

***Exit / voice ed efficienza: ma cosa vuol dire “efficienza” ?***

SABRINA BRUNO

SOMMARIO: 1. Introduzione: la riforma del diritto societario rafforza l’organo amministrativo, in nome dell’efficienza, a scapito della *voice* dei soci.- 2. La Direttiva 2007/36/CE tuttavia potenzia la *voice* per le società quotate al fine di migliorare la *corporate governance*.- 3. La riforma del diritto societario: cosa può intendersi per efficienza e cosa è stato inteso per efficienza?- 4. La *shareholder access rule* di diritto americano: l’efficienza è intesa come redditività dell’impresa.- 5. Conclusioni: efficienza, Italia ed Usa, due modelli da non seguire.

1. *Introduzione: la riforma del diritto societario rafforza l’organo amministrativo, in nome dell’efficienza, a scapito della voice dei soci.*

Nella riforma del diritto societario, è stata motivata con l’“efficienza” una delle principali modifiche legislative introdotte: nella dialettica *exit / voice*, la scelta di rafforzare la prima ed indebolire la seconda. Mi riferisco agli artt. 2380-bis c.c., secondo cui la gestione “esclusiva” dell’impresa spetta agli amministratori, e 2364 n. 5, secondo cui l’unica competenza in materia di gestione attribuibile all’assemblea riguarda “le autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il compimento di atti degli amministratori”: dal combinato disposto di queste norme, a detta di molti autori<sup>1</sup>, si è voluto adottare un modello manageriale di società per azioni

---

<sup>1</sup> Cfr.: ABRIANI N., Commento sub art. 2380-bis, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da COTTINO G. - BONFANTE G. - CAGNASSO O.-MONTALENTI P., Bologna, 2004, p. 669, 671 s.; BUONOCORE V., Le nuove forme di amministrazione nelle società di capitali non quotate, in *Giur.comm.*, 2003, I, p. 398 il quale parla di “esaltazione del momento gestionale”; COTTINO G., *Diritto societario*, Padova 2006, p. 346 s. il quale parla di “accentuazione oligarchica della struttura societaria”; ID., Relazione di sintesi, in *Il nuovo diritto delle società di capitali e cooperative*, Milano, 2004, a cura di RESCIGNO – SCIARRONE ALIBRANDI, p. 317, 326, 330 n cui l’A. parla di “spostamento di equilibri e di poteri nella società per azioni, nel duplice senso di trasferimento di prerogative dall’assemblea all’organo o agli organi investiti della gestione e di indebolimento della posizione dei cosiddetti azionisti minimi” e ancora “i riformatori hanno varcato il Rubicone riconoscendo che quello amministrativo è in realtà l’organo sovrano della società”; FIORIO P., Commento sub art. 2367, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da COTTINO G., BONFANTE G.-CAGNASSO O.- MONTALENTI P., op.cit., p. 516 il quale parla di rafforzamento del principio secondo cui la gestione sociale spetta esclusivamente agli amministratori; GALGANO F. – GENGHINI R., Il nuovo diritto societario, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubb. ec.*, diretto da GALGANO F., Padova, 2006, vol. XXIX, t.1, p. 343 s., 349 secondo cui “la riforma ha rafforzato l’autonomia decisionale degli amministratori, rendendo più rigida la divisione dei poteri fra gli organi sociali”; MORANDI P., Commento sub art. 2380-bis, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di MAFFEI ALBERTI A., Padova, 2005, p. 649, 653 s.; SANDULLI M., Commento sub art. 2380-bis, in *La riforma delle società*, a cura di SANDULLI M.- SANTORO V., Torino, 2003, p. 395, 398. *Contra*: CERRATO S.A., Il ruolo dell’assemblea nella gestione dell’impresa: il <<sovrano>> ha veramente abdicato?, in *Riv. dir. civ.*, 2009, pt. II, p. 133, 136 il quale ritiene che “l’opzione <<managerialista>> sia meno netta di quanto possa a prima vista apparire ...e che non esista nelle s.p.a....una struttura rigida <<a comportamenti stagni>>. Secondo l’A. (ivi, p. 154) l’art. 2380-bis c.c. assume “una nozione di <<gestione>> circoscritta ai soli atti <<normali>>, quelli cioè di

CONVEGNO ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE  
FEBBRAIO 2012

spostando il baricentro decisionale dall'assemblea al consiglio di amministrazione, depotenziando dunque la *voice* dei soci e potenziandone parallelamente l'*exit* attraverso le modifiche apportate alla disciplina dell'invalidità delle delibere assembleari (v. gli artt. 2377 s. c.c.) e del diritto di recesso (art. 2437 s. c.c.). Il potenziamento dell'*exit* è stato giudicato uno strumento di maggiore efficacia per la tutela del socio rispetto alla *voice*, in quanto il socio non sarebbe comunque in grado di contribuire alla formazione delle scelte sociali<sup>2</sup>.

Come detto, questa scelta risponderebbe ad uno dei principali obiettivi proclamati dalla riforma, quello di dotare la disciplina delle società per azioni di “un assetto organizzativo idoneo a promuovere l'*efficienza* e la correttezza della gestione dell'impresa sociale” anche attraverso una definizione delle “competenze dell'organo amministrativo con riferimento all'esclusiva responsabilità di gestione”<sup>3</sup>. Le nuove disposizioni prendono atto della “decisa riduzione del ruolo della riunione assembleare” nella prassi e “quindi del suo significato in merito alla formazione dei convincimenti interni dei soci che partecipano al voto”<sup>4</sup>: se le maggioranze sono per lo più precostituite prima dell'assemblea, è naturale che sia la discussione che la riunione divengano irrilevanti o meno rilevanti<sup>5</sup>. Si è scelto insomma di codificare il luogo comune dell'inutilità delle assemblee e di fotografare la compagine azionaria tipica del capitalismo italiano che vede sostanzialmente coincidere soci ed amministratori nelle società chiuse e, per quanto riguarda le società aperte, dominare pochi soci di controllo, data la struttura proprietaria estremamente concentrata che caratterizza il nostro sistema finanziario<sup>6</sup>. Possiamo

---

conduzione dell'impresa che non incidono sulla posizione, sul grado di rischio e sugli interessi della compagine sociale, in una parola sul versante *organizzativo* della società”.

<sup>2</sup> Cfr. ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, p. 85 s., 131 s. per un approfondimento.

<sup>3</sup> Così l'art. 4 c. 2 lett. b) e c. 8 lett. c) della legge delega n. 366 del 3 ottobre 2001 che ricalca in modo pedissequo sul punto lo Schema di disegno di legge delega della Commissione Mirone per la riforma delle società non quotate, come notato da MORANDI P., op.cit., p. 653 n. 11. Fa riferimento alla modifica del sistema “in funzione di un asserito recupero di efficienza della gestione della società per azioni”, *ex multis*, PORTALE G.B., Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006, p. 7.

<sup>4</sup> Cfr. ANGELICI C., op.cit., p. 140, 143.

<sup>5</sup> A proposito del ruolo della discussione basti ricordare che si riteneva che la deliberazione, nelle assemblee delle persone giuridiche in generale, dovesse essere la risultante “di una discussione e di un contraddittorio utili alla reciproca informazione e chiarificazione fra i soci” per realizzare quella diretta influenza ed integrazione reciproca delle opinioni, delle determinazioni individuali che è la prima caratteristica del metodo collegiale; la discussione era una fase essenziale di questo metodo tanto da determinare la nullità della clausola statutaria che la sopprimeva; e per questa ragione si vietava, in principio, il voto per corrispondenza: cfr. GALGANO F., *Delle persone giuridiche. Art. 11-35, in Comm. Cod. civ. SCIALOJA – BRANCA*, Bologna – Roma, 2006, p. 328 s. ove rife. La riforma del diritto societario prende atto del cambiamento radicale di questa visione.

<sup>6</sup> Nel 2009 la media di capitale azionario posseduta dagli investitori strategici, da soli, è stata il 44.87%; in 15 delle maggiori 35 società quotate sulla Borsa Italiana gli azionisti strategici possedevano una percentuale di capitale azionario superiore al 50%; in 19 delle maggiori 38 società quotate gli azionisti strategici possedevano tra il 20% ed il 50% del capitale azionario, cioè controllavano sia l'assemblea ordinaria che straordinaria (secondo il livello di quorum deliberativo medio registrato durante la stagione assembleare del 2009): cfr. LUISS CERADI - GEORGESON, *FTSE MIB Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze*, Roma, 2010, p. 15 s.

CONVEGNO ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE  
FEBBRAIO 2012

dunque dire che il legislatore ha scelto di assecondare la compagine azionaria del mercato dei capitali italiano.

2. *La Direttiva 2007/36/CE tuttavia potenzia la voce per le società quotate al fine di migliorare la corporate governance.*

A questa disciplina del 2003 tuttavia si è sovrapposta, per le società quotate, la Direttiva 2007/36/CE la quale trova fondamento su principi diversi, elaborati nel corso dei Lavori Preparatori europei che invece sottolineano essere il voto dei soci uno dei capisaldi per una effettiva *corporate governance* e la necessità di rafforzare la *voice*<sup>7</sup>. La disciplina comunitaria non tocca la ripartizione di competenze tra gli organi della s.p.a. ma essenzialmente introduce varie novità di natura procedurale tese a facilitare sia l’iniziativa assembleare che la partecipazione dei soci al processo decisionale, dunque la *voice*. La Direttiva, recepita in Italia con decreto approvato dal Consiglio dei Ministri il 27 gennaio 2010 n. 27 (G.U. 5 marzo 2010), ha introdotto importanti modifiche nel codice civile e nel d.lgs. 24 febbraio n. 58/1998 per le società quotate e cioè, in estrema sintesi ha: abrogato il deposito preventivo delle azioni di cui all’art. 2370 c.c. per l’esercizio del voto e previsto la c.d. *record date* secondo cui la legittimazione all’intervento e al voto viene determinata, con comunicazione dell’intermediario all’emittente, sulla base delle evidenze relative al termine del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l’assemblea, con la conseguenza che successive registrazioni in accredito o *in addebito* non rilevano ai fini della legittimazione (art. l’art. 83-*sexies* c. 2 d.lgs. n. 58/1998); abrogato i limiti di cui all’art. 2372 c.c. per le deleghe di voto; ridotto il quorum ad almeno 1/20 di capitale sociale per chiedere la convocazione dell’assemblea ex art. 2367 c. 1 c.c. (il quorum è derogabile dallo statuto che può prevedere una percentuale minore); aumentato l’informazione pre-assembleare ed assembleare per facilitare un esercizio del voto più

---

<sup>7</sup> Nel 2001 la Commissione Europea istituì l’*High Level Group of Company Law Experts* (conosciuto come *Winter Group*) con l’incarico di individuare un nuovo piano per il diritto societario. Le Raccomandazioni del *Winter Group* sono state la base del documento pubblicato nel 2003: “*Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union—A Plan to Move Forward*” (detto “CLAP”) il cui punto principale riguardava la *corporate governance* e che individuava, tra i fattori cardine, il voto degli azionisti ed il rafforzamento dei loro diritti. Cfr. inoltre: EUROPEAN COMMISSION, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union—A Plan to Move Forward*, 21 maggio 2003, paragg. 2.1, 3.1.2. In successivi Lavori è stato inoltre sottolineato che il diritto di voto in assemblea può essere efficace se il maggior numero possibile di soci partecipano al processo decisionale; da ciò l’interesse alla facilitazione dell’esercizio del voto transfrontaliero dato che il 30% delle azioni di società quotate in Europa sono detenute da investitori stranieri. Inoltre, i diritti di porre domande, di aggiungere materie all’ordine del giorno, di proporre l’adozione di una delibera sono stati individuati quali strumenti principali che gli azionisti hanno a disposizione per contribuire all’andamento delle assemblee e quindi per intervenire nel governo delle società: cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights*, Second consultation document, 13 maggio 2005, paragg. 2 e ss., paragg. 6.3 in <http://ec.europa.eu>.

CONVEGNO ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE  
FEBBRAIO 2012

ragionato, inclusa ad esempio la previsione del diritto di ciascun azionista di porre domande connesse con i punti all'ordine del giorno in assemblea, cui la società *deve* rispondere (v. art. 127-ter d.lgs. n. 58/1998) - riconoscendo così finalmente il diritto dei soci all'informazione *assembleare* (dopo che per anni il legislatore si era dedicato esclusivamente all'informazione al mercato o, al più, all'informazione pre-assembleare<sup>8</sup>); delegato la Consob a regolamentare il voto per corrispondenza, il voto elettronico e lo svolgimento dell'assemblea per consentire l'intervento ed il voto con vari mezzi di telecomunicazione (art. 127 d.lgs.n. 58/1998) e quindi *in absentia* (l'utilizzo di mezzi elettronici costituisce il fulcro della disciplina precipuamente indirizzata a facilitare e perciò incentivare il voto transfrontaliero o comunque a distanza - anche se la previsione di queste modalità elettroniche ha natura dispositiva, in conformità all'art. 8 Direttiva e la loro attuazione dipenderà perciò dall'autonomia statutaria); liberalizzato la disciplina delle deleghe di voto (v. Sez. II-ter d.lgs n. 58/1998) - tuttavia, nei casi di conflitto di interesse il voto non può essere esercitato se non sono ricevute precise istruzioni -; semplificato la disciplina della sollecitazione, al fine di facilitarne l'utilizzo, eliminando perciò la riserva di legge a favore degli intermediari ed altri oneri che avevano praticamente impedito l'utilizzo della disciplina (mai applicata dal 1998)<sup>9</sup>.

Il risultato è che l'esercizio della *voice* nelle assemblee di società quotate è più facilitato che nelle assemblee delle società non quotate se pensiamo alle norme previste per l'iniziativa assembleare e l'esercizio del voto. Ma, come detto, per *voice* possiamo anche intendere le competenze attribuite all'assemblea, rapportate a quelle attribuite all'organo amministrativo oppure al consiglio di sorveglianza nel modello dualistico: da questo punto di vista non c'è distinzione di principio tra società quotate e non quotate (anche se le competenze dell'assemblea nelle prime sono maggiori<sup>10</sup>).

---

<sup>8</sup> Cfr. BELVISO U., *L'informazione dei soci nelle società per azioni quotate (art. 130 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58)*, in *Riv.soc.*, 2000, p. 828, 856 s. il quale nell'interpretare il Testo Unico della Finanza concludeva che l'art. 130 si risolve nel riconoscimento di un "diritto di informazione *pre-assembleare*" mentre invece mancava una qualsiasi disciplina dell'informazione *assembleare*; scelta non casuale del legislatore bensì motivata dal ripensamento del ruolo dell'organo assembleare, più momento e luogo deputato alla verifica della maggioranza che momento e luogo deputato a far maturare consapevoli scelte gestionali; il legislatore del Tuif cioè aveva concluso che l'informazione assembleare "non meritava un *autonomo* riconoscimento". Sulla ricostruzione del dibattito dottrinale in tema di diritto di informazione del socio cfr. *Ibidem*, 832 s. ove ampi riff. ed inoltre ABRIANI N., Il "pungolo gentile" dell'assemblea "mite" tra attivismo degli azionisti e nuova *governance* societaria. Prime riflessioni sull'attuazione in Italia della Direttiva 2007/36, in AA.VV., *Studi in onore di Marcello Foschini*, Padova, 2011, p. 173 s.

<sup>9</sup> Gli artt. 139 e 140 d.lgs. n. 58/1998 sono stati abrogati.

<sup>10</sup> Si pensi alle seguenti competenze attribuite all'assemblea di società quotate: i piani di compenso basati su strumenti finanziari ai componenti degli organi di amministrazione e di controllo, dipendenti o collaboratori (art. 114-bis d.lgs. N. 58/1998); la conversione di azioni già emesse in azioni di risparmio (art. 145 c. 7 d.lgs. N. 58/1998); le decisioni in materia di misure difensive (art. 104 d.lgs. N. 58/1998); la decisione di consentire il superamento del limite del 2% nel caso di partecipazioni reciproche (art. 121 c. 2 d.lgs. n. 58/1998); le operazioni con parti correlate "di maggiore rilevanza" (artt. 8 c. 2 e 11 del Regolamento Consob N. 17221 del 12 marzo 2010).

3. *La riforma del diritto societario: cosa può intendersi per efficienza e cosa è stato inteso per efficienza?*

Vorrei soffermarmi sulla scelta del legislatore italiano di rafforzare l'organo amministrativo, a scapito dell'assemblea, in nome dell'efficienza, scelta che è stata da alcuni autori valorizzata, se non addirittura esaltata: si è parlato di "neoistituzionalismo ... da intendersi non più come tutela dell'impresa in sé che trascende l'interesse dei soci (ovvero l'istituzionalismo tradizionale), ma come *tutela dell'efficienza della struttura societaria*, come strumento dell'organizzazione dell'attività di impresa"<sup>11</sup>.

Quindi la motivazione del potenziamento dell'*exit* rispetto alla *voice* secondo il legislatore italiano, come dicevo, è stata l'efficienza.

Ma cosa può intendersi per efficienza ? E quale significato ha inteso il nostro legislatore per efficienza ? Inoltre è efficiente per il legislatore assecondare la struttura del mercato finanziario di riferimento ?

Non troviamo invero nella legge delega o nella Relazione di accompagnamento alla riforma approfondimenti circa il significato attribuito alla nozione di efficienza, con riferimento alla ripartizione delle competenze interne della s.p.a. Possiamo intuire tuttavia che, a prima vista, sembrerebbe che per efficienza il nostro legislatore abbia inteso, *sic et simpliciter*, e molto pragmaticamente, il risparmio per la società dei costi e del tempo necessari per convocare assemblee che la realtà dimostra (o dovrebbe dimostrare), come sopra detto, essere inutili. Ed anche, sembra si sia inteso, facendo riferimento alla riduzione della legittimazione all'impugnativa, il principio di "conservazione delle deliberazioni assembleari"<sup>12</sup>, che comunque, in buona sostanza, sempre si traduce in un risparmio per la società di costi e tempo necessari, in questo caso, a fronteggiare le impugnazioni.

---

<sup>11</sup> L'espressione nel testo [corsivo mio] è di: MONTALENTI P., Amministrazione e amministratori nella riforma del diritto societario, in *Il nuovo diritto delle società di capitale e delle società cooperative*, a cura di RESCIGNO – SCIARRONE ALIBRANDI, op.cit., p. 59, 62. Cfr. inoltre nello stesso senso: LIBERTINI M., Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio della riforma del diritto del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale, in *RDS*, 2008, p. 198, 204, 206 in cui l'A. parla di "neo-istituzionalismo debole" in quanto attribuisce alla s.p.a. la finalità "dell'efficiente gestione imprenditoriale"; PASQUARIELLO F., Commento sub artt. 2364-2366, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di MAFFEI ALBERTI A., op.cit., p. 438, 440 la quale parla di "ulteriore passo nella direzione di quel nuovo istituzionalismo che affida le sorti dell'impresa non tanto in via diretta alla proprietà, quanto ai gestori, in nome di esigenze di efficienza e di professionalità". Da altri autori invece il modello oligarchico è stato criticato, *in primis*: COTTINO G., *Diritto societario*, op.cit., p. 346 secondo cui la riforma si caratterizzerebbe per l' "accentuazione oligarchica della struttura societaria che esalta, nel nome di una efficace *governance*, i poteri forti, il momento gestorio rispetto a quello deliberativo, il ruolo delle maggioranze o minoranze di comando rispetto agli azionisti minimi, e della società capogruppo nei rapporti con le sue controllate... La vocazione oligarchica può anche formalmente rafforzarsi con l'adozione del dualistico e monistico: nel primo caso l'assemblea ha ancora meno poteri, nel secondo non sceglie i controllori".

<sup>12</sup> Cfr. LIBERTINI M., op.cit., p. 220.

CONVEGNO ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE  
FEBBRAIO 2012

A ben vedere se all'efficienza è stato dato questo significato dal nostro legislatore, l'atteggiamento mi sembra essere stato abbastanza superficiale. Vari sono i significati dati alla nozione di efficienza nella letteratura<sup>13</sup>. Tra questi significati, con particolare riferimento alla *corporate governance*, vi è il concetto secondo cui è efficiente per il legislatore adottare quelle soluzioni legislative che consentano di *ridurre* gli *agency problems* riscontrabili all'interno della s.p.a.<sup>14</sup>. Nel nostro sistema finanziario, c.d. *insider*, caratterizzato da una struttura proprietaria concentrata l'*agency problem* tipico, come sappiamo, è tra azionisti di controllo (*agents*) ed azionisti di minoranza (*principal*). Una soluzione legislativa come quella adottata dal nostro legislatore che ha scelto un modello manageriale di società per azioni finisce, in verità, con il rafforzare il socio di controllo rispetto al socio di minoranza. Al contrario, la soluzione legislativa che avrebbe potuto risolvere questo *agency problem*, e quindi la più efficiente se si adotta questa nozione di efficienza, avrebbe dovuto consistere nel potenziamento degli azionisti di minoranza consentendo loro, innanzitutto, di esprimere il più possibile la *voice* (secondo la scelta che invece è stata adottata dal legislatore comunitario nella Direttiva N. 2007/36/CE) invece che semplicemente uscire dalla società; l'*exit* non fa che acuire l'assetto dei poteri vigenti, mantenere lo *status quo*, e quindi non fa che consolidare gli *agency problems*. Compito del legislatore societario *non* è quindi assecondare la struttura proprietaria del sistema finanziario di riferimento ma al contrario, se un dato assetto favorisce l'insorgere di potenziali conflitti di interesse o comportamenti opportunistici, il compito di un legislatore che vuole perseguire l'efficienza (e quindi individuare la soluzione normativa migliore a questo fine) è semmai quello di bilanciare i poteri nell'ambito della s.p.a. per correggere o evitare o limitare possibili abusi o il perseguimento di interessi da parte dei soci di controllo in conflitto con gli azionisti di minoranza. Peraltro, seguendo la stessa ricostruzione sistematica delle funzioni del diritto societario, la strategia normativa più efficiente è quella secondo cui la gestione della società non debba essere affidata esclusivamente al consiglio di amministrazione ma invece ripartita con l'assemblea nel senso di attribuire ad essa la decisione sulle questioni che comportano cambiamenti fondamentali per la società<sup>15</sup>. Perciò proprio in nome dell'efficienza,

---

<sup>13</sup> Dal teorema di Coase, alla *path dependence theory*, alla *gradual convergence theory* etc.: cfr. BRUNO S., Efficienza e modelli di amministrazione e controllo, in Riv.dir.comm., 2004, p. 1021 s. ove riff.

<sup>14</sup> Cfr. KRAAKMAN R. AND OTHERS, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2009, p. 42 s.

<sup>15</sup> Ibidem, p. 56 s., 72 s. Si pensi inoltre agli *OECD Principles of Corporate Governance*, 2004 emanati al fine di migliorare la *corporate governance* delle società a larga base azionaria e basati in gran parte sui risultati di studi economici ed analisi empiriche; in particolare cfr. il Principio II.B secondo cui i soci dovrebbero avere il diritto di partecipare alle decisioni fondamentali della società quali quelle in materia di: modifiche dello statuto e dell'atto costitutivo, autorizzazione all'emissione di nuove azioni, operazioni straordinarie inclusa la cessione di tutti o sostanzialmente tutti i rami aziendali il cui risultato è praticamente la vendita della società. Cfr. inoltre: BEBCHUCK L.A., *The case for increasing shareholder power*, op.cit., p. 850 s. il quale argomenta che è efficiente (in quanto migliora la redditività dell'impresa) la decisione legislativa che attribuisca ai soci la competenza sulle c.d. regole

CONVEGNO ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE  
FEBBRAIO 2012

richiamata dalla legge delega, l'assetto organizzativo più idoneo a promuoverla, dato il sistema finanziario di riferimento, non avrebbe dovuto essere configurato nel senso di potenziare il consiglio di amministrazione (e quindi i soci di controllo) a scapito dell'assemblea (e quindi dei soci di minoranza). Il luogo principe dove può esprimersi la *voice* (vieppiù considerando i rafforzati strumenti di partecipazione introdotti a seguito della Direttiva n. 36/2007) è l'assemblea: il mancato coinvolgimento dell'assemblea vuol dire in buona sostanza mancato coinvolgimento, in particolare, della minoranza; i soci di controllo comunque decidono attraverso i loro amministratori e non hanno bisogno dell'assemblea; le minoranze invece, anche se non decidono, hanno bisogno dell'assemblea, se non altro per ricevere maggiori informazioni.

4. *La shareholder access rule di diritto americano: l'efficienza è intesa come redditività dell'impresa.*

Esiste un altro significato dato alla nozione di efficienza: quello di adozione della soluzione legislativa che consenta di migliorare la redditività dell'impresa sociale. Nella contrapposizione *exit / voice* questa sembra la nozione di efficienza attualmente accolta negli USA. Vari studi analizzano gli effetti delle regole di *corporate governance* sulla *performance* dell'impresa sociale ma i risultati sono contrastanti. Il problema delle scienze sociali rispetto alle scienze naturali è che non possono esserci esperimenti *ex ante*; solo *ex post* possono valutarsi gli effetti di una norma sulla redditività dell'impresa. Ciononostante è a questa nozione di efficienza che ultimamente si sta dando moltissimo, forse troppo, peso in USA. Ma riflettiamo è auspicabile, è giusto che un legislatore ancori i suoi interventi all'efficienza se così intesa ?

Si pensi a quanto è accaduto a proposito della *shareholder access rule* nell'ordinamento americano. Il 25 agosto 2010, la SEC aveva introdotto la *Rule 14a-11* al fine di rendere

---

del gioco e sulla *corporate governance*; HARRIS M. – RAVIV A., Control of Corporate Decisions: Shareholders vs. Management, in 23 *Review of Financial Studies* 4115 (2011) i quali, usando dei modelli econometrici, dimostrano che l'argomento tradizionale secondo cui il potere decisorio debba essere attribuito agli amministratori/managers in quanto i soci non avrebbero informazioni sufficienti a decidere, è contraddetto dalla considerazione per cui, se i soci non hanno le conoscenze adatte, possono sempre scegliere di delegare al management una o più particolari decisioni e lo faranno ogni qualvolta ciò sia ragionevole perché il loro comportamento è guidato dall'intento di massimizzare il valore della società (non avendo, essi, un *agency problem*); d'altro canto, gli stessi Autori mostrano che non sarebbe neanche corretto attribuire tutto il potere decisorio ai soci in quanto nel caso in cui questi posseggono delle informazioni potrebbero scegliere di non delegare le decisioni al management in maniera ottimale. Perciò in alcune materie attribuire il potere decisorio agli azionisti è la situazione ottimale secondo l'analisi econometrica (tra queste figura, peraltro, l'ammontare di utili da distribuire, la scelta del nuovo management, la percentuale di compenso degli amministratori da legare alla redditività della società).

CONVEGNO ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE  
FEBBRAIO 2012

effettivo uno dei diritti fondamentali dei soci, quello di eleggere gli amministratori<sup>16</sup>. In diritto americano, tra clausole di *plurality voting*<sup>17</sup> e *staggered boards*<sup>18</sup>, procedura e costi della sollecitazione delle deleghe di voto, e sistema finanziario a proprietà diffusa, nella realtà sono gli amministratori in carica a proporre e far eleggere i nuovi candidati, in pratica auto-perpetuandosi. Con la nuova regola, a seguito di un accesissimo dibattito<sup>19</sup>, si voleva consentire ai soci di designare, in certe circostanze, propri candidati per il consiglio di amministrazione da includere nei documenti predisposti dalla società per la raccolta delle deleghe, a spese quindi della società (altrimenti, secondo il regime attualmente vigente i costi ricadono sulla società *solo* se l'iniziativa parte dal consiglio di amministrazione in carica). Peraltro la questione non è nuova nell'ordinamento: la possibilità di modificare la procedura del voto è stata dibattuta per più di 30 anni presso la SEC che già, per ben quattro volte, aveva tentato di modificare in passato la disciplina, fallendo per la forte opposizione da parte delle *lobbies* degli amministratori esecutivi e della *business community* e la conseguente divisione interna tra i membri della Commissione<sup>20</sup>.

---

<sup>16</sup> Così la SEC motiva l'introduzione delle nuove regole cui si farà riferimento nel testo: cfr. Securities and Exchange Commission, 17 CFR PARTS 200, 232, 240 and 249 [Release Nos. 33-9136; 34-62764; IC-29384; File No.S7-10-09] RIN 3235-AK27, Facilitating shareholder director nominations.

<sup>17</sup> Il meccanismo di elezione degli amministratori più diffuso è il c.d. *plurality voting*, secondo il quale il candidato che riceve il maggior numero di voti a favore, tra quelli esercitati vince: gli unici voti che contano sono quelli esercitati a favore delle persone indicate nella *proxy* (in genere designate dagli amministratori) e non si contano né i voti contrari, né i voti degli astenuti (che non hanno valore giuridico); il risultato estremo è che un candidato può anche essere eletto se riceve un solo voto a favore (anche il suo stesso voto se è socio) e tutti gli altri di astensione o contrari. Tutte le legislazioni statali prevedono come norma suppletiva il *plurality voting*: cfr. ad esempio DEL.CODE ANN. tit. 8 § 141. In dottrina: cfr. VERRET J.W., Pandora's Ballot Box, Or a Proxy with Moxie? Majority Voting, Corporate Ballot Access and the Legend of Martin Lipton Re-Examined, in 62 *The Business Lawyer* 1007 (2007).

<sup>18</sup> In queste clausole, diffusissime negli statuti americani, si prevede che il numero totale di amministratori sia diviso in due o tre gruppi con scadenze diverse (ad es. il primo gruppo scade alla prima assemblea annuale dopo l'elezione, il secondo alla seconda assemblea annuale dopo l'elezione, ed il terzo, eventualmente, alla terza). Formalmente la *ratio* di queste clausole è quella di assicurare la continuità di gestione; di fatto è uno dei più efficaci strumenti per evitare il ricambio dei membri del consiglio di amministrazione o anche della sua maggioranza da parte dei soci, che dovrebbero aspettare due o tre anni, a seconda dei casi, e ogni anno raccogliere voti a favore di propri candidati in alternativa di quelli proposti dal consiglio in carica, cosa che è impossibile perché i costi sono proibitivi. In dottrina cfr.: MITCHELL S.T., Shareholders as Proxies: the Contours of Shareholder Democracy, in 63 *Wash. & Lee L. Rev.* 1503 (2006), p. 1507 s.

<sup>19</sup> I principali protagonisti del dibattito sono: BAINBRIDGE S.M., Director Primacy and Shareholder Disempowerment, 119 *HARV. L. REV.* 1735 (2006); BEBCHUK L.A., The Myth of Shareholders' Franchise, 93 *VA. L. REV.* 676 (2007); BEBCHUK L.A., The Case for Increasing Shareholder Power, 118 *HARV. L. REV.* 833 (2005); BEBCHUK L.A., The Case for Shareholder Access to the Ballot, 59 *BUS. LAW.* 43 (2003); GRUNDFEST J.A., *The Wizard of Oz, the United States Constitution and Corporate Governance*, at <http://ssrn.com/abstract=1028424>; ID., The SEC's Proposed Proxy Access Rules: Politics, Economics, and the Law, October 20, 2009, at <http://ssrn.com/abstract=1491670>; KAHAN M.- ROCK E.B., The Insignificance of Proxy Access, October 21, 2010, at <http://ssrn.com/abstract=1695682>; LIPTON M.- SAVITT W., The Many Myths of Lucian Bebchuck, 93 *VA. L. REV.* 733 (2007).

<sup>20</sup> Cfr. M.L.SCHAPIRO, Speech by SEC Chairman: Opening Statement at the SEC Open Meeting, U.S. Securities Exchange Commission, August 25, 2010. Il tentativo più significativo, precedente quello del 2010, risale al 14 ottobre 2003: cfr. LABATON S., SEC to Revise Election Rules for Directors, *New York Times*, October 1, 2003; LIPTON M.- ROSENBLUM S.A., Election Contests in the Company's Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come, 59 *The Business Lawyer* 67 (2003). Sin da allora la proposta trovava grande opposizione da parte della *lobby* degli

CONVEGNO ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE  
FEBBRAIO 2012

L'impulso finale verso quest'ultimo intervento della SEC è stato costituito dalla crisi finanziaria che ha messo in luce le preoccupazioni di molti soci circa il reale perseguimento da parte degli amministratori degli interessi degli azionisti e la loro perdita di fiducia. La SEC dichiara nel suo documento finale che lo strumento principale, attraverso cui rendere i consigli di amministrazione davvero responsabili verso gli azionisti ed influenzarne le scelte di politica societaria, è costituito dalla partecipazione effettiva degli azionisti alla designazione ed elezione degli amministratori<sup>21</sup>. Peraltro il Congresso nel c.d. *Dodd-Frank Act* aveva confermato l'autorità della SEC su questa materia stabilendo che la SEC può emanare disposizioni di legge per permettere agli azionisti di utilizzare la documentazione, predisposta dall'emittente per la sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto, allo scopo di designare candidati per il consiglio di amministrazione dell'emittente<sup>22</sup>. Così la SEC voleva modificare la disciplina federale della procedura della sollecitazione del voto per consentire l'esercizio del diritto dei soci, solo formalmente attribuito dalle legislazioni statali, di designare ed eleggere gli amministratori<sup>23</sup>. L'intervento federale è stato reputato necessario sia perché non tutti gli stati hanno introdotto norme che facilitino la procedura della sollecitazione come ha fatto (pur se con notevoli limiti) il Delaware; sia perché, anche negli stati in cui è consentita una modifica statutaria nel senso della facilitazione della procedura di designazione ed elezione, le proposte degli azionisti possono comunque incontrare tanti e significativi ostacoli<sup>24</sup>.

---

amministratori esecutivi e, al contrario, appoggio da parte dei sindacati: cfr. BURNS J., CEOs Blast SEC Proxy Plan, While Unions Praise It, in *Dow Jones Newswires*, October 8, 2003. L'interesse di questi ultimi verso tali modifiche già veniva tacciato come partigiano sostenendo che, per fronteggiare la perdita di potere politico, la strategia dei sindacati fosse diventata quella di inserirsi nei consigli di amministrazione sfruttando le posizioni di controllo sui grandi fondi pensione; si parlava perciò di "new politics of capital" tale per cui i fondi attivisti vorrebbero trasformare le società per azioni in *lobbies* per perseguire i loro obiettivi politici e sociali (non potendolo fare altrimenti): cfr. Pension Fund Blackmail (Editorial), in *Wall Street Journal*, March 31, 2005; Canned at Calpers (Editorial), in *Wall Street Journal*, December 2, 2004, § A, p. 12. Nel 2004, appunto, il Presidente della SEC dichiarò che non era riuscito a raggiungere un accordo tra i membri della Commissione e perciò una modifica della procedura di elezione non fu emanata: LABATON S., S.E.C. at Odds On Plan to Let Big Investors Pick Directors, in *New York Times*, July 1, 2004, § C, pp. 1, 4. Cfr. la posizione critica dei membri democratici della SEC di quel tempo in LABATON S., S.E.C. Member Says Agency Has Bowed To Executives, in *New York Times*, October 9, 2004, §B, pp.1,3. In dottrina cfr.: DEL GUERCIO D.- WALLIS L.- WOITKE T., Do Boards Pay Attention when Institutional Investors 'Just Vote No', in *90 Journal of Financial Economics* (2008), p. 84: gli A. mostrano che l'attivismo degli investitori istituzionali nel corso delle elezioni degli amministratori che si estrinseca in campagne per un voto contrario verso i candidati proposti dal consiglio in carica è riuscito a produrre (nella casistica analizzata) un elevato *turnover* di amministratori esecutivi e delegati, per il pubblico imbarazzo ed il danno alla reputazione ed all'immagine che queste campagne comunque suscitano; da questa analisi gli A. argomentano che non è pertanto necessario modificare l'attuale disciplina prevista per la procedura in materia di designazione ed elezione degli amministratori.

<sup>21</sup> Cfr. Securities and Exchange Commission, 17 CFR PARTS 200, 232, 240 and 249, p. 7.

<sup>22</sup> Cfr. *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* approvato dal Congresso americano il 21 luglio 2010, § 971 (a) (b). Cfr. inoltre Securities and Exchange Commission, 17 CFR PARTS 200, 232, 240 and 249, cit., p. 9, 22.

<sup>23</sup> Ibidem, p. 9 s.

<sup>24</sup> Ibidem, p. 15.

CONVEGNO ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE  
FEBBRAIO 2012

La nuova *Rule 14a-11* pertanto avrebbe previsto che gli azionisti di una società quotata che, separatamente o congiuntamente, fossero titolari (essendo esclusa la possibilità di prestito azionario) per lo meno del 3% delle azioni con diritto di voto da un periodo non inferiore a tre anni e che continuassero a detenere tale percentuale alla data dell'assemblea in cui si delibera sull'elezione degli amministratori (fornendo informazioni sulle loro intenzioni, dopo l'eventuale elezione degli amministratori, sulle azioni detenute), avessero il diritto di *aggiungere un proprio candidato* - oppure un numero di candidati che rappresentasse fino al 25% dei membri del consiglio di amministrazione (applicando l'opzione che avrebbe consentito il numero maggiore di candidati) - nella lista di candidati presentata dal consiglio di amministrazione per la quale la società effettua la sollecitazione delle deleghe di voto. In ogni caso la società non sarebbe stata obbligata ad aggiungere candidati proposti dai soci in misura superiore ad uno oppure al 25% dei membri: nel caso in cui più soci o gruppi di soci fossero stati legittimati ad esercitare questo diritto, solo il socio o i soci con la maggiore percentuale azionaria avrebbero potuto esercitare il diritto. La scelta era quella di conferire la legittimazione agli azionisti più significativi, perché titolari di una rilevante percentuale azionaria e da un certo periodo di tempo (c.d. "*long-term significant shareholders*"), dei quali era ragionevole presumere un autentico impegno ed interesse nei confronti della società<sup>25</sup>.

E' bene sottolineare che si sarebbe trattato meramente di *proporre la nomina* di un candidato e non di eleggerlo, ben potendo il candidato proposto dagli azionisti non essere votato dagli altri soci: il meccanismo di voto, *majority* o *plurality*, previsto dalla singola società, avrebbe continuato comunque ad applicarsi. Perciò, così come concepita, la *Rule 14a-11* rispettava pienamente il principio maggioritario in quanto un candidato designato dalla percentuale rilevante di azionisti *non* poteva essere eletto senza il supporto della maggioranza degli azionisti; la regola sarebbe stata diversa dal *cumulative voting*, attraverso cui è la minoranza che ha il diritto di eleggere un amministratore, ciò che pone il problema se costui possa essere considerato uno *special interest candidate* cioè un amministratore portatore di un interesse speciale<sup>26</sup>. Parimenti (per completezza di analisi) la regola americana sarebbe stata molto diversa anche dal diritto dei soci di minoranza di avere un proprio amministratore nel consiglio secondo le disposizioni del nostro Testo Unico della Finanza: la disposizione italiana attribuisce ai soci di minoranza il diritto di *eleggere* un amministratore nel consiglio laddove la norma americana avrebbe solo previsto il diritto di *designare* un candidato che avrebbe potuto o meno essere eletto da tutti i soci<sup>27</sup>.

---

<sup>25</sup> SCHAPIRO M.L., cit., p.1.

<sup>26</sup> Cfr. BEBCHUK L.A., The Case for Shareholder Access to the Ballot, cit., p. 55.

<sup>27</sup> Cfr. Art. 147-ter c. 3, d.lgs. n. 58/1998.

CONVEGNO ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE  
FEBBRAIO 2012

Le nuove disposizioni erano state adottate a maggioranza dalla SEC (tre membri contro due) ed in un clima generale di forte contrapposizione tra i pareri di chi, nell'accademia e nel mondo imprenditoriale e finanziario, era a favore e chi invece contrario alle modifiche<sup>28</sup>. Posso dire che l'ordinamento americano ha vissuto la possibilità che questa nuova disciplina - agli occhi di noi europei invero piuttosto ovvia o comunque blanda in quanto meramente avrebbe consentito agli azionisti laddove qualificati di *proporre* un candidato da aggiungere a quelli di derivazione consiliare (con tutte le difficoltà ed i costi per coagulare consensi, che comunque le nuove norme avrebbero comportato, al fine di arrivare alla sua elezione) - potesse essere introdotta, come una rivoluzione oppure un dramma. Gli argomenti fondamentali di maggiore critica della nuova disciplina sono stati: la scelta della SEC di avvalersi di norme imperative invece di lasciare all'autonomia privata la libertà di decidere e il conflitto con le legislazioni statali, sia quelle (come il Delaware) già intervenute sul tema che quelle non ancora intervenute, cui sarebbe stata negata la possibilità di regolamentare la materia ad esempio prevedendo un regime più restrittivo (legittimando i soci con una percentuale azionaria maggiore ad esempio)<sup>29</sup>.

Ma l'argomento che più colpisce, contrario alla nuova disciplina (ed è la ragione per cui la menziono in questa sede) è quello di analisi economica, avanzato già da uno dei *dissenting members* della SEC, fondato sull'efficienza secondo cui, considerato che l'introduzione della *Rule 14a-11* avrebbe comportato inevitabilmente dei costi per tutte le società quotate, sarebbe stato necessario per la SEC dapprima dimostrare empiricamente che la *Rule* avrebbe certamente migliorato la redditività delle società: siccome i dati presentati dalla SEC non erano univoci sul punto (gli studi economici cui la Commissione fa riferimento sono stati criticati, per metodologia e possibilità di fornire interpretazioni diverse, da altri autori), tanto che può tutt'al più affermarsi che la nuova disciplina *avrebbe potuto* migliorare la redditività, la SEC ha mancato di supportare economicamente la nuova disciplina per giustificare il suo intervento regolamentare di natura imperativa, mentre avrebbe invece dovuto limitarsi al massimo ad un intervento di natura suppletiva<sup>30</sup>. Ebbene, nonostante, sembri evidente che il diritto di voto dei soci è senza valore se gli azionisti non hanno la possibilità effettiva di offrire un'alternativa ai candidati proposti dal consiglio di amministrazione in carica e/o di votare per candidati diversi da questi ultimi, se non iniziando essi stessi una proibitiva raccolta e sollecitazione di deleghe

---

<sup>28</sup> Un resoconto dei pareri e delle varie posizioni è nella relazione di accompagnamento delle nuove disposizioni citata: cfr. Securities and Exchange Commission, 17 CFR PARTS 200, 232, 240 and 249, cit.

<sup>29</sup>Cfr. il discorso di uno dei *dissenting members* della SEC, PAREDES T.A., Speech by SEC Commissioner: Statement at Open Meeting to Adopt the Final Rule Regarding Facilitating Shareholder Director Nominations ("Proxy Access"), August 25, 2010, p. 1 s.

<sup>30</sup>Queste le conclusioni di PAREDES T.A., *ibidem*, p. 4.

CONVEGNO ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE  
FEBBRAIO 2012

(cosa che nella prassi non avviene)<sup>31</sup>, è stata proprio la mancata prova dell'efficienza da parte della SEC che ha impedito, come spiegherò in breve, l'introduzione della *shareholder access rule*.

Come si è arrivati all'abrogazione della *Rule 14a-11*? La *Rule 14a-11* della SEC è stata impugnata su ricorso della *Business Roundtable* e della *Chamber of Commerce of United States of America* presso la *Court of Appeals for the District of Columbia Circuit* il 29 settembre 2010 per violazione di alcune disposizioni di leggi da parte della SEC<sup>32</sup>. Per la prima volta nella sua storia, la SEC ha sospeso l'applicazione della norma in attesa della conclusione del giudizio<sup>33</sup>. Nel ricorso si è chiesto di annullare la *Rule 14a-11* sostenendo, tra gli altri motivi, che essa non promuove "l'efficienza e la concorrenza"<sup>34</sup>.

Cosa intende il ricorso per "efficienza"? Sostanzialmente si imputa alla SEC, nel ricorso, di non avere adeguatamente considerato i costi per gli emittenti - fattore molto rilevante in un periodo di crisi finanziaria quale quello attuale - che conseguirebbero all'introduzione della nuova disciplina, sottovalutando la frequenza del suo utilizzo da parte di molti azionisti, soprattutto dei fondi pensione<sup>35</sup>.

La vicenda è evidentemente anche politica in quanto la comunità manageriale teme la perdita di potere così come l'intrusione nei *boards* di investitori istituzionali, quali sindacati e fondi pensione pubblici che potrebbero, attraverso loro candidati, perseguire iniziative politiche<sup>36</sup>.

---

<sup>31</sup>Con le parole di un Commissario della SEC "it is time for us to move past the fears and bring fair corporate suffrage into the 21st Century": WALTER E.B., Speech by SEC Commissioner: Opening Statement at the SEC Open Meeting, August 25, 2010.

<sup>32</sup>La *Business Roundtable* è un'associazione di categoria che rappresenta gli amministratori delegati delle più grosse società quotate statunitensi; al pari della *Chamber of Commerce*, è legittimata all'esercizio dell'azione contro la SEC in quanto i loro membri sono società quotate in borsa e perciò "persone interessate" ai sensi del § 553 del 5 Administrative Procedure Act. Nel ricorso si adduce la violazione in particolare della Section 3(f) dell'Exchange Act, la Section 2 (c) dell'Investment Company Act del 1940, codificati nel 15 U.S.C. §§ 78c(f) e 80a-2 e dell'Administrative Procedure Act, 5 U.S.C. § 551 ss.: cfr. *Business Roundtable and Chamber of Commerce of the United States of America (Petitioners) v. United States Securities and Exchange Commission (Respondent) in the United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit*, September 29, 2010.

<sup>33</sup>SEC, Stay Order, October 4, 2010: U.S. Securities and Exchange Commission, Release N. 63031, October 4, 2010. La sospensione è stata motivata dall'opportunità di evitare potenziali costi non necessari, incertezza regolamentare, e disordini se le nuove disposizioni avessero dovuto entrare in vigore in pendenza del giudizio sulla loro validità: *ibidem*.

<sup>34</sup>Cfr. *Business Roundtable and Chamber of Commerce of the United States of America (Petitioners) v. United States Securities and Exchange Commission (Respondent)*, cit.

<sup>35</sup>*Ibidem*.

<sup>36</sup>Come dichiara in un'intervista D. Hirschmann, presidente della Chamber's Center for Capital Markets Competitiveness in <http://www.bloomberg.net>. Peraltro già nel 2004 gli stessi soggetti, Business Roundtable e Chamber of Commerce, avevano condotto una campagna di *lobbying* molto aggressiva, sia presso il Congresso che la Casa Bianca, per affossare analoga proposta tanto che la Casa Bianca aveva istruito il Segretario del Tesoro (peraltro ex presidente della Business Roundtable) a fare pressioni presso i Commissari della SEC al fine di indebolire al massimo il contenuto della proposta: cfr. EISENHOFER J. - BARRY M., op.cit., p. 3-52.

CONVEGNO ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE  
FEBBRAIO 2012

Durante il processo la Corte ha soprattutto approfondito l'argomento economico per valutare, secondo un'attenta comparazione dei costi e dei benefici, l'impatto delle nuove disposizioni sugli emittenti americani<sup>37</sup>. Il giudizio si è concluso il 22 luglio 2011 accogliendo il ricorso e dichiarando nulla la *Rule 14a-11*<sup>38</sup>, cosa di cui ha preso atto la SEC decidendo di non presentare appello<sup>39</sup>.

La sentenza si è concentrata quasi totalmente sugli aspetti economici dell'eventuale introduzione della nuova procedura: la Corte ha dapprima analizzato se la SEC ha, nell'emanare la *Rule 14a-11*, esaminato i dati e spiegato in maniera soddisfacente il rapporto tra questi dati e le scelte regolamentari prese. C'è da dire che in diritto americano, per legge, la Commissione è obbligata "to determine as best it can the economic implications of the rule"<sup>40</sup> e a considerare l'effetto di ogni nuova regola sull'efficienza, la concorrenza e la formazione del capitale<sup>41</sup>; mancando di valutare le conseguenze economiche di una proposta legislativa, la regola emanata diventa "arbitrary and capricious". In questo caso la SEC: ha raffigurato i costi ed i benefici della *Rule 14a-11* in maniera inconsistente ed opportunistica secondo la Corte; non ha quantificato adeguatamente i costi certi della nuova disposizione o spiegato perché questi costi non potessero essere quantificati; non ha supportato i giudizi previsti; si è contraddetta; non ha

---

<sup>37</sup> Per esemplificare la straordinaria importanza conferita all'argomento economico durante il giudizio, sintetizzo uno degli interrogatori (che tra l'altro mostra la difficoltà di quantificare e quindi valutare gli effetti di una disciplina su questa materia). L'avvocato dei ricorrenti sosteneva che la nuova disciplina costerebbe dagli 11 ai 14 milioni di dollari a ciascuna società quotata per ogni richiesta di designazione presentata dai soci; la SEC invece aveva stimato che con la nuova disciplina ogni anno ci potrebbero essere state 51 richieste di designazione, mentre ad es. nel 2009 ci sono comunque state 57 competizioni tra liste di candidati concorrenti. Nell'interrogatorio l'avvocato della SEC ha sostenuto che i requisiti di legittimazione previsti dalla nuova disciplina sono stringenti e quindi non sono molti gli azionisti delle varie società quotate che possono qualificarsi (3% di possesso azionario da almeno tre anni): i 2/3 delle società quotate non hanno azionisti che soddisfano questi requisiti (i cinque maggiori azionisti della maggior parte delle società non raggiungono il quorum del 3%). Al che, il giudice ha risposto: "So apparently Rule 14a-11 will have no effect because hardly anyone will be qualified to use it". L'avvocato della SEC ha ribattuto che comunque i vari azionisti possono coalizzarsi tra loro per raggiungere il quorum se sono convinti che la composizione del consiglio di amministrazione debba essere cambiata. Inoltre egli ha sostenuto che se la società non si oppone alla richiesta di designazione presentata dai soci, i costi possono ridursi notevolmente (l'emittente non è obbligato ad impegnarsi in campagne per convincere tutti gli azionisti a votare i candidati del consiglio invece che quelli designati dalla minoranza di azionisti). Un altro punto approfondito ha riguardato l'impatto della nuova disciplina sul comportamento degli investitori diversi dai sindacati e dai fondi pensione i quali (guardando gli assetti proprietari delle società quotate americane) risultano i legittimati ad esercitare il diritto di designazione e che potrebbero non condividere gli stessi interessi degli altri azionisti. A questa domanda l'avvocato della SEC ha risposto sottolineando il valore che l'ingresso nei consigli di amministrazione di candidati designati dagli azionisti può apportare ed inoltre, considerando che in media le 500 maggiori società quotate nel listino S&P hanno una capitalizzazione di 23 miliardi di dollari, ciò vuol dire che, per qualificarsi all'esercizio del diritto di designazione, gli investitori devono avere una percentuale azionaria del valore di 700 milioni di dollari da tre anni nell'emittente: con tale ammontare di interesse non è pensabile che gli azionisti perseguano, attraverso i loro candidati, politiche che danneggino il valore della società o la sua redditività. Cfr. ALLEN T., Judges Question the SEC's Proxy Access Rule, April 7, 2011 in <http://blog.issgovernance.com>.

<sup>38</sup> *Business Roundtable et al. v. Securities and Exchange Commission*, No. 10-1305, July 22, 2011.

<sup>39</sup> Securities and Exchange Act, Release Nos. 33-9259; 34-65343; IC-29788; File No. S7-10-09.

<sup>40</sup> Viene citato il precedente giurisprudenziale *Chamber of Commerce v. SEC*, 412 F.3d 133, 143 (D.C. Circ. 2005) che afferma questo principio: cfr. *Business Roundtable et al. v. Securities and Exchange Commission*, No. 10-1305, cit., p. 6.

<sup>41</sup> Così come prevedono le norme 15 U.S.C. §§ 78c(f), 78w(a)(2), 80a-2(c) citate ibidem.

risposto a problemi sostanziali sollevati dai commentatori (durante la fase di consultazione). Così facendo non è riuscita a giustificare *economicamente* l'introduzione di una nuova regola. Tra i benefici, per gli azionisti, la SEC aveva individuato il risparmio dei costi di stampa, postali, di pubblicità etc. e la riduzione dei problemi di *collective action* che in generale frenano l'iniziativa dei singoli soci quando si tratta di elezione degli amministratori ma soprattutto, per le società, la SEC aveva fatto riferimento al miglioramento delle prestazioni del consiglio di amministrazione e all'incremento dello *shareholder value*. La SEC concludeva asserendo che la nuova disciplina avrebbe promosso "l'efficienza" dell'economia intera e che i benefici della stessa sarebbero stati superiori ai costi senza però quantificare con analisi empiriche i costi per gli emittenti e, per quanto riguarda i benefici, citando degli studi a sostegno che però sono stati confutati da altri studi pure citati ma sottovalutati dalla Commissione che, invece, ha dato maggiore peso in particolare a due studi che però la Corte ha giudicato "relativamente non persuasivi"<sup>42</sup>.

Questo è stato il punto fondamentale della scelta legislativa della SEC: l'asserzione che, ad una maggiore iniziativa dei soci nelle elezioni degli amministratori, corrisponde un miglioramento della redditività della società e dello *shareholder value*, cioè una maggiore efficienza. Ebbene questa proposizione non è stata dimostrata empiricamente, secondo il giudizio della Corte.

Il problema è che una tale dimostrazione empirica è molto difficile perché nel diritto, a differenza delle scienze, in generale non possono compiersi esperimenti naturali *ex ante* per dimostrare una tesi, ma solo studiare *ex post* degli avvenimenti. Ripeto esistono studi che, con analisi statistiche ed econometriche, hanno dato dimostrazione in questo senso ma altri studi invece portano evidenze contrarie.

Alla SEC, dopo questa decisione (non dimentichiamo che la SEC era stata autorizzata dal *Dodd-Frank Act* del Congresso ad intervenire sul punto), viene addossata dunque una prova davvero diabolica se continuasse a volere legiferare in materia di iniziativa dei soci nelle procedure di elezione degli amministratori<sup>43</sup>. La SEC non è riuscita a dimostrare che l'introduzione della nuova regola migliori la redditività della società: i dati, gli studi cui ha fatto riferimento non sono una dimostrazione conclusiva della necessità di introdurre questa nuova

---

<sup>42</sup> Cfr. *Business Roundtable et al. v. Securities and Exchange Commission*, p. 6.

<sup>43</sup> Per una critica della decisione cfr. BROWN R.J., *Shareholder Access and Uneconomic Economic Analysis: Business Roundtable v. SEC*, in <http://ssrn.com/abstract=1917451> il quale afferma che "The DC Circuit struck down the rule, imposing a "high impossible" standard with respect to the applicable economic analysis. The decision far exceeded the standards set out by Congress and the courts with respect to cost/benefit analysis(. . .) The short term impact of the decision is to make more difficult the implementation of a shareholder access rule. The long term implications are more severe. The decision effectively discourages the SEC from using rulemaking as a means of establishing legal requirements and instead encourages the use of more informal and less uniform methods such as no action letters and enforcement proceedings" (ibidem, p. 1 s).

regola nell'ordinamento. La SEC perciò ha questo onere ogni qualvolta volesse introdurre la normativa. A questo punto il ruolo della SEC è stato reso davvero molto complesso: dovrebbe giustificare ogni nuova disposizione sulla base dell'analisi economica del diritto; ciò rischia di paralizzare qualsiasi suo intervento.

Esiste peraltro uno studio, svolto dopo che la SEC aveva emanato la *Rule 14a-11* e di cui quindi non ha potuto tenere conto (e a cui la Corte comunque non ha fatto riferimento) che ha compiuto un "esperimento naturale" su questo punto; ciò è stato possibile sulla base di una circostanza del tutto eccezionale. Come detto, il 4 ottobre 2010 la SEC inaspettatamente (nessuno lo aveva previsto anche perché non c'erano precedenti nella storia della SEC, come ho sopra riferito) aveva sospeso *ex abrupto* l'applicabilità della *Rule 14a-11*, rinviandola di un anno: quello stesso giorno il mercato ha reagito negativamente alla notizia "punendo" le società in cui la nuova regola avrebbe potuto essere applicata (in sostanza quelle nei cui assetti proprietari erano presenti investitori istituzionali titolari di almeno il 3% delle azioni da tre anni). Peraltro mentre le società in cui la regola avrebbe potuto essere applicata hanno perso 17 punti di valore, quelle in cui gli investitori istituzionali sono notoriamente i più attivisti hanno perso quattro volte di più. Il risultato è stato giudicato sorprendente anche perché, dopo la sospensione da parte della SEC, non era per niente chiaro o prevedibile se la regola sarebbe stata annullata oppure no; si reputava invece diffusamente che la sua applicazione sarebbe stata meramente rinviata di un anno. Questa è stata una dimostrazione empirica della correlazione tra *Rule 14a-11* e *shareholder value* nel senso che: il rinvio dell'applicabilità della nuova procedura aveva chiaramente comportato una riduzione dello *shareholder value* delle società maggiormente coinvolte dalla Regola e da ciò si è dedotto, *a contrario*, che la *shareholder access rule* aumenta lo *shareholder value*<sup>44</sup>.

5. *Conclusioni: efficienza, Italia ed Usa, due modelli da non seguire.*

Da quanto detto possiamo innanzitutto notare che vari sono i significati attribuiti ed attribuibili dagli ordinamenti, nel diritto societario, alla nozione di efficienza, anche rispetto alla stessa questione *exit / voice*. Ciascun significato dato alla nozione di efficienza può condurre ad una conclusione diversa circa il rafforzamento della *voice* oppure dell'*exit*: la riforma del diritto societario italiana, in nome dell'efficienza, ha depotenziato la *voice* e potenziato l'*exit*; il

---

<sup>44</sup> Cfr. BECKER B. - BERGSTRESSER D.- SUBRAMANIAN G., Does Proxy Access Improve Firm Value? Evidence from the Business Roundtable Challenge, November 20, 2010 in <http://ssrn.com/abstract=1695666>. Gli Autori appartengono alla *Harvard Business School*. Lo studio è ovviamente molto articolato e spiega, anche con l'ausilio di grafici, come sono stati isolati i dati sintetizzati nel testo rispetto a tutti gli altri; cfr. *ibidem* per un approfondimento.

CONVEGNO ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE  
FEBBRAIO 2012

legislatore comunitario, per migliorare la *corporate governance* e quindi l'efficienza, ha invece rafforzato la *voice*; nell'ordinamento americano si credeva di migliorare l'efficienza aumentando un'effettiva *voice* dei soci ma, alla fine, si è reputato che l'efficienza invece è inversamente proporzionale alla *voice* o comunque si è creduto che la SEC non sia riuscita a dimostrare il contrario (gli studi economici, come detto, giungono a conclusioni diverse).

Notiamo anche, da un lato, la superficialità del legislatore italiano che fa riferimento al criterio dell'"efficienza" per giustificare importanti scelte di politica legislativa senza specificarne il significato adottato, senza citare studi o tesi a sostegno. Laddove i legislatori di altri ordinamenti o gli organismi internazionali (si pensi all'OCSE o alla stessa Unione Europea) sempre si riferiscono ad analisi, studi per giustificare il collegamento funzionale tra determinate norme ed i loro effetti sui destinatari delle norme. Se un legislatore sceglie di ispirarsi ad un criterio di mercato o di efficienza, una maggiore e migliore argomentazione, anche servendosi di analisi economiche, forse renderebbe più seria la scelta.

Dall'altro lato però notiamo l'*impasse* in cui è caduto l'ordinamento americano ed anche il pericolo di un'impostazione che condiziona l'introduzione di determinate fondamentali norme alla dimostrazione empirica dell'efficienza. Trattandosi di scienze sociali e non naturali, come si fa a dimostrare in anticipo che una norma produca effetti positivi sulla redditività dell'impresa o altro? Le proiezioni che possono farsi sul comportamento dei vari operatori restano proiezioni, speculazioni, difficilmente quantificabili esattamente in un senso o in un altro (si vedano le opposte congetture rispetto agli stessi comportamenti dei vari operatori nel giudizio americano citato, di cui soprattutto in nt. 37 *supra*).

Insomma due esempi, che richiamano l'efficienza, da non seguire: né quello del legislatore italiano, né quello dell'ordinamento americano.

Francamente non auspico che il legislatore debba necessariamente giustificare i suoi interventi normativi sulla base delle esigenze del mercato o di criteri efficientisti, senza potere legiferare invece in nome di valori contrapposti a tali esigenze o diversi. La recente esperienza dell'ordinamento americano forse ci insegna che condizionare interventi di legge esclusivamente all'efficienza o a valori di mercato può volere dire compromettere irrimediabilmente non solo valori "contrapposti" ma anche principi quali, ad esempio, il rafforzamento di diritti fondamentali del socio, come la nomina degli amministratori, su cui poggia il rapporto fiduciario.

Ebbene la nozione di efficienza ha diversi significati nel nostro campo. Già questo complica l'intervento del legislatore che, se subordina un suo intervento all'efficienza, deve spiegare quale significato ne accoglie. Peraltro se l'intervento legislativo dovesse, per forza,

CONVEGNO ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE  
FEBBRAIO 2012

essere condizionato alla dimostrazione di una maggiore efficienza, si rischierebbe non solo di dimenticare valori diversi da quelli di mercato, quali l'equità o il bilanciamento dei poteri, ma anche di preferire l'efficienza a principi giuridici consolidati in un ordinamento quali quelli a fondamento del rapporto fiduciario. Si arriva perciò al paradosso che il criterio dell'efficienza possa soppiantare non solo i valori ma anche i principi giuridici, o che addirittura possa paralizzare il legislatore. Con l'ulteriore complicato problema, trattandosi di scienza sociale, della difficoltà di quantificare, misurare in maniera precisa, oggettiva e condivisa l'efficienza, nonostante l'utilizzo di modelli matematici che, essendo astratti, potrebbero non rappresentare al meglio la realtà.