

2001

MARCO LAMANDINI

IL DIRITTO DI VOTO,
I FINANZIATORI DELL'IMPRESA
E LA RIFORMA DELLE SOCIETÀ NON QUOTATE
(TRE « TESI » A FAVORE DEL « *free bargaining* ») (*).

1. Nel quadro del disegno di riforma un punto cruciale mi pare l'intersezione tra la disciplina della struttura finanziaria della società e quella della « *governance* ». L'attuale modello normativo appare inadeguato tanto sotto il primo quanto sotto il secondo profilo. L'analisi puntuale delle ragioni di questa inadeguatezza, dell'intersezione dei due piani e dei corollari regolamentari che sembrano derivare da un'analisi congiunta dei due profili — che sto altrove tentando ⁽¹⁾ — non può essere che accennata. In questa sede mi sembrerebbe soprattutto utile discutere alcune delle indicazioni che, da una simile analisi, possono desumersi in tema di « *governance* » e, più precisamente, in tema di allocazione del diritto di voto (strumento pur sempre « primigenio » — in positivo o in negativo — del potere).

2. Dico subito che, in questo mio breve intervento, muovo da taluni presupposti concettuali che andrò ora ad enunciare astenendomi però, per evidenti ragioni di tempo, dal darne ampia dimostrazione. Si tratta peraltro di enunciati che fissano — sia pure

(*) Relazione al Convegno di Studi « *La corporate governance nelle società non quotate* », organizzato dall'Università degli Studi dell'Insubria, Como, Villa Olmo, 12 e 13 novembre 1999. La presente relazione è destinata agli atti del detto Convegno.

imperfettamente — principi che mi paiono, in Italia o all'estero, sufficientemente condivisi.

a) Un primo enunciato è che non è esatta, almeno in termini di analisi economica del diritto, l'idea — che sembra invece godere di grande, seppur implicito, credito nell'immaginario collettivo e ha immediata ricaduta normativa sul piano dell'attribuzione del potere di gestione (e dunque della « *governance* ») — secondo la quale chi corre il rischio del proprio investimento è solo il « socio ». È esatto che in ogni società debbono esservi finanziatori le cui pretese nei confronti dell'ente sono postergate a quella di ogni altro finanziatore, sui quali cade dunque il rischio « residuale » di fallimento dell'iniziativa e che di converso fanno propri i risultati positivi « residuali » (soci « *residual claimants* ») ma non è invece esatto riconoscere — in nome di ciò che è solo « socialmente e normativamente tipico » — l'esistenza (almeno possibile) di altre classi di finanziatori che, pur non essendo « soci », corrono ciò non di meno il rischio dell'investimento in forma non diversa dai soci (o almeno di alcuni di essi: quelli postergati nelle perdite). Ne sono inequivoci esempi, oltre che i portatori di titoli di debito aventi caratteristiche « ibride » e « partecipative », irredimibili o non, gli investitori che acquistano i « titoli » oggetto di operazioni di cartolarizzazione (ai sensi ad. es. della legge 30 aprile 1999, n. 130) e di « *project finance* ». Questo dato di fatto sembra noto da tempo agli economisti: già Fama, in un (ormai) lontano lavoro ⁽²⁾, — affrontando il tradizionale problema della dissociazione tra proprietà e controllo nella prospettiva del « *nexus of contracts* » — richiamava infatti all'esigenza di liberarsi del dogma del socio proprietario, rimuovendo una visione « totemica » e totalizzante delle relazioni societarie incentrata sul (solo) socio.

« We first set aside the typical presumption that a corporation has owners in any meaningful sense (...). We also commonly observe that the joint functions of the risk bearing and ownership of capital are repackaged and sold in different proportions to different groups of investors. For example, when front money is raised by issuing both bonds and common

⁽¹⁾ Sia consentito rinviare al mio *Il finanziamento « partecipativo » e la riforma della struttura finanziaria delle società di capitali*, ed. provv., Bologna, 1999, *passim*.

stock, the bonds involve a combination of risk bearing and ownership of capital with a low amount of risk bearing relative to the combination of risk bearing and ownership of capital inherent in the common stock. Unless the bonds are risk free, the risk bearing function is in part borne by the bondholders and ownership of capital is shared by bondholders and stockholders⁽³⁾. However, ownership of capital should not be confused with ownership of the firm. Each factor in a firm is owned by somebody. The firm is just the set of contracts covering the way inputs are joined to create outputs and the way receipts from outputs are shared among inputs. In this "nexus of contracts" perspective, ownership of the firm is an irrelevant concept. Dispelling the tenacious notion that a firm is owned by its security holders is important, because it is a first step toward understanding that control over a firm's decision is not necessarily the province of security holders ».

b) Il secondo enunciato è che la modulazione delle relazioni di « finanziamento » è quanto mai ampia: è a tutti chiaro che gli estremi del « puro » finanziamento di debito e del « puro » conferimento di capitale hanno caratteristiche tali da chiamare in gioco meccanismi di regolazione della relazione con la società del tutto diversi. È tuttavia a tutti altrettanto chiaro che tra gli estremi si collocano, su di una medesima retta (immaginaria), numerose variazioni intermedie, le quali in prima approssimazione paiono riconducibili ad almeno tre grandi categorie. Una prima categoria è ovviamente rappresentata da strumenti (come ad es. le nostre azioni di risparmio o le « *preferred shares* » statunitensi) che costituiscono articolazione della nozione di « partecipazione » fino ai limiti estremi della fattispecie. Una seconda categoria è rappresentata invece da strumenti (come ad es. le obbligazioni « partecipanti », le « *perpetual notes* », i « *Genussscheine* » tedeschi e gli strumenti finanziari emessi nel quadro di operazioni di « *securitisation* » effettuate secondo il modello anglosassone) che costituiscono forme di finanziamento, in genere subordinato, della società riconducibili ad un prestito con clausola parziaria o ad una relazione di associazione in partecipazione, i quali comunque generano una relazione « organica » tra i titolari degli strumenti e la società, seppure non regolata con norme strettamente interne alla « corporazione », bensì con regole, contrattuali o legali a seconda del caso, che sono propriamen-

(3) E. FAMA, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in 88 *J. Pol.*, 288 (1980).

te esterne alla « corporazione » stessa. Una terza categoria, infine, ricomprende quelle forme di finanziamento della società che provengono dai soci stessi le quali, in ragione della qualità soggettiva del prestatore, ricevono spesso un trattamento ambiguo. *Di queste graduazioni il legislatore — fino alla riforma — non aveva ritenuto di dover tener conto sul piano dello « statuto » societario e, per quanto qui interessa, di una corrispondente modulazione degli strumenti di « governance ».*

c) Il terzo enunciato è che il legislatore della riforma appare consapevole dell'esigenza di riformare la regolazione della struttura finanziaria delle società di capitali e sembra in effetti disponibile a concedere maggiori spazi al « *free bargaining* » (v. ad es., sul piano generale, art. 2, comma 1, lett. *d*) ed *e*); per le s.r.l., art. 3, comma 2, lett. *c*), *e*) e *g*); per le s.p.a., art. 4, comma 2, lett. *a*)). Non è tuttavia chiaro, almeno al momento, che ricadute avrà questo nuovo modello sul voto, dato che la legge delega nulla dice: i) sulla possibilità di graduare liberamente, con clausola statutaria, i diritti amministrativi spettanti ai soci (un accenno, solo per le s.r.l., potrebbe forse leggersi — ma non mi sembra sicuro — nell'ultima parte dell'art. 4, comma 2, lett. *c*); ii) sul contenuto dei diritti amministrativi che essa — con significativa innovazione — riconosce a talune categorie di finanziatori non soci (si fa ovviamente riferimento agli « strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi » di cui all'art. 4, comma 6, lett. *c*); iii) sul tipo di rapporto qualitativo e quantitativo che debba esistere tra diverse categorie di finanziatori, anche al fine di preservare la regola di correlazione potere-rischio.

3. Sulla base dei presupposti concettuali ora indicati, vorrei dunque concentrare le mie osservazioni su tre diversi, ma collegati profili, i quali esprimono altrettante « tesi » sulle quali mi auguro vorrà aprirsi il dibattito. Le tre « tesi », che hanno comune matrice nel principio di « *free bargaining* », sono rispettivamente quella: *a*) a favore di una più duttile modulazione del diritto di voto spettante al socio; *b*) a favore di un parziale superamento, per taluni creditori (in specie quelli di lunga durata e subordinati), del divieto di at-

tribuzione di diritti « amministrativi » interni alla « corporazione » (in specie diritto di voto o comunque di nomina di uno o più amministratori); c) a favore di una rimessione ai meccanismi di mercato della definizione dei rapporti interni tra le diverse categorie di soci e tra i soci e i finanziatori (anche partecipativi). Delle tre « tesi » l'ultima è quella sulla quale non nascondo di mantenere maggiori incertezze, in considerazione del fatto che il trapasso da una cultura paternalistica di protezione dei risparmiatori ad una cultura genuinamente di mercato può esporre gli investitori, educati nel precedente clima culturale ad una solo limitata considerazione del valore economico del controllo, ad affidamenti ingiustificati.

4. Sulle ragioni che militano a favore di una duttile regolazione del diritto di voto spettante al socio non credo occorra spendere molte parole. L'indagine comparata (solo a considerare la disciplina delle « *preference* » e « *preferred shares* » anglosassoni, delle « *actions à dividend prioritaire* » francesi o belghe, delle « *Aktien besonderer Gattung* » tedesche) illustra in modo in verità impietoso come, sotto questo profilo, il nostro ordinamento — legato com'è (o era) ad una visione per così dire ontologica del voto (che « c'è o non c'è ») — sia ormai ripiegato su posizioni di retrovia indifendibili in un contesto di competizione tra ordinamenti. Nella prospettiva della riforma, d'altronde, risulterebbe scarsamente comprensibile, in termini di coerenza interna, un sistema che riconoscesse — come si appresta a fare sulla falsariga del modello anglosassone dello « *alphabetical stock* » — la graduazione qualitativa del voto « per patrimoni separati » (art. 4, comma 4, lett. b): qui il diritto è funzionale ad assumere non tanto scelte di gestione inerenti all'intera impresa quanto piuttosto concernenti il singolo patrimonio), e non riconoscesse nel contempo, secondo quanto è da tempo documentato in tutti gli ordinamenti più evoluti nell'interesse degli investitori, ogni altra possibilità di graduazione, ivi compresa quella condizionale del voto (tali per cui il diritto diviene attuale solo al verificarsi di determinati eventi). D'altra parte, confesso di aver sempre ritenuto le norme inderogabili in materia di voto dettate dal nostro codice un esempio, quantomai insincero, di « semplificazio-

ne » normativa. È ben noto infatti che le laconiche disposizioni contenute agli artt. 131 e 143 ss. ⁽⁴⁾ del c.co. 1865 potevano giustificare (anche) l'applicazione del principio secondo cui ciascun socio, a prescindere dal numero di azioni, poteva esprimere un solo voto: in questo modo la regolazione del rapporto che gli economisti chiamano di « agenzia » e che si genera dal contratto sociale veniva ispirata non al principio di correlazione potere-rischio ma piuttosto alla considerazione, risalente al Troplong ⁽⁵⁾, secondo cui, con riguardo alla « *délibération, où l'on cherche le bon conseil, la connaissance des affaires, le dévouement, la prospérité de l'association, toutes ces qualités sont indépendantes de la part d'intérêts* ». Altrettanto noto è che allorché il c.co. 1882 adottò il principio del c.d. voto scalare ⁽⁶⁾ al fine di impedire che la società avesse a « dipendere esclusivamente dall'arbitrio di qualche azionista, il quale avesse concentrato nelle sue mani un considerevole numero di azioni » ⁽⁷⁾, il carattere dispositivo della norma finiva comunque

⁽⁵⁾ Ciò con la precisazione che « the risk bearers (*i soci*), as residual claimants, seem to suffer the most direct consequences from the failings of the team. However, the risk bearers, in the modern corporation also have markets for their services — capital markets — which allow them to shift among teams with relatively low transaction costs and to hedge against the failings of any given team by diversifying their holding across teams »: E. FAMA, *ibidem*.

⁽⁴⁾ « Lo statuto sociale determina... il numero degli azionisti necessario alla validità delle deliberazioni e il modo con cui i medesimi eserciteranno il diritto al suffragio ». Sulla norma v. L. BORSARI, *Il codice di commercio del Regno d'Italia annotato*, Torino, 1869, p. 455 (« di solito è necessario possedere un numero ragguardevole di azioni per avere voce nelle assemblee alle quali è ammesso il diritto di molti suffragi. Così i suffragi sono dati alle azioni, piuttosto che agli individui, ed è una forma perfettamente logica dell'istituzione. Nondimeno lo statuto potrebbe non aver disposto ed essere stato approvato ». (In questo caso) « è nell'ordine naturale che tutti gli interessati abbiano il diritto di suffragio individualmente considerati »).

⁽⁵⁾ La citazione si legge per esteso in nota ad App. Genova 22 marzo 1852, in *Giur. d'Italia*, 1852, IV, c. 323, ove anche altri riff. conformi.

⁽⁶⁾ Art. 157 c.co.: « ogni socio ha un voto ed ogni azionista ha un voto sino a cinque azioni da lui possedute. L'azionista che possiede più di cinque e sino a cento azioni ha un voto ogni cinque azioni, e per quelle che possiede oltre il numero di cento ha un voto ogni venticinque azioni. Le deliberazioni si prendono a maggioranza assoluta. Nell'atto costitutivo o nello statuto può essere derogato a queste disposizioni ».

con il rimettere, qui come in gran parte degli ordinamenti vicini, la scelta ultima circa la regolazione del voto — con il solo limite della sua insopprimibilità ⁽⁸⁾ — alla volontà dei costituenti che dunque, per dirla con espressione « moderna », rimanevano liberi di graduare secondo le necessità di ogni singolo caso, secondo un modello di « *free bargaining* », il meccanismo (principale, se pur non esclusivo) di controllo del rapporto di « agenzia » innescato dal contratto sociale. Detta graduazione, come si sa, veniva in genere attuata, senza correlarsi all'esistenza di un privilegio economico ⁽⁹⁾, o affermando il principio ponderale di attribuzione di un voto per ogni azione — pratica questa a tal punto diffusa che il legislatore del 1942, sulla scorta del progetto ministeriale, ritenne di dovervisi adeguare ⁽¹⁰⁾ — o prevedendo azioni a voto plurimo. Solo con il codice del 1942, dunque, il principio « un'azione un voto » assurse a regola legale. Senonché la formula utilizzata dall'art. 2351 (« ogni azione attribuisce il diritto di voto ») venne subito intesa — già all'indomani dell'emanazione del codice ⁽¹¹⁾ — come una regola inderogabile, beninteso al di fuori del caso, tipizzato dal legislatore stesso, dell'azione a voto limitato. Sicché i tentativi talora fatti ⁽¹²⁾, e con non poca forza persuasiva, di configurare in termini di regola dispositiva la previsione dell'art. 2351, comma 1 — anche al limi-

⁽⁸⁾ A. MARGHERI, *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *C.co. comm.*, a cura di Bolaffio e Vivante, Torino, 1929, p. 416.

⁽⁹⁾ Cass. 5 novembre 1923, in *Temi gen.*, 1924, 3; v. anche A. MARGHERI, *Delle società e delle associazioni commerciali*, cit., p. 444.

⁽⁹⁾ Siffatta correlazione acquistò rilievo nell'ordinamento solo a partire dal progetto d'Amelio, che attribuiva a detta categoria di azioni privilegiate a voto limitato il compito di « raccogliere il piccolo risparmio di coloro che partecipano alla società con mentalità di obbligazionisti, e null'altro desiderano che gli utili della società »: Commissione Reale per la Riforma dei Codici, Sottocommissione B, Codice di Commercio, I, *Progetto*, Roma, 1925, p. 21 e Id., *Relazione sul Progetto*, Roma, 1925.

⁽¹⁰⁾ Ne riferisce G. BRUNELLI, *Il libro del lavoro*, in *Commento del nuovo codice civile italiano*, Milano, 1943, p. 447.

⁽¹¹⁾ V. ad es. G. BRUNELLI, *Il libro del lavoro*, cit., p. 447: « il nuovo codice, aderendo all'uso ormai invalso di applicare il principio capitalistico e al progetto ministeriale, dal quale poi si discostava il p.i.l., si astiene dal formulare un principio contrario e sancisce obbligatoriamente solo il diritto di voto per ogni singola azione ».

tato fine di mantenere disponibile all'autonomia statutaria il voto scalare, seppure con un'inversione rispetto alla situazione vigente sotto il c.co. 1882 — rimasero isolati, *del tutto* « travolti » da una prassi contraria che, dopo aver sovvertito la regola previgente, finiva con il legittimare solo se stessa. In questo modo, quasi inconsapevolmente⁽¹³⁾, si è enormemente irrigidito il meccanismo principale di regolazione del rapporto di « agenzia » generato dal contratto sociale.

5. E veniamo ora alla seconda « tesi ». L'auspicio che l'ordinamento possa ormai muoversi nel senso di riconoscere all'autonomia statutaria la più ampia modulazione del diritto di voto e la considerazione economica del « tramonto » dell'azionista proprietario (e della sua riduzione ad un semplice fornitore di « *one form of capital* ») può indurre forse a rivedere anche la tradizionale « estraneità » degli altri fornitori dei mezzi di finanziamento rispetto all'organizzazione sociale. La questione non è certamente nuova nei suoi termini generali, almeno in prospettiva comparata e tocca al cuore il problema degli strumenti di monitoraggio disponibili al creditore. A ben vedere, essa si ricollega anche al dibattito, mai sopito, circa l'interesse sociale e le forme di composizione entro la « corporazione » degli interessi dei diversi « *stakeholders* ». Ma non mi pare che essa possa essere facilmente liquidata invocando dogmatismi di ordine contrattualistico, atteso che anche ordinamenti tradizionalmente contrattualisti, quali quelli anglosassoni, hanno mostrato di recente particolare attenzione verso un possibile ridisegno della tradizionale concezione di « *profit maximization* » in nome di un maggior contemperamento degli interessi antagonisti. Lo *Steering Committee* ha così precisato:

« The principal arguments which are advanced for change are that the present scheme of the law fails adequately to recognise that businesses normally best generate wealth where participants operate harmoniously as

⁽¹³⁾ Cfr. ad es. A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 933; M. CASELLA, *Legittimità del voto scalare nelle società per azioni*, *ivi*, 1973, p. 417 ss.

teams and that manager should recognise the wider interests of the community in their activities » ⁽¹⁴⁾.

Mi sembra d'altronde innegabile che la spiegazione che tradizionalmente si dà, in termini di analisi economica del diritto, della legittimazione al voto dell'azionista — quella cioè per cui, essendo gli azionisti i « *residual claimants* » essi sono gli unici ad avere un potente incentivo ad un adeguato monitoraggio del *management* ⁽¹⁵⁾ — in realtà si presta a legittimare anche, seppur limitati, poteri « interni alla corporazione » di talune classi di creditori che corrano, nella sostanza, il rischio d'impresa.

La « tesi » è dunque che possa ormai aver senso consentire all'autonomia statutaria di attribuire ad almeno alcuni creditori « qualificati » (per qualità e durata del finanziamento) diritti di voto o altri diritti amministrativi « interni alla corporazione » diretti a consentire ciò che al momento potremmo genericamente dire « una qualche incidenza » sulla « *governance* » societaria ⁽¹⁶⁾. Correlativamente, deve forse prendersi atto del fatto che la spettanza o meno dei diritti amministrativi interni non è più idonea a segnare una (così netta) linea di demarcazione tra la fattispecie « azione » e quella « obbligazione » (o comunque di finanziamento diverso dal conferimento).

In questa prospettiva da un lato è bene tenere a mente — se non già quanto prevede l'art. 656 *e*) del cod. obbl. svizzero — la previsione che si legge alla *sec.* 221 della legge di New York sulle società (ma uguale previsione si riscontra in Delaware):

« Every corporation may in its certificate of incorporation confer upon the holders of any bonds, debentures, or other obligations issued or to be issued by the corporation the power to vote in respect to the corpo-

⁽¹⁵⁾ Come riferisce G. BRUNELLI, *Il libro del lavoro*, cit., p. 444, « limiti sono stati per tal modo sanciti nella creazione d'azioni, per non disorientare il risparmiatore con la moltiplicazione dei tipi di azioni. Osserva la Relazione che potevano mantenersi da noi solo quei tipi di azioni che rispondessero ad esigenze concrete e non a situazioni economiche oramai superate ».

⁽¹⁴⁾ *Consultation Paper*, cit., p. 36. Alle p. 38 ss. l'illustrazione di una visione pluralista dell'interesse sociale, sulla quale lo *Steering Group* richiede commenti.

⁽¹⁵⁾ Per tutti v. F. EASTERBROCK, D. FISHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge Mass., 1991, p. 63 ss.

rate affairs and management of the corporation to the extent and in the manner provided in the certificate of incorporation, and may confer upon such holders of bonds, debentures or other obligations the same right of inspection of its books, accounts and other records, and also any other rights which the stockholders of the corporation have, or may have by reason of the provision of this chapter or of its certificate of incorporation ».

Dall'altro lato non si deve dimenticare l'esperienza, assai significativa, dei « *loan covenants* »⁽¹⁷⁾, la pratica delle emissioni congiunte ed inscindibili di azioni e obbligazioni⁽¹⁸⁾ — che sembra costituire un tentativo, contrattuale, di superamento della tipizzazione legale — nonché la circolazione contrattuale dei poteri di gestione, ad es. nel contesto dei « *salvataggi* » bancari. Certo, queste, allo stato, rappresentano regolazioni contrattuali esterne alla società, mentre il diritto di voto e gli altri diritti amministrativi conseguenti

(16) V. per altro, per un accenno alla questione, diversa ma collegata, della possibilità di accordare agli azionisti di risparmio un rappresentante in consiglio di amministratore, G. PORTALE, *Tra « deregulation » e crisi del diritto*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, p. 376 (e ivi altri riff.). Sotto il profilo invece dell'attribuzione, in via convenzionale, di diritti « amministrativi » minori al rappresentante degli obbligazionisti, v. Trib. Udine 31 ottobre 1992, in *Società*, 1993, p. 795 (diritto d'impugnativa) nonché, per il rappresentante degli obbligazionisti convertibili, M. SANDULLI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in *La recente riforma delle s.p.a.*, a cura di Minervini, Roma, 1976, p. 111. Si tratta tuttavia di aperture rimaste isolate: v. da ultimo, per la discussione della questione (e altri riff.) D. GALLETTI, « *Elasticità* » della *fattispecie obbligazione*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1997, I, p. 278 ss.

(17) Questi impegni, assunti dalla società nei confronti dei creditori, attribuiscono infatti già oggi significativi poteri di ingerenza e monitoraggio al finanziatore: basti pensare agli impegni contrattuali che impongono alla società debitrice: (i) il rispetto di « *financial ratios, such as a debt-equity ratio, a net worth minimum, a current ratio, a working capital minimum, a ratio of interest payable to net profit, and a restriction on dividends and other distributions* »; (ii) restrizioni nel fare ricorso ad ulteriori finanziamenti, nel prestare garanzie, nel modificare in ogni modo la consistenza del patrimonio sociale, anche mediante acquisizioni e fusioni; (iii) di comunicare al finanziatore tutti quei dati e quelle informazioni che consentano un costante monitoraggio delle condizioni di salute della società. È vero che essi sono più frequenti e stringenti quando la controparte sia costituita da una o più banche, ma l'esperienza indica che essi non mancano neppure nel quadro dell'emissione di « *bond* », assistiti da un « *deed of trust* ». E la pratica dimostra inoltre che, laddove il finanziamento ha natura fortemente ibrida, come ad es. nelle operazioni di « *project finance* » e « *securitisation* », esso determina l'attribuzione di diritti che nella sostanza sono di voto (sia pure, per così dire, « esterno »).

alla partecipazione organica nella corporazione costituiscono strumenti interni di regolazione del rapporto di agenzia. Fuori da una logica meramente formale, tuttavia, la distinzione scolora. E scolora vieppiù ove anche il rapporto tra « *shareholders* » venga imposto in termini di relazione contrattuale, una tra le tante relazioni contrattuali, nel « *nexus of contracts* ».

D'altronde, il legislatore della riforma ha chiaramente mostrato un'apertura in questa direzione là dove si è espressamente riferito agli « strumenti finanziari partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi » (art. 4, comma 6, lett. c)). Ed anche in prospettiva storica è bene tenere a mente che la scelta del nostro legislatore di non accordare ai possessori di obbligazioni alcuna ingerenza nella società non fu, all'epoca del c.co., del tutto scontata, atteso che il legislatore ritenne allora di non « dover seguire il sistema della legge belga e di quella germanica ». Le ragioni di questa scelta sono ricordate da uno scrittore d'allora con queste parole:

« Perché si dovrebbe concedere ai possessori delle obbligazioni d'immischiarsi nell'amministrazione sociale? Il patrimonio sociale costituisce una *garantia* dei loro diritti e non è una loro proprietà. I loro interessi sono particolari e talvolta in contraddizione con l'interesse generale della società. L'introdurli nelle assemblee dei soci può essere dannoso, giacché può creare antagonismi e disordini infecondi di benefici risultati. La pubblicazione periodica del bilancio, della relazione dei sindaci e del processo verbale delle assemblee, nelle quali il bilancio è approvato, offre ai possessori di obbligazioni, come a tutti gli altri creditori della società, un mezzo facile per acquistare una sufficiente conoscenza dell'andamento degli affari sociali. Se il creditore di un singolo commerciante non ha alcun mezzo analogo, per formarsi un sicuro criterio della solidità delle obbligazioni di questo, perché dovrebbero darsene altri, oltre quelli già citati, ai possessori delle obbligazioni di una società, i quali in fondo non sono che creditori di essa? Perché confondere la condizione di azionista con quella di possessore di obbligazioni? Questi, su per giù, sono i motivi che hanno indotto il nostro legislatore a non permettere qualsiasi ingerenza dei possessori di obbligazioni nell'azienda sociale » ⁽¹⁹⁾

che a me sembra lascino spazio, oggi, per (tornare ad) interrogarsi, da un punto di vista sostanziale, su quale interesse possa

⁽¹⁹⁾ V. ad es. offerta di vendita del Credito Artigiano di azioni ordinarie con contestuale inscindibile offerta in sottoscrizione di azioni e obbligazioni subordinate convertibili: *Il Sole-24 Ore*, 16 giugno 1999, p. 38.

dirsi leso ad es. dall'eventuale attribuzione statutaria di un potere di nomina di uno o più amministratori (« *outside directors* ») agli obbligazionisti, ai portatori di strumenti finanziari di partecipazione o a talune altre classi di creditori. Poiché la questione necessita di adeguata riflessione in termini economici, al giurista è solo possibile immaginare che la risposta potrebbe essere anche graduata: nel senso cioè che, in determinate situazioni — tipicamente quelle in cui il « finanziamento » è di lunga o lunghissima durata e la remunerazione del capitale investito è in varia misura, ma significativamente, collegata ai risultati economici dell'impresa, sicché non è in verità da temere, da parte dei creditori, un'influenza sul *management* diretta ad imporre scelte di « *quiet life* » e di breve periodo — l'attribuzione di un simile potere di nomina, beninteso limitato solo ad un numero limitato di « *outside directors* », possa risultare utile ai creditori ai fini di un adeguato monitoraggio e non pregiudizievole dell'interesse sociale e di quello generale. È cioè almeno teoricamente immaginabile che la graduazione dei rapporti di finanziamento possa tradursi, attraverso un più accentuato rinvio all'autonomia statutaria in una più ricca graduazione delle prerogative di controllo, anche interne, dei « *bondholders* ». In una « geometria variabile », dunque, della regolazione « di agenzia » dei rapporti di finanziamento generati dal « *nexus of contracts* ». Ciò ovviamente, con i correttivi necessari per evitare comportamenti opportunistici: correttivi che, ad es, potrebbero consistere ora nella previsione di responsabilità, sulla falsariga della dottrina dello « *shadow director* » applicata al finanziatore, per l'ipotesi di esercizio di poteri di influenza eccedenti quelli ordinari dello « *outside director* » ora nella limitazione dei poteri di nomina a favore di soli creditori subordinati (ad un determinato livello di postergazione).

6. Le due « tesi » testé illustrate introducono alla terza e ultima: quella sulla quale è più difficile prendere partito. Occorre chiedersi se per rispettare il principio di correlazione potere-rischio il legislatore debba mantenere in vigore regole imperative che definiscono la proporzione, la « geometria », dei rapporti quantitativi tra le diverse classi di finanziatori (soci e non soci). Per un primo limi-

te, quello dell'art. 2410 c.c. (introdotto dalla Commissione incaricata della riforma del c.co. 1865 « perché non sia lecito ad un numero di azionisti che arrischiano una piccola somma compromettere gravi interessi »), sembra che il legislatore sia pronto ad « attenuare o rimuovere il limite », come testualmente si legge all'art. 4, comma 6, lett. *d*) della legge delega. V'è da chiedersi se questo indirizzo sia suscettibile di applicazione generale. La questione è ovviamente centrale, giacché vale a disegnare struttura e geometria dei gruppi di comando. Non a caso tutti gli ordinamenti a noi vicini affrontano il tema. Essi offrono tuttavia risposte sul piano regolatorio tra loro significativamente difformi. Mentre gli ordinamenti anglosassoni lasciano infatti al mercato il compito di valutare la praticabilità di strutture del capitale capaci di concentrare il potere di comando in mano ai titolari di « *common shares* » rappresentanti un'esigua quota del finanziamento complessivo, e si astengono dunque dal fissare regole imperative circa la proporzione relativa delle diverse « *classes of shares* » ⁽²⁰⁾, gli ordinamenti continentali, con fare forse meno sincero, fissano, con norme imperative, parametri « rigidi » individuati *a priori*, ma assecondano poi l'esigenza dei (ristretti gruppi di comando) ora consentendo l'emissione di certificati di partecipazione (ad es. come quelli svizzeri, e domani, forse, come quelli italiani di cui all'art. ..., comma 6, lett. *c*) — la cui dichiarata funzione è proprio quella di servire al finanziamento dell'impresa senza mettere in discussione gli assetti di comando — ora favorendo (o consentendo) meccanismi di governo coalizionale facenti leva sugli incroci partecipativi e la rarefazione della proprietà degli intermediari. Quale che sia la scelta che si intenda fare, bene sarebbe che essa rinunciassse ad ogni mimetismo ed esprimesse chiaramente, e sinceramente, l'intendimento di politica industriale che la anima. Di modo che, almeno, il pubblico dei risparmiatori ne sia finalmente avvertito.

⁽¹⁹⁾ A. MARGHERI, *Delle società e delle associazioni commerciali*, cit., p. 467 (e ivi il riferimento alla Relazione Mancini).

H84.HAJ 10/7/00