposte del promotore possa incentivare il ricorso a tale strumento. È pertanto rimessa al promotore la scelta di accettare la sola raccolta di deleghe aderenti alle proprie proposte di voto (c.d. *one way proxy*) oppure di raccogliere anche le deleghe non adesive (c.d. *dual proxy*).

Alla luce della nuova disciplina si assiste ad una vera e propria liberalizzazione della figura del promotore che conduce, come anticipato, alla possibilità che la sollecitazione delle deleghe possa essere promossa anche dalla società emittente. All'uopo, va chiarito come la normativa primaria non lo preveda espressamente ma una conferma perviene dal Regolamento Emittenti Consob. Con esso, il regolatore preclude alla società emittente, promotrice di una sollecitazione, di votare in modo

difforme rispetto alle istruzioni ricevute¹³¹ e impone alla società di accettare anche istruzioni di voto non conformi alle proprie proposte.¹³²

La procedura della sollecitazione non si presenta più, dunque, come strumento deputato a favorire gli interessi del committente al fine di raccogliere adesioni per una determinata scelta imprenditoriale, bensì come una possibile soluzione al difficile problema dell'assenteismo degli azionisti di minoranza dalla vita societaria. Si osservi, inoltre, come a fronte della liberalizzazione della procedura di sollecitazione si è assistito ad un sensibile alleggerimento degli oneri pubblicitari. L'obbligo di invio preventivo del prospetto alla Consob non è più richiesto ed il controllo dell'autorità di vigilanza, che prima si sostanziava in un controllo *ex ante* ed *ex post*, si colloca solo *ex post* su un prospetto già pubblicato. Tali agevolazioni, insieme al venir meno dell'obbligo di pubblicazione dell'avviso di avvio delle operazioni sulla stampa specializzata e sul sito internet che diviene una facoltà rimessa alla decisione del promotore,

¹³¹ Cfr. art. 138, comma 4, Regolamento Emittenti Consob, delibera n. 11971 del 14 maggio 1999: *“Nei casi previsti ai commi 2 e 3, il promotore, se diverso dalla società emittente, può esprimere, ove espressamente autorizzato dal delegante, un voto difforme da quello indicato nelle istruzioni nel caso si verificano circostanze di rilievo, ignote all'atto del rilascio della delega e che non possono essere comunicate al delegante, tali da far ragionevolmente ritenere che questi, se le avesse conosciute, avrebbe dato la sua approvazione, ovvero in caso di modifiche o integrazioni delle proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea.”*

¹³² Cfr. art. 138, comma 2, Regolamento Emittenti Consob, delibera n. 11971 del 14 maggio 1999: *“Il promotore decide se esercitare il voto anche in modo non conforme alle proprie proposte e fornisce indicazione di tale scelta nel prospetto. Ove la sollecitazione di deleghe sia promossa dalla società emittente, questa è tenuta ad esercitare il voto anche in modo non conforme alle proprie proposte.”*

rispondono all'*intentio* di rendere meno gravose e costose le procedure per il conferimento delle deleghe.

5.3 Considerazioni conclusive

La premessa ed i brevi cenni in materia di rappresentanza di voto, alla luce della recente riforma, risultano necessarie per operare un'analisi ragionata proprio circa l'utilizzo del *voting trust* da parte delle minoranze azionarie.

Come si è scritto, la recente disciplina in materia di rappresentanza e di sollecitazione di deleghe di voto è stata certamente indirizzata a consentire una maggiore partecipazione delle minoranze azionarie alla vita della società, al pari dell'implementazione dell'informativa preassembleare, anch'essa potenziata all'indomani dall'attuazione della Direttiva *Shareholder's Right*.

Pertanto, appare opportuno domandarsi quale valore aggiunto, nell'ambito del mercato italiano, il *voting trust* è in grado di fornire alle minoranze azionarie. Ebbene, la maggiore problematica che nel tempo si è riscontrata è stata proprio quella della poca partecipazione alla vita societaria della compagine azionaria di minoranza. Infatti, l'intervento normativo comunitario, nonché quello del legislatore nazionale, ha voluto contrastare la sempre più crescente apatia razionale dei piccoli azionisti, sempre più incapaci di incidere sulle scelte decisionali della *governance* societaria, principalmente a causa della loro assenza o, in altri casi, a causa della complessità di mezzi che consentono indirettamente l'esercizio dei diritti di intervento e di voto in assemblea.

Proprio in considerazione di questa esigenza, la citata Direttiva ha potenziato soprattutto i meccanismi di intervento e di voto in assemblea, introducendo alcune novità procedurali volte ad incentivare e a facilitare l'esercizio dei diritti di *voice* degli azionisti.

L'intervento legislativo di cui si è parlato ha cercato di combattere l'assenteismo dei soci di minoranza, i quali, in ragione degli elevati costi di partecipazione, erano portati a rinunciare coscientemente ad esercitare i propri diritti di socio, mantenendo la propria partecipazione azionaria come forma di investimento passivo, in vista soltanto della redditività della stessa. Ebbene, in occasione della predetta riforma comunitaria, il legislatore nazionale è altresì intervenuto riformando, oltre alla disciplina di cui si è avuto modo di scrivere in precedenza, anche l'art. 141 del Tuf dedicato alle Associazioni di azionisti.

Orbene, tale istituto è stato introdotto proprio con l'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza. La *ratio legis* è rinvenibile proprio nella riconosciuta incapacità da parte dei piccoli azionisti di azionare meccanismi di tutela e di incidere sulle scelte gestionali della società, in virtù della esigua partecipazione al capitale sociale.

In altri termini, l'Associazione degli azionisti è stata concepita proprio come uno strumento riservato tendenzialmente ai piccoli azionisti risparmiatori, uniti in organismi associativi deputati alla tutela dei loro comuni interessi, nonché all'aggregazione di voti che altrimenti sarebbero inevitabilmente destinati alla dispersione. La compagine di minoranza, in tale modo, attraverso l'intermediazione dell'associazione di appartenenza, potrebbe ridurre i principali ostacoli ad un informato attivismo assembleare riconducibili principalmente agli esosi costi di partecipazione e di informazione.¹³³

La recente riforma ha, tuttavia, come si anticipava, modificato anche le norme in materia di Associazione di azionisti. Sono state abrogate le disposizioni, sia primarie, sia secondarie che disciplinavano la raccolta di deleghe da parte delle associazioni di azionisti e il legislatore, ha

¹³³ P. Morandi, *Le associazioni di azionisti nelle società quotate*, Padova, 2003, pag. 69.

esplicitamente escluso che ad esse si applichi il regime procedurale e di trasparenza previsto per la sollecitazione.

Il nuovo art. 141 del Tuf, al primo comma così recita: “*Non costituisce sollecitazione ai sensi dell’art. 136, comma1, lett. b), la richiesta di conferimento di deleghe di voto ... rivolta ai propri associati dalle associazioni di azionisti*”.

In base al disposto del primo comma dell’art. 141 del Tuf, si evince che le associazioni di azionisti formulano richieste di conferimento di deleghe di voto ai propri associati, accompagnate da raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee ad influenzare il voto.¹³⁴

A differenza della sollecitazione, non vi è alcun riferimento alle “specifiche proposte di voto” dell’associazione, ma solo a “raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee ad influenzare il voto.”¹³⁵

Tuttavia, alla luce della deregolamentazione dell’istituto *de quo*, intervenuta, come si descriveva prima, sia a livello primario, sia a livello regolamentare, attraverso la quale si è abrogata la disposizione contenuta al comma 4 che imponeva alle associazioni di votare conformemente alle indicazioni ricevute, che secondo la disciplina secondaria dovevano essere necessariamente contenute nel modulo di delega, ci si chiede quale funzione possa oggi trovare un tale istituto nel nostro ordinamento, soprattutto alla luce del potenziamento della disciplina della sollecitazione di deleghe e della rappresentanza a favore dell’azionista di minoranza.

Orbene, ad oggi la disciplina prevede che, per la costituzione di una Associazione di azionisti, debbano sussistere i seguenti i requisiti formali :

¹³⁴ Sul punto si veda C. Pasquariello, *Commenti sub art. 141*, in *Le nuove leggi civili commentate*, n. 3/2011.

⁽¹³⁵⁾ Infatti A. AIELLO, *Commento sub art. sub art. 141*, in *Testo Unico della Finanza* a cura di Fratini e Gasparri, Tomo II, Torino, UTET, 2012

- costituzione con scrittura privata autenticata;
- divieto di esercizio di attività d'impresa, ma solo come attività principale, in quanto è consentito l'esercizio di attività imprenditoriali meramente strumentali al raggiungimento dello scopo associativo¹³⁶;
- composizione: almeno cinquanta persone fisiche, ciascuna delle quali sia proprietaria di un quantitativo di azioni non superiore allo 0,1% del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto.

Tali requisiti formali sono volti a rafforzare la legittimazione di questi enti a svolgere un'attività così delicata, evitando che essa venga svolta da organizzazioni improvvisate, occasionali e non adeguatamente motivate. Si tratta di elementi strutturali ed organizzativi volti sia a conferire serietà ai propositi dell'associazione, sia a scongiurare il pericolo di una strumentalizzazione della stessa, e in ultima analisi dei diritti di *voce* degli associati, ad un abuso o ad uso distorto dell'istituto, come l'impiego a fini meramente ostruzionistici o speculativi da parte di disturbatori professionali.¹³⁷ Tuttavia, tanto premesso, non ci si può esimere dal

¹³⁶ Il divieto in questione riguarda l'esercizio dell'attività esclusiva o principale, che non può mai consistere in un'attività d'impresa.. Viceversa possono essere svolte in forma d'impresa tutte quelle attività dal carattere meramente accessorio, strumentale rispetto allo scopo associativo, che svolgano perciò una funzione servente all'attività esclusiva o prevalente. Si può citare, per esempio, il procacciamento dei fondi indispensabile per il finanziamento dell'ente, la vendita, a carattere imprenditoriale, di opuscoli o riviste relativi alle iniziative e alle attività dell'associazione, il compimento di sondaggi, l'allestimento di servizi di assistenza fiscale e giuridica, sul punto si veda P. Morandi, *Le associazioni di azionisti nelle società quotate, delle Monografie Contratto e Impresa*, serie diretta da F. Galgano, Padova, CEDAM, 2003., pagg.103-104.

¹³⁷ Sul punto si veda P. Morandi, P. Morandi, *Le associazioni di azionisti nelle società quotate, delle Monografie Contratto e Impresa*, serie diretta da F. Galgano, Padova, CEDAM, 2003., pag 89.

condurre un'analisi empirica dell'istituto e riscontrare come, salvo qualche eccezione, seppure l'*intentio legis* che ha portato all'introduzione di un tale istituto era certamente pregevole e avrebbe potuto apportare interessanti applicazioni e tutele all'azionista di minoranza, tali Associazioni non hanno conosciuto un grande sviluppo ed un grande successo presso i piccoli investitori. Le ragioni di un tale parziale insuccesso possono essere diverse, senza dubbio in alcuni casi le difficoltà procedurali, nonché la scarsa regolamentazione si sono tradotti in un impoverimento dell'istituto che nella carta avrebbe potuto costituire un valido strumento per gli azionisti di minoranza, in grado soprattutto di ridurre l'asimmetria informativa che, di norma, il piccolo risparmiatore sopporta; in altri casi, una incapacità da parte delle stesse Associazioni, fatta qualche rara eccezione, di farsi portatrici degli interessi generalizzati della massa di piccoli azionisti, hanno svolto un ruolo determinante nel fallimento dell'istituto. Dunque, si tratta di problematiche che attengono prettamente all'*enforcement* della norma, che non è stata in grado di esprimere la propria portata innovativa e di tradursi in un valido strumento alternativo di tutela e di informazione per i piccoli azionisti. Proprio in tale scenario potrebbe stagliarsi la figura del *trust*, capace, attraverso la segregazione patrimoniale, nonché il trasferimento delle azioni in capo al *trustee*, quale soggetto qualificato e competente in materia societaria, di prendersi cura, sulla base di un *agreement*, delle scelte e istanze dei piccoli azionisti ed esprimere in maniera consapevole ed informata, nel rispetto dei comuni interessi, il voto in assemblea. Rispetto agli altri strumenti poc'anzi citati, ivi compresa la rappresentanza, il rappresentante designato e la sollecitazione, il *trust* consentirebbe all'azionista di minoranza di avvalersi di una struttura solida, di un soggetto in grado di esprimere il voto in maniera informata e consapevole, in grado di sopperire a quella carenza informativa e a quell'assenteismo che, da sempre, hanno definito la

geografia del piccolo azionista. A parere di chi scrive, infatti, l'istituto delle Associazioni di azionisti avrebbe potuto rivelarsi un valido strumento, in grado di consentire alla compagine azionaria di minoranza di intervenire validamente in assemblea, senza "disturbare" lo svolgimento dei lavori della stessa, facendosi portatrice di valide istanze. Tuttavia, la scarna disciplina e la poca fiducia nella struttura che negli anni hanno caratterizzato l'istituto, potrebbero essere validamente soppiantate da un istituto, quale il *trust*, in grado di fornire all'azionista di minoranza, per tutte le ragioni che si è avuto modo di analizzare nel presente lavoro di tesi, un *quid pluris* in termini di tutela, protezione, nonché valida e consapevole partecipazione in assemblea.

Bibliografia

AIELLO, A., *Commento sub art. sub art. 141*, in *Testo Unico della Finanza* a cura di Fratini e Gasparri, Tomo II, Torino, UTET, 2012

ANDREOLI, E., *Recesso dai patti parasociali in caso di lancio di un'Opa su società quotata e utilizzo del Trust*, in E. Andreoli, *Il governo delle società dopo il d.lgs. 24.2.98, n. 58*

ANGELICI, C., *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Rescigno, XII, 1985

ASCARELLI, T., *Disciplina delle società per azioni e legge antimonopolistica, cit.;* ID., *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Rivista delle società*, 1956

COTTINO, G., *Le società*, *Diritto commerciale*, 1999

BALLANTINE, H.W., *Voting trusts, their abuses and regulation*, 21 *Texas Law Review* (1942-1943)

BACKER, L.C., *Voting Trusts*

BARTOS, W.C.P., *The Voting Trust*

BERGER, G.D., *The Voting Trust: California Erects Barrier to a Rational Law of Corporate Control*

BIANCA, C. M., *Trustee e figure affini nel diritto italiano*, in *Riv. Notariato*, 2009

BROOKSHIRE, J.R., *Corporations – Voting Trusts – Non-Compliance with Statute as a Basis for Judicial Termination*, 44 *Michigan Law Review* (1945-1946)

BURKE, C., *Voting Trusts Currently Observed*, 24 *Minnesota Law Review* (1940)

CAMPOBASSO, G. F., *Diritto commerciale 2, Diritto delle società*, 1999

COMMENT, *Corporations: Voting Trusts and Irrevocable Proxies*, 36 *California Law Review* (1947- 1948)

CUSHING, H. A., *Voting Trusts. A Chapter in Recent Corporate History*, New York (Macmillan Co.), 1915

CUSHING, H. A., *Voting Trusts. A Chapter in Modern Corporate History*, New York (Macmillan Co.), 1927

DAVIGO, D., *Patrimoni destinati e trust, in Trust, Applicazioni nel diritto commerciale e azioni a tutela dei diritti in trust*, volume II, Seconda Edizione, a cura di M. Monegat, G. Lepore e I. Valas

ENRIQUES, L., *Delle società costituite all'estero*

EIFLER, R.K., *Corporations – Voting Trusts – Non Compliance with Statute as Basis for Judicial Termination*, 45 *Michigan Law Review* (1946-194)

FAILLACE, S., *Responsabilità da contatto sociale*, Cedam, 2004

FERRI, G., *Poteri e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Rivista delle società*, 1956

FLETCHER W. M., *Fletcher Cyclopedia of the law of Private Corporation*, 1996 revised volume by J. D. B. Buday and J. D. J. Solheim, vol. 5°, Deerfield, IL – New York – Rochester, NY (Clark, Boardman, Callaghan), 1996

GALLARATI, A., *Il (Massachusetts) business trust: il trust che conduce un'azienda*, in *Applicazioni nel diritto commerciale e azioni a tutela dei diritti in trust*, volume II, Seconda Edizione, a cura di M. Monegat, G. Lepore e I. Valas

GIANNELLI, G., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*

JAEGER, P. G., *Il voto divergente*, in *Trattato Colombo – Portale*, 3, 1, 1994

JOHNSON, H.F., *Not with My Shares You Don't! Close Corporation Control Devices Under Texas Law: Problems and Drafting*

JORIO, A., *Introduzione a Il nuovo diritto fallimentare*, Bologna, 2006

HAMILTON, R.W., *Cases and Materials on Corporations Including Partnerships and limited Liability Companies*, 7° ed., St. Paul, Minn. (West Group), 2001

HARRIMAN, E.A., *Voting Trusts and Holding Companies*, 13 *Yale Law Journal* (1904)

HECK, M.W., *Voting Trusts*, 3 *Marquette Law Review* (1918-1919)

HOCHSTETLER, W.S., SVEJDA, M.D., *Statutory needs of close corporations – an empirical study: special close corporation legislation or flexible general corporation law?*,

HORNE, L.M., *Voting Trust Agreements in Indiana*, 19 *Indiana Law Journal* (1943-1944)

LANG, S., *Voting Trust and Article Thirty-Two of The Proposed Texas Business Corporation Act*, 30 *Texas Law Review* (1951-1952)

LEAVITT, J. A., *The Voting Trust. A Device for Corporate Control*, New York: Morningside Height (Columbia University Press), 1941

LENER, R., *Intervento in assemblea e voto del trustee*, in *Trusts e attività fiduciarie*, pagg. 510-517, 2002

LICCARDO, P. E FEDERICO, P., *Sub art. 106 in Il nuovo diritto fallimentare. Commentario diretto da Jorio e coordinato da Massimo Fabiani*, Bologna, 2007

LUPOI, M., *Trusts*, Giuffrè, 2001

LUPOI, M., *Istituzioni del diritto dei trust e degli affidamenti fiduciari*, Padova, 2008

LUPOI, F. R., *Conversazioni sul trust: (parte prima) il trust per agevolare un concordato preventivo*, in *Diritto Bancario*, Ottobre 2012

MARCHETTI, P., *Diritto societario e disciplina della concorrenza*, in *Storia del capitalismo italiano*

MENGONI, L., *La divisione del pacchetto di maggioranza fra gli eredi dell'azionista*, in *Riv. Società*, 1959

MIGNONE, G., *Il nuovo diritto societario*, Artt. 2409bis - 2483 c.c., Commentario diretto da G. Cottino, G. Bonfantone O . Cagnasso , P. Montalenti, Zanichelli, 2004

MONACO, R., *L'efficacia delle leggi nello spazio*, in *Trattato di diritto civile italiano*, diretto da F. Vassalli, vol. I, t.4, Utet, 1964

MONTEFAMIGLIO, M., *Trust e mandato fiduciario*, in *Trust Applicazioni nel diritto commerciale e azioni a tutela dei diritti in trust*, a cura di M. Monegat, G. Lepore., I. Valas, Giappichelli Vol II, 2010

MORANDI, P., *Le associazioni di azionisti nelle società quotate, delle Monografie Contratto e Impresa*, serie diretta da F. Galgano, Padova, CEDAM, 2003

NOTE, *Corporations – Stockholders: Rights Incident to Membership – Legality of Voting Trust*, 24 *Harvard Law Review* (1910-1911)

NOTE, *The Voting Trust: Drafting Suggestions*, 42 *New York University Law Review* (1967)

NOTE, *Employee Stock Plans and Corporate Control – Doing well by Doing Good*, 45 *University of Colorado Law Review* (1973-1974),

OBERTO, G., *Atti di destinazione (Art. 2645-ter c.c.) e trust: analogie e differenze*, in *Contratto e impresa Europa*, 2007

OLIN, B., *Validity of provision of voting trust against transfer of beneficiary's interest*, 11 *American Law Reports ALR2d*

OPPO G., *Contratti parasociali*, Vallardi, 1942. *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 1, Utet, 2006

PASQUARIELLO, C., *Le nuove leggi civili commentate*, Cedam, 2011

ROGERS, W. P., *Pooling Agreements Among Stockholders*, 19 *Yale Law Journal* (1908-1910)

RUBINO DE RITIS, M., *La costituzione dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in P. Abbadessa-Portale, *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Frnaco Campobasso*, Utet, 2007

SAWYER JR., *Corporation – Voting Trusts – Power of Voting Trustee To Elect Directors and Officers for Period Extending Beyond Termination of Trust*, 41 *Michigan Law Review* (1942-1943)

SEMINO, G., *L'utilizzo dei trust al fine di stabilizzare gli assetti proprietari e il governo delle società*, in *Trust, Applicazioni nel diritto commerciale e azioni a tutela dei diritti in trust*, a cura di M. Monegat, G. Lepore e I. Valas, Giappichelli, Torino.

SMITH, M., *Limitations on the validity of voting trusts*, 22 *Columbia Law Review* (1922)

SOLOMON, L. D., SCHWARTS, D.E, BAUMAN, J. D., WEISS, E. J., *Corporations Law and Policy. Materials and Problems*, 3° ed., St. Paul, Minn. (West Publishing Co.), 1994

TRECCANI, *Vincoli di destinazione del patrimonio*

VAN DOMELLEN, P., *Corporations – Shareholders – Effect on Voting Trust Agreement of Inability to Transfer Shares to the Voting Trustees*, 50 *Michigan Law Review* (1951-1952)

VISENTINI, B., *Evoluzione e problemi della società per azioni e lineamenti generali della riforma*, in *Rivista delle società*, 1967

VISENTINI, G., *Principi di diritto commerciale*, 2006, Cedam.

WATKINS, T.W., *Development of voting trust legislation*, L.J. SCHWARTZ, *Voting Trusts and Irrevocable Proxies*, 41 *Temple Law Quarterly* (1967- 1968),

WORMSER, M., *The legality of voting trusts and pooling agreements*, 18 *Columbia Law Review* (1918)

WRIGHTINGTON, S.R., *The Law of Unincorporated Associations and Similar Relations*, Little, Brown and Company, 1916