

Dipartimento  
di Impresa e Management

Cattedra di Diritto Commerciale

L'Agency theory come strumento di analisi e  
risoluzione dei conflitti nelle differenti tipologie di  
società.

Focus sull'attività bancaria: confronto tra i casi  
Banche Venete e Lehman Brothers.

Prof. Raffaele Lener

RELATORE

Matr. 205781  
Viviana Di Vuolo

CANDIDATA



*A mamma e papà,  
i miei punti di riferimento,  
e alla luce nei loro occhi.*

# INDICE

<b>Introduzione</b> .....	<b>7</b>
<b>1. Agency theory: aspetti teorici</b> .....	<b>8</b>
1.1 Origini.....	8
1.2 Definizione del concetto .....	8
1.3 Distinzione tra primo e secondo tipo .....	10
1.4 Agency costs.....	13
1.5 Asimmetrie informative.....	15
1.6 Le nuove teorie riguardanti la <i>corporate governance</i> .....	18
<b>2. Applicazione del concetto e analisi delle soluzioni</b> .....	<b>21</b>
I parte: le società di persone .....	21
2.1 Le società di persone .....	21
2.1.1 Caratteri generali .....	21
2.1.2 L'amministrazione delle società .....	22
2.1.3 Agency theory nelle società di persone .....	23
2.2 La società semplice.....	27
2.2.1 Caratteri generali .....	27
2.2.2 L'amministrazione della società .....	28
2.2.3 Agency theory nelle società semplice.....	29
2.3 La società in nome collettivo .....	31
2.3.1 Caratteri generali .....	31
2.3.2 Amministrazione, rappresentanza e divieto di concorrenza.....	31
2.3.3 Agency theory nelle società in nome collettivo.....	32
2.4 La società in accomandita semplice .....	33
2.4.1. Caratteri generali .....	33
2.4.2 I soci accomandanti e l'amministrazione della società.....	34
2.4.3 Agency theory nelle società in accomandita semplice .....	35
2.5 Special case: l'impresa coniugale .....	36
2.6 Special case: l'impresa familiare .....	37
2.7 Conclusioni .....	38
II parte: le società di capitali.....	40

2.8	Le società di capitali .....	40
2.8.1	Caratteri generali .....	40
2.8.2	Modelli di governance .....	41
2.8.3	Agency theory nelle società di capitali .....	43
2.9	Le società a responsabilità limitata .....	44
2.9.1	Caratteri generali .....	44
2.9.2	La società a responsabilità limitata semplificata .....	45
2.9.3	Amministrazione e controllo .....	45
2.9.4	Agency theory nella società a responsabilità limitata.....	47
2.9.5	Il caso esaminato dal Tribunale di Milano .....	51
2.10	La società per azioni .....	52
2.10.1	Caratteri generali .....	52
2.10.2	Amministrazione e controllo .....	54
2.10.3	Il consiglio di amministrazione .....	55
2.10.4	Agency theory nelle società per azioni.....	55
2.10.5	Sentenza n. 15923/2015.....	59
2.11	La società in accomandita per azioni.....	61
2.11.1	Caratteri generali .....	61
2.11.2	L'azionista accomandatario .....	61
2.11.3	L'amministrazione.....	62
2.11.4	Agency theory nelle società in accomandita per azioni.....	62
2.12	Conclusioni .....	64
<b>3.</b>	<b>Case study: il settore bancario.....</b>	<b>66</b>
3.1	Lehman Brothers .....	66
3.1.1	Il caso.....	66
3.1.2	Ordinamento americano sui conflitti d'interesse.....	68
3.1.3	L'agency theory .....	70
3.2	Banche Venete .....	71
3.2.1	Il caso.....	71
3.2.2	Banca d'Italia: i conflitti d'interesse.....	73
3.2.3	L'agency theory .....	76
3.3	Il confronto .....	78

<b>Conclusioni .....</b>	<b>81</b>
<b>Sitografia .....</b>	<b>82</b>
<b>Bibliografia.....</b>	<b>85</b>

## INTRODUZIONE

L'agency theory è un concetto di recente derivazione statunitense, incentrato sullo studio del rapporto intercorrente fra chi detiene un peculiare interesse nei confronti di una fattispecie, tendenzialmente di natura economico-giuridica, e chi, talvolta in aggiunta, detiene rispetto a quest'ultima un marcato potere amministrativo tale da poter influenzare notevolmente la situazione della controparte.

Lo scopo alla base di questo elaborato è in prima istanza, connesso all'analisi di tale teoria in quanto riferibile all'ambito per la quale è nata: la sottoscrizione contrattuale da parte dei principal, mirata alla costituzione di una società e l'assegnazione dell'amministrazione e della gestione al management aziendale.

Seguirà nel secondo capitolo, una trattazione approfondita sulle peculiarità riconducibili alle varie tipologie di società previste dall'ordinamento giuridico italiano ed un'analisi sviscerata delle diverse implicazioni derivanti dall'applicazione del concetto a queste ultime. In aggiunta, verrà esaminata la differente disciplina prevista in termini di direzione e controllo, con annessi esempi di casi concretamente sentenziati in tribunale.

Prima delle conclusioni e delle valutazioni generali, si provvederà a considerare gli effetti della teoria dell'agenzia per quanto concerne il settore bancario. L'immediato riferimento è al fallimento del gruppo Lehman Brothers, parallelo, in termini di tempistiche, allo scoppio della bolla speculativa. L'invito è a riflettere sul se e sul come, a parità di variazioni esogene e macroeconomiche, si sarebbe potuta evitare la crisi di una tra le quattro Banche d'affari più importanti negli USA dello scorso decennio, solo tramite una maggiore attenzione all'assetto corporativo e manageriale e una migliore gestione dei conflitti d'interesse. In riferimento a questo sarà analizzata anche la disciplina statunitense. Il paragone più diretto e incentrato su un'efficace gestione dei conflitti, nonostante la minore portata delle conseguenze in termini di dispendio economico e diffusione della crisi economico-finanziaria, è sicuramente la crisi delle due Banche Venete: Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca. Anche in questo caso, le tematiche verranno affrontate a partire dalle circostanze che hanno poi comportato l'acquisizione delle due banche dall'attuale Banca assicurazione Intesa San Paolo. Seguirà un approfondimento su quanto predisposto da Banca d'Italia per le specifiche fattispecie verificatesi in Italia e, ancora, uno studio sulle possibili implicazioni derivanti da una più corretta gestione dei conflitti. Per finire, i due casi verranno confrontati nelle cause, negli effetti e nei possibili meccanismi risolutivi.

# 1. AGENCY THEORY: ASPETTI TEORICI

## 1.1 ORIGINI

Le origini del concetto di **agency theory** vanno fatte risalire agli anni '60 e '70 del secolo scorso quando, Wilson prima e Arrow poi, iniziarono ad esaminare la questione relativa alla condivisione dei rischi.<sup>1</sup>

Tuttavia, per ottenere un'analisi dettagliata del problema si è dovuto aspettare fino al 1976, anno in cui Michael C. Jensen e William H. Meckling pubblicarono per l'Università di Rochester "*Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*".

Il saggio espone in dettaglio tutte le caratteristiche di tale teoria, esaminandone i costi ad essa connessi e le problematiche di fondo.

Il concetto trova, però, applicazione empirica solo nell'ultima decade del secolo scorso e nei primi anni 2000, con la crisi delle grandi aziende, quali Parmalat e Cirio nello scenario italiano, e con il dibattito incentrato sulla corporate governance e sui vari aspetti di asimmetria informativa.

La recente crisi finanziaria, a partire dal 2007, ha poi notevolmente accresciuto l'importanza conferita alle tematiche di conflitto d'interesse, sia tra gli azionisti maggioritari e minoritari, che tra gli azionisti e i manager delle grandi imprese, estendendo la questione agli istituti di intermediazione finanziaria e alle banche: è il caso di Lehman Brothers, negli USA, e delle Banche Venete, in Italia.

In ultima istanza, presa consapevolezza dell'importanza della teoria nell'ambito della gestione delle crisi, una sempre maggiore tendenza in dottrina, risulta essere l'applicazione di questa teoria alle varie tipologie di società, previste dall'ordinamento giuridico italiano, allo scopo di evidenziare e interpretare l'analisi sulle possibilità di risoluzione del problema.

## 1.2 DEFINIZIONE DEL CONCETTO

L'agency theory, o teoria dell'agenzia, assume notevole rilevanza se inquadrata nell'ambito della corporate governance come esplicativa del rapporto intercorrente tra gli azionisti (*principal*) e i manager (*agent*).

In questa prospettiva, un rapporto di agenzia può essere inteso come "*un contratto nel quale l'azionista assume il manager delegando determinate attività e talune responsabilità decisionali*".<sup>2</sup>

In virtù di questo, è evidente una netta separazione tra la proprietà dell'azienda e il controllo di questa (*separation of ownership and control*)<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> "Agency Theory: An Assessment and Review" - KATHLEEN M. EISENHARDT, Stanford University

<sup>2</sup> DALLOCCHIO M. – TAMAROWSKI C., Corporate governance e valore. L'esempio di Telecom Italia, Egea, Milano, 2005.

<sup>3</sup> "Since the relationship between the stockholders and manager of a corporation fit the definition of a pure agency relationship it should be no surprise to discover that the issues associated with the "separation of ownership and control" in the modern diffuse ownership corporation are intimately associated with the general problem of agency." - "Theory of the firm: managerial

La teoria dell'agenzia generalmente si sviluppa lungo due filoni, entrambi riconducibili al contratto tra proprietari e management. Il primo è il cosiddetto filone "positivista", posto in termini di complementarità più che di contrasto con il secondo, definito "*principal-agent*".

In quest'ultimo caso, il suddetto contratto, è analizzato in maniera maggiormente astratta e teorica, espandibile a più tipologie di relazioni, al di là del rapporto azionista-manager.

Ancor più esemplificativa è la visione "positivista" che inquadra la relazione in un contesto conflittuale secondo la logica per cui "*se entrambe le parti sono massimizzatori di utilità, ci sono buone ragioni per credere che l'agente non agirà sempre nel migliore interesse del principale.*"<sup>4</sup>

Proprio per questo, tale concezione si è soffermata principalmente sulla definizione dei meccanismi di governance che, se ricollegati alle relazioni contrattuali tra azionisti ed manager delle imprese, e ai problemi di agenzia a questi legati, risultano adatti a limitare i comportamenti opportunistici di quest'ultimo.

La sempre maggiore espansione delle imprese quotate e ad azionariato diffuso (cosiddette public company) ha comportato nel tempo un'estensione della problematica sul piano dei rapporti fra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza, analizzando anche in questo caso i meccanismi di risoluzione dei conflitti d'interesse, al fine di gestire questi ultimi.

Si è visto quanto di centrale importanza sia stato l'apporto di Jensen e Meckling (1976), i quali per primi spiegarono come gli interessi contrastanti degli individui, che esercitano specifiche mansioni o ricoprono altrettanto specifici ruoli in un'azienda, possano raggiungere un punto di equilibrio<sup>5</sup>, e che la concezione di un'impresa che si basi sullo schema della massimizzazione del proprio stesso valore sia inadeguata e insufficiente a decifrare le condotte dei manager nelle grandi società.

Di fondo è la considerazione che i diritti patrimoniali, le quote di proprietà e il loro stesso trasferimento siano generalmente disciplinati mediante contratti, impliciti o espliciti, e pertanto le condotte dei soggetti che operano all'interno di un'impresa organizzata, incluse quelle degli amministratori, deriveranno principalmente dalla tipologia di tali contratti<sup>6</sup>.

In riferimento a quest'ultima, i due autori decidono così di definirla: "*the private corporation or firm is simply one form of legal fiction which serves as a nexus for contracting relationships and which is also*

---

**behaviour, agency costs and ownership structure**" – Michael C. Jensen and William H. Meckling. Received January 1976, revised version received July 1976, p.308

<sup>4</sup> v. C. JENSEN and William H. Meckling, op.citata p.309

<sup>5</sup> "We have no theory which explain how the conflicting objectives of the individual participants are brought into equilibrium so as to yield this result". – v. Michael C. Jensen and William H. Meckling (1976), op. cit..

<sup>6</sup> "Since the specification of rights is generally affected through contracting (implicit as well as explicit), individual behaviour in organizations, including the behaviour of managers, will depend upon the nature of these contracts". – v. Michael C. Jensen and William H. Meckling (1976), op. cit..

*characterized by the existence of divisible residual claims on the assets and cash flows of the organizations which can generally be sold without permission of the other contracting individuals”.*

Inquadrata in quest’ottica, l’impresa può essere vista come un agglomerato di complessi rapporti (rappresentati da contratti) che s’instaurano tra l’ente di natura giuridica (la società), coloro che ne possiedono la proprietà, coloro che operano all’interno di questa, in termini amministrativi e produttivi ed i clienti.

Emerge quindi un problema essenziale, che è poi alla base dell’agency theory: la società è costituita da un numero sufficientemente elevato di rapporti tra individui con obiettivi contrastanti, in quanto tutti puntano alla massimizzazione della propria utilità e al raggiungimento dell’equilibrio (tra questi obiettivi) mediante una formalizzazione contrattuale, che può essere esplicita o implicita, dei rapporti di cui è composta.

Punto centrale della teoria dell’agenzia è relativo al fatto che i proprietari non hanno modo di monitorare efficacemente l’*agere* dei manager. Questo problema è particolarmente rilevante nelle società ad azionariato diffuso, ad esempio le imprese quotate nei mercati regolamentati. Di contro, risulta marginale nelle piccole e medie imprese o in quelle nelle quali vi sia un azionista di controllo, che riesca a monitorare direttamente gli agenti.<sup>7</sup>

La supervisione dell’operato del management si rende necessaria in quanto, se tra le controparti sussiste un rapporto di agenzie e queste hanno, pertanto, come obiettivo la massimizzazione della propria utilità, è plausibile ritenere che i manager non opereranno sempre con l’obiettivo di raggiungere gli obiettivi del principale. Per questo motivo il principale dovrà impegnarsi al fine di ridurre i comportamenti opportunistici dell’agente che vanno contro i propri interessi, sia attraverso un adeguato schema d’incentivi, sia sopportando ulteriori costi per il monitoraggio.

La relazione di agenzia può avere dunque svariati svantaggi concernenti l’opportunismo o il perseguimento dei propri obiettivi come prerogativa da parte dell’agent.

### **1.3 DISTINZIONE TRA PRIMO E SECONDO TIPO**

Tramite gli studi portati a termine nel secolo scorso dai teorici positivisti, si è convenuto che la teoria dei conflitti d’interesse vada riferita a due differenti prospettive del problema, per le quali l’assunto di fondo è coerente in entrambe, ma i tratti caratterizzanti e, in particolare, i soggetti interessati si differenziano ampiamente.

---

<sup>7</sup>“*La delega dell’attività di monitoraggio è particolarmente importante nelle imprese a proprietà diffusa. Un azionista di controllo potrebbe monitorare da vicino il top management; al contrario, in presenza di una moltitudine di piccoli azionisti, ognuno dei quali è detentore di una modesta quota proprietaria, il singolo investitore non ha sufficienti incentivi a spendere tempo e denaro nel monitoraggio e lascerà il compito agli altri azionisti, guadagnando gratuitamente dal loro sforzo*”. - v. Dalocchio M., Tamarowski C., *op. cit.*

La prima tipologia, di più larga diffusione e alla quale la dottrina riserva un'ampia e completa analisi, riguarda il già menzionato rapporto tra stakeholders (principal) e manager (agents).

*“La proprietà vede sfumare la sua connotazione di categoria soggettiva assoluta dell'impresa, affermando la residualità del profitto nella remunerazione delle risorse, anche se il mandato fiduciario in base al quale il delegato amministra per conto del delegante ha l'effetto di garantire la massimizzazione dei suoi interessi, pena il disinvestimento o la risoluzione del mandato.”*<sup>8</sup>

La seconda tipologia fa invece riferimento alle relazioni intercorrenti tra azionisti di maggioranza e stakeholders che invece detengono quote minoritarie di partecipazioni aziendali e con esse limitati poteri di controllo e direzione, dovuto all'interesse nei confronti dei soli diritti patrimoniali.

*“Si assiste all'evoluzione da una razionalità strettamente soggettiva ad una razionalità sistemica”*,<sup>9</sup> per cui l'impresa diviene strumentale agli interessi di una pluralità di categorie soggettive (stakeholder), che in modi differenziati esercitano pressioni sui soggetti decisori, riuscendo anche a garantirsi una partecipazione diretta all'attività di governo.

Questa situazione viene definita come Agency Problem di Tipo II (per distinguerla da quella descritta dai due autori che viene quindi chiamata di Tipo I).

Uno dei principali problemi di agency implica il conflitto tra i soci che possiedono la maggioranza delle azioni o che comunque controllano la società, da un lato, e i soci di minoranza o non di controllo, dall'altro. In questo caso, i proprietari-investitori non di controllo sono i principal mentre i soci di controllo sono gli agent; la difficoltà sta qui nell'assicurare che i primi non subiscano spoliamenti e/o abusi da parte dei secondi. In entrambi i casi, vi è comunque alla base un rapporto conflittuale posto in termini di mero opportunismo, incentrato sulla massimizzazione dei propri interessi e nel minor dispendio possibile di risorse proprie.

L'analisi dottrinale della prima tipologia ha come obiettivo la risoluzione di due problemi che possono verificarsi. Il primo è il problema di agenzia che si pone quando i desideri o gli obiettivi del principal e dell'agent contrastano e si discostano l'uno dall'altro o quando è difficile o costoso per il principal verificare che cosa stia effettivamente facendo l'agente o se si sia comportato in modo appropriato. Il secondo è il problema della condivisione del rischio che occorre quando shareholders e manager hanno differenti predisposizioni al rischio e, proprio per questo, possono preferire azioni diverse da adottare.<sup>10</sup>

Emblematica è inoltre, la distanza geografica della concentrazione delle due differenti tipologie di conflitto d'interesse. Se, infatti, l'agency theory è stata utilizzata in gran parte per spiegare i conflitti tra proprietà e

---

<sup>8</sup> **Value of maximization** – C. Jensen (2001)

<sup>9</sup> *La teoria dell'impresa: soggetti, sistemi, evoluzione* – E. Rullani

<sup>10</sup> v. KATHLEEN M. EISENHARDT, Stanford University – op. cit.

management tipici delle grandi corporations statunitensi, in un'ottica europea la principale relazione di agenzia riguarda quella che s'instaura tra azionisti di maggioranza ed azionisti di minoranza.<sup>11</sup>

Jensen e Meckling spiegano l'Agency Theory a partire dall'evidenza empirica riscontrata nelle fattispecie economiche americane, contraddistinta da società con azionariato diffuso ed considerevoli mercati regolamentati attivi, in cui insieme, investitori e risparmiatori di piccoli tagli affidano la gestione di aziende ad una serie di soggetti che vanno a formare management dell'impresa.

Nel sistema statunitense quindi il disallineamento si verifica tra gli interessi degli azionisti e gli interessi dei manager.<sup>12</sup>

È tuttavia doveroso constatare che non tutti i modelli di capitalismo sono uguali a quello statunitense.

Nei Paesi dell'Europa continentale la situazione è, infatti, certamente diversa.

Tali economie si differenziano per la proprietà salda nel tempo e per la *ownership concentration* spesso nelle mani di importanti famiglie i cui componenti, nella maggior parte dei casi, detengono la quota di maggioranza e siedono nel consiglio di amministrazione.

L'idea che gli stakeholders di maggioranza siano anche dinamicamente inseriti nel management dell'impresa riduce, se non addirittura elimina, la separatezza tra proprietà e amministrazione-controllo, il che comporta la completa assenza del problema di agenzia come affermato da Jensen e Meckling.<sup>13</sup>

In situazioni del genere tuttavia si viene comunque a generare un disallineamento di interessi, ma non tra azionisti e management bensì tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza.<sup>14</sup>

Come nell'Agency Theory tipo I, anche in questo contesto l'agent (ora azionista di maggioranza) è avverso al rischio mentre il principal (ora azionista di minoranza) è propenso ad esso.

La distinzione tra le due tipologie non si estingue nell'orizzonte spaziale.

Un ulteriore criterio di differenziazione trova fondamento nelle varie forme giuridiche a cui si conformano le società

Il problema dell'agenzia è strettamente collegato al tema degli assetti proprietari. Dalla struttura proprietaria dipende, nel caso dell'Agency Theory tipo I, la capacità degli azionisti di controllare l'operato degli amministratori. Tanto più aumenta la distinzione della proprietà dal controllo, tanto più aumenteranno i costi

---

<sup>11</sup> *The primary principal-agent conflict in continental European company law is not the conflict between the shareholders and the board of directors, but rather the conflict between the minority shareholders and the majority shareholder*. v. "Modern company law problems: a European perspective" – OECD (2000).

<sup>12</sup> *Qualité de la publication financière et mécanismes de gouvernance en France in Revue Management et Avenir* - C.B. Ali

<sup>13</sup> *The relationship between Voluntary Disclosure and Independent Directors in the Presence of a Dominant Shareholder in European accounting review* - L. Patelli, A. Prencipe

<sup>14</sup> v. C.B. Ali – op.citata

di agenzia. Nelle società ad azionariato diffuso, dove è massima tale separatezza, i costi di agenzia sono molto alti. Nelle società a struttura proprietaria ristretta o chiusa, dove gli azionisti riescono facilmente a monitorare gli amministratori, i costi di agenzia sono molto bassi o addirittura inesistenti.

Per altro, la presenza di amministratori indipendenti al consiglio di amministrazione contribuisce ad una riduzione dei costi di agenzia. La loro funzione concerne la vigilanza sul comportamento degli amministratori esecutivi, al fine di evitare possibili atteggiamenti che deviano dall'interesse sociale, e perseguono obiettivi personali di arricchimento.<sup>15</sup>

Per quanto concerne l'Agency Theory tipo II, a primo impatto, lo scenario non sembra cambiare molto. Anche in questo caso, all'aumentare delle dimensioni e della complessità della società, aumentano i costi di agenzia, poiché aumenta il numero degli azionisti di minoranza e, con esso, i rischi associati ai poteri degli azionisti di controllo.

Tuttavia, è interessante notare come, in quest'ultimo caso, possano verificarsi situazioni analoghe, anche nelle società di persone. È il caso del piccolo imprenditore e dell'impresa familiare che, come verrà analizzato in seguito, costituisce uno dei classici esempi in cui l'amministrazione e la gestione delle attività sono concentrate nelle mani del singolo, il quale deve corrispondere determinati diritti patrimoniali agli altri proprietari dell'impresa, nonché suoi affini o parenti.

Quindi in sostanza si può affermare che mentre l'Agency Theory tipo I presuppone una separatezza tra ownership e control, l'Agency Theory tipo II richiede come unico requisito una pluralità di soggetti più o meno coinvolti, siano questi proprietari e/o amministratori.

#### **1.4 AGENCY COSTS**

Molti problemi associati all'inadeguatezza dell'attuale theory of the firm possono anche essere considerati casi speciali della teoria delle relazioni di agenzia.

Il principale può ridurre le divergenze tra i suoi interessi e quelli del manager, stabilendo incentivi che siano appropriati per quest'ultimo, o incorrendo in costi di monitoraggio che limitino le attività aberranti e le condotte opportunistiche. Inoltre, in alcune situazioni, pagherà all'agente la spesa di risorse (*bonding costs*) per garantire che non intraprenderà determinate azioni che potrebbero danneggiarlo o assicurare che il capitale sarà risarcito se intraprenderà tali azioni. Tuttavia, è generalmente impossibile per il principale assicurare che i manager prendano decisioni ottimali senza il pagamento di un certo incentivo.

Nella maggior parte dei rapporti di agenzia il principal e l'agent incorrono in costi di monitoraggio e di bonding costs (sia pecuniari che non). Nonostante ciò è probabile che l'operato del management rispetto a

---

<sup>15</sup> Mongiello A., *Ordinaria e straordinaria amministrazione in materia di società* (nota a Cass. civ. 2 ottobre 1978, n. 4369), in *Dir. fall.*, 1979, II, 439; Moro Visconti G., *Il presidente del Consiglio di amministrazione*, in *Impresa*, 1988, 1797; Mozzarelli M., *Amministratori di fatto: fine di una contesa* (nota ad App. Milano 26 settembre 2000), in *Giur. comm.*, 4/2001, II, 562.

quello che avrebbe massimizzato l'utilità degli azionisti sia comunque differente: tale differenza è definita come "residual loss".

Definiamo gli agency costs come la somma di:

1. Monitoring costs, i.e. le spese di monitoraggio da parte del principal,
2. I bonding costs da parte dell'agent,
3. La perdita residua.<sup>16</sup>

Di seguito alcuni esempi per ogni categoria di agency cost.

### ***Monitoring costs***

Il consiglio di amministrazione di una società opera per conto degli azionisti e, pertanto, risulta necessario il continuo monitoraggio, nonché la riduzione delle attività di gestione al fine di assicurare condotte che massimizzino l'utilità degli stakeholders.

Il costo di avere un consiglio di amministrazione è quindi, almeno in una certa misura, considerato un costo di monitoraggio dell'agenzia.

Il sistema di ispezione continua comprende ad esempio le attività di auditing ed il sistema di controllo interno, la fissazione di limiti di budget ed un sistema di incentivi diretto ad adeguare gli interessi dei manager con quelli degli azionisti.

Anche i costi associati all'emissione di bilanci e alle stock option dei dipendenti sono considerati monitoring costs.<sup>17</sup>

In sintesi, il termine monitoraggio include molto più che valutare o osservare il comportamento dell'agente. Comprende gli sforzi da parte degli azionisti effettuati, a tale finalità, mediante restrizioni di bilancio, regole operative, politiche di compensazione, ecc.<sup>18</sup>

### ***Bonding costs***

Le cosiddette "bonding activities", invece, hanno il compito di vincolare i manager e garantire gli azionisti contro eventuali atteggiamenti sleali da parte dei manager. Possono includere ad esempio garanzie di tipo contrattuale relative alla certificazione dei bilanci da parte di auditor esterni, limitazioni contrattuali al potere decisionale dei manager, ecc.

---

<sup>16</sup> v. C. JENSEN and William H. Meckling, op.citata p.308

<sup>17</sup> *Agency Costs* - James Wilkinson on July 23, 2013 in WikiCFO

<sup>18</sup> v. C. JENSEN and William H. Meckling, op.citata p.308

L'esempio classico è quello del manager che può accettare di stare con un'azienda anche se la società è stata acquisita. Il gestore deve rinunciare ad altre potenziali opportunità di lavoro. Il costo implicito, o costo opportunità, è ricollegato all'agenzia.

### *The residual losses*

Le perdite residue sono i costi sostenuti da interessi divergenti per il principal e l'agente, nonostante l'uso di monitoraggio e dei vincoli.<sup>19</sup>

Jensen e Meckling esaminano i costi di agenzia in due diverse tipologie di assetti proprietari dell'impresa. Nello specifico analizzano la condotta di un azionista – manager che detiene l'intero capitale della propria società e la condotta dello stesso manager-azionista nel caso in cui lo stesso non detenga il 100% delle azioni dell'impresa.

Nel primo caso, in cui non vi è separazione tra ownership e control, l'azionista-manager amministrerà l'azienda provando a massimizzare la propria utilità; non unicamente in termini economici ma anche mediante ulteriori benefici quali il rispetto, la reputazione, il prestigio, la stima, la disponibilità di risorse superiori a quelle necessarie, ecc.

Dal momento che proprietà e controllo coincidono, è palese che in questo caso i problemi associati alla teoria dell'agenzia non si pongono o vengono quanto meno fortemente limitati.

Nel secondo caso invece, l'azionista-manager non detiene la totalità delle azioni, ma sono presenti altri azionisti (di minoranza) le cui quote garantiscano gli stessi diritti, egli quasi certamente massimizzerà il proprio valore, in quanto continuerà a godere dei benefici non monetari, sopportando unicamente una parte del costo, conforme alla sua stessa percentuale di capitale.

Questo potrebbe generare tra gli azionisti di minoranza il desiderio di sostenere dei costi per vigilare sul lavoro dell'azionista-manager. In proporzione, maggiore sarà la partecipazione al capitale dell'azienda da parte degli azionisti di minoranza, più questi ultimi saranno interessati a verificare che l'operato degli azionisti di controllo sia conforme a quanto pattuito.

Di contro, invece, l'azionista-manager che detenga la maggioranza delle quote azionarie dell'impresa sarà incline a minimizzare le risorse riservate a controllare il suo lavoro. È evidente, infatti, che i rapporti di agenzia si instaurano solo a seguito di una scelta dell'individuo che conferisce una parte del capitale della società ad altri investitori. La decisione di rendere l'impresa a capitale cosiddetto "aperto" in favore di altri soggetti, sebbene il sopravvenire dei costi di agenzia, può essere facilmente motivata tenendo conto

---

<sup>19</sup> James Wilkinson – op.citata

dell'utilità che deriva all'azionista-manager dall'occasione di impegnare risorse quantitativamente maggiori di quelle personali in programmi ad alto profitto rispetto ai costi di controllo da sostenere.

## 1.5 ASIMMETRIE INFORMATIVE

La agency theory evidenzia due tipi di problemi.

Il primo è denominato “the agency problem” ed affiora se:

- i) gli interessi del principale e dell'agente sono in conflitto,
- ii) il principale sostiene dei costi per monitorare l'operato dell'agente.

Il secondo problema è denominato “the problem of risk sharing” ed emerge nel caso in cui il principale e l'agente abbiano diverse propensioni al rischio ed affiora poiché il manager potrebbe attuare decisioni relative a piani d'investimento che propongono un profilo di rischio difforme da quello dell'azionista.<sup>20</sup>

In letteratura l'agency problem è ricollegabile al concetto di asimmetrie informative.

*L'asimmetria informativa è una condizione che si verifica nel mercato quando uno o più operatori dispongono di informazioni più precise di altri. In generale, interferisce con il buon funzionamento dei mercati, portando a situazioni di sotto utilizzazione delle risorse disponibili.*<sup>21</sup>

Le asimmetrie informative sono alla base delle problematiche inerenti ai conflitti d'interesse all'interno delle società

Secondo Watt e Zimmermann (1986), “*la soluzione a un problema di agenzia implica lo sviluppo di un pacchetto di incentivi ottimale che promuova l'obiettivo del Principale e limiti l'azione dell'Agente*”.<sup>22</sup>

Tuttavia la soluzione non è sempre raggiunta. Le complessità derivano da due tipologie di asimmetria informativa:

- Informazioni nascoste (o *Adverse selection*)
- Azione nascosta (o *Moral Hazard*).

### ***Moral Hazard***

Il problema del *moral hazard* emerge a causa di una carenza di impegno da parte del management nell'eseguire i propri incarichi rispetto a quanto pattuito contrattualmente. È pertanto ricollegabile ad un

---

<sup>20</sup> “*Modern economic theory has developed the principal-agent problem s its basic question, namely, how company law can make the board more responsive to shareholder interests*”. v. OECD (2001), op. cit.,

<sup>21</sup> Definizione di Giovanna Nicodano - Dizionario di Economia e Finanza (2012) – Treccani

<sup>22</sup> **Positive Accounting Theory** - Ross L. Watts, Jerold Zimmerman (1986)

mancato rispetto dei propri obblighi contrattuali da parte del manager, alternativamente definito come opportunismo post-contrattuale.

### ***Adverse selection***

Il problema di *adverse selection*, invece, si verifica nel momento in cui il principale non può accertarsi delle capacità che l'agente abbia asserito di possedere nel momento della firma del contratto. Potrebbe infatti succedere che l'agente abbia dichiarato di essere in possesso di capacità che invece non ha, o viceversa. Si parla in questo caso di una forma di opportunismo cosiddetto pre-contrattuale.

Sussistono tuttavia meccanismi contrattuali per limitare gli effetti dannosi dell'asimmetria informativa.<sup>23</sup> Queste clausole, da una parte, limitano l'opportunismo, ma dall'altra ostacolano la distribuzione ottimale dei rischi. Di fatti, la produttività fa capo anche a elementi di rischio che non dipendono dal lavoratore, la cui assunzione, se non esistesse asimmetria informativa, sarebbe meglio riservare ai datori di lavoro; per questo, il sistema economico raggiunge solo un utilizzo delle risorse di *second best*. Si noti che questo tipo di effetti permane anche qualora non fosse associato a semplice opportunismo *ex-post*, ma unicamente a selezione avversa.

L'asimmetria informativa può essere gestita anche con meccanismi più diretti: un'autorità di vigilanza può richiedere agli intermediari di rendere pubblici i dati sul merito creditizio e assicurativo dei soggetti investitori: possono sorgere spontaneamente aziende che si specializzano nella collezione, progettazione e vendita di informazioni, oppure, ancora, i non opportunisti possono divulgare i propri requisiti alle controparti contrattuali.

Ogni soluzione congetturata manifesta però alcuni limiti. Chi dichiara la propria incolpevolezza, infatti, diventa attendibile solo se all'affermazione si unisce un'azione il cui costo sarebbe troppo elevato per i responsabili, il cosiddetto *signalling*.

Per quanto attiene ad aziende nate sul modello delle agenzie di rating, emergono conflitti di interesse se queste vengono pagate dalle aziende il cui valore di credito viene stimato; d'altra parte, risulta complicato far pagare le informazioni a un utilizzatore, dal momento che questi proverà ad conseguirle, a un prezzo minore, da un altro soggetto che prima di lui le ha acquistate.

Negli anni, i diversi filoni di ricerca hanno essenzialmente rilevato due tipi di intervento attuabili da parte degli azionisti:

---

<sup>23</sup> *Ad esempio le banche saranno rassicurate, e concederanno maggior credito, se l'amministratore delegato si assume una parte del rischio investendo in azioni; le assicurazioni utilizzeranno contratti con franchigia per contenere la mancanza di cura dei beneficiari; i datori di lavoro saranno rassicurati se i lavoratori accetteranno premi di produttività anziché il solo salario fisso.* - Giovanna Nicodano - Dizionario di Economia e Finanza (2012) – Treccani

- i) investire risorse sull'incremento del sistema informativo aziendale<sup>24</sup>, in tal modo gli azionisti possono essere costantemente informati sull'operato del management;
- ii) assumere i manager basandosi sui contratti connessi alle performance aziendali (cosiddetti “*outcome-based contracts*”).

Sul primo aspetto, il contributo dei legislatori è stato particolarmente importante per rendere le società a proprietà diffusa sempre più “trasparenti” ai soggetti investitori. Inoltre, grazie un'ampia disponibilità di testi di natura accademica relativi a questo ambito, sono state identificate e sono in continuo perfezionamento le migliori *best practices* sia a livello nazionale che a livello internazionale nell'ambito della corporate governance. Lo studio dell'organo amministrativo delle società in termini di composizione, ruolo, remunerazione e sistemi di incentivazione, ha assunto elevatissima attenzione a livello estero, specialmente a seguito degli scandali finanziari sopravvenuti da Lehman Brothers in poi.

## **1.6 LE NUOVE TEORIE RIGUARDANTI LA CORPORATE GOVERNANCE**

La teoria dell'agenzia è stata nel corso degli anni al centro di un insieme di importanti critiche relative alla, secondo alcuni, errata considerazione che il problema fondamentale alla base dei fallimenti di numerose aziende sia il conflittuale rapporto d'interessi. Nonostante ciò, è indubbia l'importanza che essa ha avuto e che ha tutt'ora nel focalizzare l'attenzione su una maggiore esigenza di trovare meccanismi di vigilanza che assicurino i legittimi interessi di tutti gli stakeholders dell'impresa.<sup>25</sup>

Non a caso, negli ultimi anni è sempre più avvertita la necessità che gli azionisti, in particolar modo quelli istituzionali, operino cercando di incidere maggiormente sul management delle società e non soltanto quali meri “proprietari” delle quote azionarie.

L'input è sorto nel momento in cui si sono iniziati a verificare numerosi casi di eccessi o abusi a discapito degli interessi degli azionisti, come ad esempio l'eccessivo livello delle retribuzioni dei manager anche in caso di carenti performance aziendali, oltre a tutti gli scandali finanziari che, come risultato, hanno concretamente depauperato gli investimenti degli azionisti.

### ***La transaction cost economics theory (cenni)***

La transaction cost economics theory (TCE), promulgata da Williamson (1975-1984), è facilmente ricollegabile alla agency theory, in quanto entrambe rappresentano i primi esempi di teorie economiche che

---

<sup>24</sup> Ad esempio attraverso sistemi di budgeting e di reporting, di formalizzazione delle procedure interne o anche attraverso la nomina di un consiglio di amministrazione, di amministratori indipendenti, ecc.

<sup>25</sup> “*The main theory that has affected its development, and that provides a theoretical framework within which it most naturally seems to rest, is agency theory*”. - **Corporate governance** (second edition), Oxford University Press Inc., New York, 2007. MALLIN C. A.

tenessero conto della struttura dell'impresa. Di contro, se ne discosta perché la TCE considera l'impresa come un assetto di governance (governance structure), e motiva l'aumento dimensionale della stessa con i benefici economici connessi alla crescita interna piuttosto che alla ricerca di transazioni esterne.<sup>26</sup>

Analizzando la teoria d'impresa di Ronald Coase (1937), la TCE stabilisce che ogni organizzazione economica scaturisce dal tentativo di minimizzare i costi di transazione che si generano nei rapporti di mercato, caratterizzate da contratti incompleti, razionalità limitata ed opportunismo.<sup>27</sup>

In altri termini, secondo tale teoria, *“a firm becomes larger the more transactions it undertakes and will expand up to the point where it becomes cheaper or more efficient for the transaction to be undertaken externally”*.<sup>28</sup>

Per mezzo della crescita dimensionale dell'impresa assume importanza la struttura di governance allo scopo di diminuire i costi di transazione, definiti come i costi associati all'effettuazione di uno scambio economico regolato da un contratto e all'organizzazione dell'attività, sia ex ante che ex post.

### ***La stewardship theory (cenni)***

Sulla stessa linea della TCE, anche la stewardship theory esalta il ruolo della struttura di governance dell'impresa quale strumento per garantire che l'operato del management si interpreti efficientemente in elevate performance.

In particolare, mediante il loro contributo, Donaldson e Davis (1991)<sup>29</sup> non pongono al centro della questione il possibile rischio delle condotte opportunistiche dei manager aziendali, ma ritengono al contrario che gli stessi aspirino soltanto ad essere dei buoni “steward” degli asset aziendali.<sup>30</sup>

Pertanto, secondo la *stewardship theory* l'agency problem, e la conseguente esigenza di monitoraggio continuo oltre che la questione riguardante gli incentivi proposti ai manager, non si pone.

---

<sup>26</sup> “... there are certain economic benefits to the firm itself to undertake transactions internally rather than externally”. – v. MALLIN C. A., op. cit.

<sup>27</sup> “Thus the consequences of bounded rationality are less severe if the transactions in question are uncomplicated and experience little uncertainty. Similarly, opportunism is restricted if competition reliably obtains or if information asymmetries can be overcome at little cost”. – v. WILLIAMSON O., **organizational forms and internal efficiency. Markets and hierarchies: some elementary considerations** - American Economic Association, (May, 1973)

<sup>28</sup> v. MALLIN C. A., op. cit.

<sup>29</sup> DONALDSON L. – DAVIS J. H., **Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns**, Australian Journal of Management, (June, 1991)

<sup>30</sup> “The executive manager, under this theory, far from being an opportunistic shirker, essentially wants to do a good job, to be a good steward of the corporate assets. Thus, stewardship theory holds that there is not inherent, general problem of executive motivation”. v. DONALDSON L. – DAVIS J. H., op. cit.

Diversamente il tema centrale concerne la necessità di una governance structure adeguata ad agevolare il board ad elaborare ed implementare dei progetti per pervenire alle elevate performance aziendali.

### ***La stakeholder theory (cenni)***

Freeman (1984)<sup>31</sup> definisce “stakeholder” un qualsiasi gruppo o individuo che può avere un interesse in una determinata impresa. La stakeholder theory parte dalla considerazione che il soddisfacimento degli interessi degli stakeholders sia il fine ultimo dell’impresa e che le condotte e i comportamenti correlati ad una concezione della CRS (*corporate social responsibility*), che non si esauriscono nella sola massimizzazione del profitto, siano presupposti fondamentali ai fini del raggiungimento di un vantaggio competitivo.

Al contrario dell’agency theory, la stakeholder theory tiene conto di un più variegato insieme individui che abbiano un qualsiasi tipo di interesse nei confronti dell’impresa invece che concentrare l’attenzione sui soli azionisti. Focalizzarsi esclusivamente sugli interessi degli azionisti comporta una maggiore accortezza sul mantenimento o sull’incremento del valore per questi ultimi, laddove sia necessario curarsi di un più ampio numero di stakeholders, pertanto la massimizzazione dell’utilità per gli azionisti è il risultato della massimizzazione del valore dell’impresa.

La scelta di un approccio rispetto ad un altro va contestualizzata.

Deve essere pertanto esaminata parallelamente al sistema legale ed al grado di emancipazione del mercato dei capitali di ciascuno Stato, unitamente al modello di assetto proprietario che predomina. Empiricamente risulta evidente che nelle società dei Paesi anglo-americani, in cui traspare una più marcata separazione tra proprietà e controllo, si evidenzia maggiormente il ruolo dell’impresa come mezzo di massimizzazione dell’utilità per gli azionisti. Ciò nonostante è doveroso osservare che, nel resto del mondo, le imprese non possano operare in una sorta di isolamento, senza considerare le conseguenze che le loro azioni provocano a tutti gli stakeholders.

---

<sup>31</sup> FREEMAN R.E., *Strategic management – A stakeholder approach*, Boston, Pitman Publishing, 1984

## 2. APPLICAZIONE DEL CONCETTO E ANALISI DELLE SOLUZIONI

### *I PARTE: LE SOCIETÀ DI PERSONE*

#### 2.1 LE SOCIETÀ DI PERSONE

##### 2.1.1 Caratteri generali

Nelle società di persone, predominante è l'elemento soggettivo, rappresentato dai soci, da cui si evince la ragione della denominazione. Il fattore caratterizzante è la completa assenza di personalità giuridica, affiancata, tuttavia, da un certo grado di separazione tra patrimonio della società e quello del socio, differente a seconda della tipologia di società considerata.

Le società di persone sono pertanto contraddistinte dalla totale assenza di personalità giuridica e da un'autonomia patrimoniale imperfetta.

*Dal punto di vista formale, i tipi di società di persone sono tre:*

- *società semplice (S.s.): sono formate da una pluralità di soci che rispondono solidalmente e illimitatamente per le obbligazioni sociali;*
- *società in nome collettivo (S.n.c.);*
- *Società in accomandita semplice (S.a.s.): sono caratterizzate dalla presenza di due diverse categorie di soci: i soci accomandatari e i soci accomandanti.*

*Non sono considerabili società di persone, anche se a esse spesso accomunate:*

- *l'impresa familiare dove con l'imprenditore collaborano anche i familiari;*
- *l'impresa coniugale esercitata dai coniugi.<sup>32</sup>*

Nelle società di persone:

- a) non è prevista un'organizzazione di tipo corporativo basata sulla presenza di una pluralità di organi;*
- b) l'attività della società si fonda su un modello organizzativo che, per un verso, riconosce ad ogni società a responsabilità limitata il potere di amministrare la società (art.2275) e, per altro verso e all'opposto, richiede di regola il consenso di tutti i soci per le modificazioni dell'atto costitutivo (art.2252);*
- c) il singolo socio a responsabilità illimitata è in quanto tale investito del potere di amministrazione e di rappresentanza della società e ciò indipendentemente dall'ammontare del capitale conferito e dalla consistenza del suo patrimonio personale.*

*Inoltre, non è consentito che tutti i soci siano a responsabilità limitata e l'amministrazione della società può essere affidata solo ai soci a responsabilità illimitata.<sup>33</sup>*

---

<sup>32</sup> Gian Franco Campobasso, **Manuale di diritto commerciale**, a cura di Mario Campobasso, settima edizione, UTET Giuridica, settembre 2017, p. 128

Come detto, il patrimonio delle società di persone è stato reso autonomo dal legislatore, il quale si è posto come obiettivo quello di rispondere e soddisfare le esigenze di tutela dei creditori sociali, nonché di incentivare i soci. Allo stesso tempo ha però negato formalmente la personalità giuridica.

Di conseguenza, ciò si sostanzia nel fatto che i creditori personali dei soci non possano rifarsi sul patrimonio della società per l'adempimento delle obbligazioni e che i creditori della società non possano aggredire in maniera diretta il patrimonio personale dei soci illimitatamente responsabili. Si parla in quest'ultimo caso di *responsabilità sussidiaria* dei soci nei confronti delle obbligazioni sociali rispetto a quella della società.

La legge prevede infatti che i creditori prima provino a rifarsi sul patrimonio della società e solo dopo aver *infruttuosamente escusso* il patrimonio sociale potranno agire nei confronti dei soci.

Regole diverse si applicano a seconda della tipologia di società presa in esame.

A proposito di personalità giuridica, emblematico è l'art. 2266 1° comma, secondo cui: *“La società acquista diritti e assume obbligazioni per mezzo dei soci che ne hanno la rappresentanza e sta in giudizio nella persona dei medesimi.”*

Ad esso si accompagna la formula: *“soggetto collettivo non personificabile”* ad evidenziare il fatto che l'imprenditore, non il gruppo dei soci, sia la società, nonostante in sede di procedure concorsuali, gli effetti del fallimento si ripercuotono automaticamente su tutti i soci illimitatamente responsabili.

### **2.1.2 L'amministrazione delle società**

I diritti amministrativi sono inerenti all'organizzazione di gruppo creata con il contratto di società, per il perseguimento degli obiettivi e degli interessi in comune tra i vari soci, oltre che dell'interesse individuale spettante al singolo socio, che si riflette nel raggiungimento del risultato positivo dell'attività comune.

La subordinazione degli obiettivi del singolo al conseguimento di un interesse di insieme, o la rinuncia al primo mirata alla concreta realizzazione del secondo, è giustificata dall'inserimento del socio in un gruppo organizzato. Il tutto viene a concretarsi e a prendere forma nei punti in cui il legislatore riserva alla maggioranza dei soci la delineazione delle decisioni inerenti alla formazione del contratto sociale.

Tuttavia, tali disposizioni non sono però esenti da limiti, neanche nelle società in cui è valido a pieno il principio maggioritario. La società è sì mezzo per il perseguimento di un fine collettivo ultimo, nonostante presupponga sacrifici da parte dei singoli soci, ma il potere dispositivo della maggioranza non può legittimamente ledere le singole dinamiche individuali, né alterare le reciproche posizioni, senza che questo comporti un beneficio che sia auspicabile per tutti i detentori di diritti all'interno della società.

---

<sup>33</sup> Definizione di Gian Franco Campobasso – **Diritto commerciale vol. 2: Diritto delle società**, a cura di Mario Campobasso – pp. 40-41

Di fatti, è legittimo il sacrificio dell'interesse attuale del singolo socio in nome dell'interesse finale di tutti (e quindi anche del singolo). Non è legittimo, per contro, il sacrificio del singolo socio o di gruppi di soci a vantaggio di altri.<sup>34</sup>

Le soluzioni predisposte a evitare tali abusi sono sintetizzabili nei principi cardine che disciplinano la fase attuativa del contratto: il principio di esecuzione secondo correttezza e buona fede e il principio del rispetto della parità di trattamento tra i soci.

### 2.1.3 Agency theory nelle società di persone

La centralizzazione della componente soggettiva, che si pone come elemento caratterizzante di tali tipologie di società, si risolve in un'unificazione dei ruoli manageriali e della proprietà stessa dell'impresa in una singola categoria avente personalità giuridica, sia essa identificabile con il singolo imprenditore o con un corpus più ampio di soggetti che, in virtù di ciò detengono diritti patrimoniali e amministrativi.

Ne consegue che per le società di persone non figura il problema della separatezza fra ownership and control, per com'è stato esaminato finora. Di fatti, tale dicotomia viene a congiungersi nella figura del socio illimitatamente responsabile che sembrerebbe esulare le società di persone dalle questioni inerenti l'agency theory, e pertanto le risparmierebbe, quanto meno, dalla gravosità dei cosiddetti costi d'agenzia, analizzati in precedenza. Tuttavia, così non è.

In primis, è bene ricordare che le dinamiche dei conflitti d'interesse si estendono anche alle dinamiche interne all'azienda, nell'ambito delle dinamiche intercorrenti tra proprietari maggioritari e minoritari, qui estendibile al caso di soci a responsabilità limitata e di soci a responsabilità illimitata, nel caso di società in accomandita semplice. In secundis, e nel caso di società semplici o in nome collettivo, sebbene l'amministrazione della società sia affidata ad alcune categorie di soci, ciò non toglie che altre tipologie di soci potrebbero rimanere sfavoriti da determinate decisioni prese per un eccesso di prudenza o, al contrario, per una propensione al rischio minore.

È evidente, come dimostrato in precedenza, che la contrapposizione "singolo – gruppo" può comportare un rilevante problema di tutela del singolo a fronte di eventuali abusi da parte della maggioranza, definito da G. F. Campobasso come "*eterno problema di ogni fenomeno associativo*".<sup>35</sup>

Proprio in virtù di quanto esposto, è utile analizzare l'art. 2391 c.c. è la norma sul conflitto di interessi dell'amministratore, inerente a tutti gli atti compiuti dallo stesso per conto della società, ricollegandoci alla definizione di agency theory type I.

---

<sup>34</sup> Gian Franco Campobasso - **Diritto commerciale vol. 2: Diritto delle società** – p. 52

<sup>35</sup> Gian Franco Campobasso - **Diritto commerciale vol. 2: Diritto delle società** – p. 52

A tal proposito è previsto che: *“L'amministratore deve dare notizia agli altri amministratori [...] di ogni interesse che, per conto proprio o di terzi, abbia in una determinata operazione della società, precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata; [...], se si tratta di amministratore unico, deve darne notizia anche alla prima assemblea utile.”*

In tutti gli ordinamenti è disposto che l'amministratore svolga la propria attività in conformità a un rapporto fiduciario che lo inquadra, insieme agli altri soci, in un'ottica di collettività per il tramite della società.

Di conseguenza, le linee guida, che i manager, nell'amministrazione dell'attività sociale, hanno l'obbligo di seguire, devono essere ineluttabilmente conformi ai principi di correttezza e l'operato degli stessi deve perseguire esclusivamente gli interessi della società amministrata.

Risulta immediato il collegamento con le tematiche esposte in materia di agency theory type I, in particolare nel riferirsi al socio-amministratore come agent e alla società intesa come collettività di soci, come principal. D'altronde evidenti sono i presupposti perché si parli di rapporto di agenzia: entrambi sono massimizzatori di utilità e non sempre gli interessi e gli obiettivi che le due controparti hanno scelto di porsi coincidono, o quanto meno seguono la stessa direzione.

Tuttavia, a ovviare a questo problema ci ha pensato il legislatore con il D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, decreto di modifica dell'articolo menzionato (i.e. art. 2391), che introduce i commi 4 e 5, affermando che:

*“L'amministratore risponde dei danni derivati alla società dalla sua azione od omissione. L'amministratore risponde altresì dei danni che siano derivati alla società dalla utilizzazione a vantaggio proprio o di terzi di dati, notizie o opportunità di affari appresi nell'esercizio del suo incarico.”*

Questa la soluzione cosiddetta *ex post*, di tipo sanzionatorio, obbliga l'amministratore al risarcimento degli eventuali danni impartiti alla società e alla collettività dei soci, nel caso si trovi in situazioni di moral hazard. Si noti che la definizione di moral hazard corrisponde alla condizione prevista dall'ultimo comma dell'articolo, per cui l'amministratore che abbia commesso l'atto abbia volutamente deviato il fine ultimo dell'esercizio delle sue funzioni al perseguimento di obiettivi individuali, propri o di terzi, a discapito dei fini predisposti dal contratto sociale.

Una prima risoluzione *ex ante* delle dinamiche di conflitto d'interessi, inerente quindi alle situazioni di adverse selection, è inquadrata dal legislatore nell'obbligo di “dare notizia” e dunque di informare, in sede assembleare, di eventuali dinamiche che comprometterebbero la corretta gestione della società

Qualora, infatti, il socio-amministratore dovesse trovarsi in condizioni per le quali possa essere considerato portatore d'interesse personale in una determinata operazione, sia esso in conflitto o meno con l'interesse della società è previsto l'obbligo per quest'ultimo non solo di comunicarlo agli altri amministratori ma addirittura si prevede che l'informativa sia qualificata nella natura, nei termini, nell'origine e nella portata,

ovvero in tutti quegli elementi che saranno utili al fine di adottare una deliberazione consapevole e, se sarà il caso, di dissentire nella votazione.

Il socio-amministratore è, pertanto, soggetto a molteplici e differenti obblighi a seconda dell'elemento qualificante l'informazione. In particolare:

- “Natura” dell'interesse: deve indicare se l'interesse sia patrimoniale o non patrimoniale, conflittuale o non conflittuale, attuale o potenziale con quello della società
- “Termini” dell'interesse: deve chiarire a che titolo ne è portatore, se a titolo personale o per conto terzi e, in tal caso, deve precisare non soltanto il soggetto interessato, ma anche la natura del rapporto intercorrente con quest'ultimo.
- “Origine” dell'interesse: evidenziare il “come” e il “quando” lo stesso sia sorto, in dettaglio se precedentemente o successivamente all'assunzione della carica di amministratore o alla decisione di intraprendere quell'operazione.
- “Portata” dell'interesse: specificare in che misura quella certa operazione possa incidere sul patrimonio della società o sugli interessi degli altri soci.

Se da un lato una soluzione di questo tipo può avere dei risvolti positivi, tenendo conto dell'effettiva possibilità di sottrarre all'amministratore ogni sindacato circa la sussistenza o meno del conflitto in capo all'amministratore portatore di un interesse proprio o di terzi in una determinata operazione e di lasciarne ad altri la valutazione; dall'altro un'evidenza negativa persiste nel verificarsi di un appesantimento dei soci, i quali saranno tenuti a motivare le ragioni e convenienza dell'operazione.

Una seconda soluzione alla selezione avversa prevista, ancora una volta dal legislatore, è il divieto di astensione. La logica alla base dell'esortazione ad astenersi qualora rientri in possesso di determinate conoscenze e informazioni che potrebbero comportare un beneficio non trascurabile, è quella di eliminare il vantaggio informativo acquisito del socio-amministratore tramite la sua carica.

*“Egli infatti conosce sia le esigenze e le necessità della società amministrata sia l'effettiva utilità che l'operazione può avere per la stessa. Tuttavia, una volta assolto adeguatamente tale obbligo, non vi è motivo di impedirgli la partecipazione alle delibere assembleari ed alla votazione. L'interesse del quale è portatore potrebbe anche risolversi vantaggioso per la società stessa o per entrambi, ma potrebbe, al contrario, arrecare un pregiudizio alla stessa”.*<sup>36</sup>

È chiaro, dunque, che secondo quanto previsto dall'articolo 2391 c.c., qualsiasi deliberazione che sia stata accolta con il voto determinante del socio-amministratore in conflitto d'interessi, sarà annullabile.<sup>37</sup> Devono,

---

<sup>36</sup> **Il cumulo di cariche nell'ambito del Gruppo ed il conflitto d'interessi: gli artt. 2390 e 2391 c.c.** - Adamo Giovanni

<sup>37</sup> *L'impugnazione può essere proposta dal collegio sindacale, dagli amministratori assenti o dissenzienti, ma anche da quelli presenti, nel caso l'amministratore abbia violato il proprio obbligo di informativa, comunque entro novanta giorni dalla sua data di approvazione. In ogni caso sono fatti salvi i diritti acquistati dai terzi in buona fede.*

tuttavia, persistere ed essere indicati con precisione i requisiti fondamentali affinché possa parlarsi di conflitto di interessi, in caso contrario la delibera non può essere annullata.

Un caso peculiare ma particolarmente diffuso è quello relativo alle unioni personali tra società che tendenzialmente si riscontra tra una società di persone e una società di capitali, e si verifica quando *“L’amministratore viene in possesso di notizie riservate in ragione del proprio ufficio e tale circostanza inevitabilmente genera situazioni collusive poiché quelle informazioni possono facilmente essere sfruttate per orientare l’intera gestione della società che amministra in danno della stessa e a vantaggio dell’attività concorrente esercitata.”*<sup>38</sup>

Seguendo quanto precisato in tema di Moral hazard e Adverse selection è chiaramente un problema che il legislatore si propone di eludere alla radice.

*“All’amministratore è sottratto qualsiasi potere valutativo circa l’esistenza potenziale o attuale del conflitto d’interessi, in quanto la norma gli impone un duplice ordine di incombenze: da un lato, l’obbligo di dichiarare il proprio interesse in maniera circostanziata e precisa, dall’altro lato, se si tratta in particolare di Amministratore Delegato, il dovere di astenersi dal compiere personalmente quell’operazione e di investire il Consiglio di Amministrazione.”*<sup>39</sup>

Trasposto nell’ambito delle società di persone il riferimento all’amministratore delegato e al consiglio di amministrazione può essere equiparabile al rapporto intercorrente tra il socio-amministratore e la società ancora una volta vista come valutazione dei soci all’unanimità.

Un’ulteriore analisi può essere effettuata per le dinamiche inerenti alla seconda tipologia di agency theory. Anche all’interno delle società di persone è ampiamente riscontrabile la dicotomia tra socio di maggioranza e socio di minoranza. Quest’ultimo, infatti, può essere definito come colui che ha minore possibilità di condizionare le scelte attinenti all’attività sociale. In ogni tipologia di società l’investimento viene valutato “maggiore” sia dal punto di vista quantitativo-economico sia per la sua connotazione qualitativa, dato il fatto che in tutte le società è possibile eseguire una stima della contribuzione più che proporzionale rispetto al suo valore economico tenendo conto delle particolari caratteristiche di quanto conferito o dell’individuo che effettua il conferimento.

*“Le parti spettanti ai soci nei guadagni e nelle perdite si presumono proporzionali ai conferimenti.”*<sup>40</sup>

*“La maggioranza dei soci, determinata secondo la parte attribuita a ciascun socio negli utili, decide sull’opposizione.”*<sup>41</sup>

---

<sup>38</sup> Adamo Giovanni – op. cit.

<sup>39</sup> Adamo Giovanni – op. cit.

<sup>40</sup> Art. 2260, comma 1, c.c.

Tuttavia, nelle società di persone la figura del singolo socio ha una maggiore rilevanza che nelle società di capitali in quanto, salvo patto contrario, di norma i soci sono anche amministratori (art. 2257ss c.c.), i soci non amministratori sono dotati di ampi poteri di controllo e verifica sull'operato degli amministratori (art. 2261), anche se in misura più limitata nelle S.a.s. (art. 2320).

La tendenza è, pertanto, quella di far coincidere la figura del socio non amministratore con il socio di minoranza e, dunque, di far congiungere le due tipologie di agency problem.

Sebbene la disciplina in dettaglio esposta, così come le questioni relative all'agency theory, trovi maggiore applicazione e una migliore adattabilità alle dinamiche interne alle società di capitali, non è comunque da escludere o trascurare la rilevanza che ricopre nell'ambito delle società di persone.

Se, infatti, è più semplice interfacciarsi con l'eventualità di un conflitto di interessi in una società in cui la divisione tra amministrazione e proprietà sia netta, o quando quest'ultima sia diffusa tra una moltitudine di piccoli e grandi azionisti, non è impensabile riscontrare problematiche equivalenti nel caso di società in cui il socio-amministratore sia unico, vari a seconda delle operazioni da mettere in atto, o vi sia distinzione tra chi detiene diritti differenti da altri all'interno della stessa impresa.

## **2.2 SOCIETÀ SEMPLICE**

### **2.2.1 Caratteri generali**

*La società semplice rappresenta la più elementare forma di società di persone.*<sup>42</sup>

La società semplice appartiene alla categoria delle società di persone ed è priva di personalità giuridica. Ciò nonostante, rappresenta un differenziato fulcro di interessi e di imputazioni di situazioni processuali e sostanziali. L'idoneità a proporre e a ricevere validamente la domanda e a compiere gli atti del processo, cosiddetta capacità processuale, è riconosciuta esclusivamente al legale rappresentante della società.

Il contratto sociale è a forma libera, salvo il caso di conferimento di beni immobili o diritti reali immobiliari per i quali, come previsto dall'art. 1350, si rende necessario l'atto scritto, che dovrà essere in seguito trascritto, a pena di nullità.

Può esercitare esclusivamente attività non commerciale e pertanto non è soggetta al fallimento.

La società semplice può essere considerata il prototipo normativo delle società di persone, in quanto il corpus normativo previsto per questa tipologia può essere a grandi linee esteso anche alle società in accomandita semplice e alle società in nome collettivo.

---

<sup>41</sup>Art. 2257, comma 3, c.c.

<sup>42</sup> **Società semplice: cos'è? Definizione e riferimenti normative** - Alessio Mauro

Tuttavia “*in ci ò si esaurisce la sua importanza dato che nella pratica essa non ha avuto significativa diffusione*”.<sup>43</sup> Di fatti, il legislatore ne limita la scelta ai soli imprenditori che non hanno come obiettivo quello di porre come oggetto d’impresa un’attività commerciale. Empiricamente i soli esempi di cui si dispone all’interno dell’ordinamento italiano per l’applicabilità del concetto di società semplice sono: attività agricole, attività professionali svolte in forma associata, gestione proprietà mobiliari o immobiliari, attività sportive dilettantistiche.

### 2.2.2 L’amministrazione della società

L’amministrazione, o management, di una società consiste nel coordinamento e nella realizzazione di tutti gli atti mirati allo svolgimento dell’attività economica, e, pertanto, al perseguimento degli obiettivi pratici per cui si costituisce una società

Nella società semplice il management può essere di tre tipi:

- Disgiuntiva (art. 2257 c.c.): l’amministrazione è riservata ad ogni socio singolarmente e separatamente dagli altri, ai quali è comunque consentito di opporsi agli atti che un socio ha intenzione di compiere (si richiede la maggioranza);
- Congiuntiva (art. 2258 c.c.): i meccanismi di gestione devono essere messi in atto con all’unanimità o con il consenso della maggioranza dei soci. Il socio singolo può tuttavia agire in situazioni ritenute più urgenti;
- Mista: i soci hanno la facoltà di decidere nel contratto societario che una determinata categoria di atti sia compiuta separatamente da ognuno di loro stessi preso singolarmente e che per altri tipi di atti sia prevista l’unanimità.

Il potere di amministrare, inoltre, può essere assegnato ad un solo socio, in tal caso ci si riferisce alla figura dell’amministratore unico.

I manager che concludono un contratto impegnando la società assumono la rappresentanza della società stessa.

*“La società semplice può quindi decidere, ad esempio, di riservare il potere di assumere la funzione di legale rappresentante della società solamente ad alcuni soci, oppure di limitare il potere di rappresentanza autonoma ad alcune ipotesi, lasciando gli atti di maggior rilevanza e spendita del nome riservati alla firma di tutti i soci.”*<sup>44</sup>

I soci, in veste di rappresentanti della società assumono compiti inerenti alle attività negoziali, o sostanziale, relative alla chiusura di contratti e assunzione di debiti e crediti, e alle costituzione in giudizio, o rappresentanza processuale, che prevede per l’appunto la partecipazione della società in un giudizio.

---

<sup>43</sup> Gian Franco Campobasso - **Diritto commerciale vol. 2: Diritto delle società** – p. 55

<sup>44</sup> **Chi è il legale rappresentante di una società semplice?** – Chiara Pezza

### 2.2.3 Agency theory nelle società semplici

Nei casi di amministrazione disgiuntiva, tra la società e gli amministratori si stabilisce un rapporto fiduciario che assume i connotati di un mandato, *“contratto con il quale una parte (mandatario) si obbliga a compiere uno o più atti giuridici nell’interesse di un’altra (mandante) da cui ha ricevuto l’incarico.”*<sup>45</sup>

Vista da questa prospettiva gli amministratori possono essere equiparati in termini di diritti e obblighi alla figura del mandatario.

I diritti sono:

- Compiere azioni che si ritengano essere necessarie, significativamente opportuni e nel pieno interesse della società e degli obiettivi che si propone di raggiungere;
- Ottenere una remunerazione prestabilita nell’importo dall’unanimità dei soci.

I principali obblighi, oltre l’amministrazione la società è con la piena diligenza del mandatario, sono:

- tutelare gli interessi della società;
- informare la società dei eventuali incombenze rilevanti;
- esporre il rendiconto del loro operato;
- permettere ai soci atti di controllo nei confronti della loro attività;
- rispettare le altre prescrizioni previste dalla legge o dall'atto costitutivo.
- evitare situazioni di conflitto di interessi;

Le società semplici, costituendo per natura il prototipo più caratteristico di tutte quelle imprese che scelgono di avere come oggetto attività non commerciali, presentano situazioni di conflitto di interesse quantitativamente limitate e, automaticamente limitati agency costs. Tuttavia non ne sono esenti.

Benché infatti, il legislatore abbia posto misure preventive volte ad evitare il verificarsi di scenari in cui gli interessi della società non vengano sufficientemente tutelati da gli eventuali abusi che i soci-amministratori potrebbero compiere, spesso si rende necessario adoperare soluzione ad hoc ed ex post.

Le misure preventive trovano riscontro negli articoli 2260-2261 del codice civile, ai sensi dei quali *“gli amministratori si presumono tutti gli ugualmente responsabili, tuttavia, è dato modo a ciascuno di essi di dimostrare di essere esenti da colpa e di liberarsi di conseguenza di ogni responsabilità, fornendo la prova di avere sempre diligentemente vigilato e amministrato.”*<sup>46</sup>

---

<sup>45</sup> Definizione da **Treccani**, vocabolario online

<sup>46</sup> **La società semplice** - Alessandra Concas

*“I soci che non partecipano all'amministrazione hanno diritto di avere dagli amministratori notizia dello svolgimento degli affari sociali, di consultare i documenti relativi all'amministrazione e di ottenere il rendiconto quando gli affari per cui fu costituita la società sono stati compiuti.”<sup>47</sup>*

Si evince chiaramente che, qualora i soci-amministratori ostacolassero il perseguimento di obiettivi comuni con gli altri soci proprietari dell'azienda, l'assetto normativo italiano obbliga gli stessi a sanzioni di tipo amministrativo, nonché a mettere in atto comportamenti volti al risanamento dal danno inflitto.

Alcuni esempi di tutela del socio di minoranza successiva possono consistere: nella presenza attiva del socio in ogni sede consentita; nel continuo monitoraggio dell'attività degli amministratori; in azioni di impugnazione delle decisioni degli organi sociali; in azioni di responsabilità contro gli amministratori.

Ai soci che non partecipano all'amministrazione è conferito il diritto di avere dagli amministratori notizia dell'esecuzione delle attività sociali, di esaminare i documenti riguardanti il management e di richiedere il rendiconto una volta che gli obiettivi per cui fu costituita la società siano stati realizzati. Se il compimento dei compiti sociali si prolunga oltre l'anno, i soci hanno diritto di ricevere il rendiconto dell'amministrazione al termine di ogni anno, a meno che il contratto non presupponga un termine diverso.

Un'avvertenza importante per la tutela del socio di minoranza nelle società semplici è la sentenza della Cassazione n. 15605/2002: *“Le quote di partecipazione di una società di persone che per disposizione dell'atto costitutivo siano trasferibili con il (solo) consenso del cedente e del cessionario, salvo il diritto di prelazione in favore degli altri soci, possono essere sottoposte a sequestro conservativo ed essere espropriate a beneficio dei creditori particolari del socio.”*

Ciononostante è palese che, nelle società semplici si sente meno la necessità di tutela preventiva statutaria per i soci, trattandosi di società nelle quali sussiste tendenziale corrispondenza di poteri tra i soci. Peraltro, è massima la possibilità di testare forme innovative di tutela dei soci di minoranza. È comunque appropriato appurare che nel contratto sociale il modello di amministrazione e controllo non sia sfavorevole rispetto a quanto previsto dal codice civile e che sia circoscritta la possibilità di esclusione a maggioranza dei soci (ex articolo 2286 c.c.).

## **2.3 SOCIETÀ IN NOME COLLETTIVO**

### **2.3.1 Caratteri generali**

*“La società in nome collettivo (S.n.c.) è il modello societario di base per l'esercizio di un'attività commerciale”<sup>48</sup>* nell'ambito delle piccole-medio imprese. È legalmente obbligata alla tenuta delle scritture

---

<sup>47</sup> Art. 2261, comma 1, c.c.

contabili, all'iscrizione nel registro delle imprese, e, a differenza delle società semplici, normalmente disposte per attività di tipo agricolo, può essere sottoposta a procedura di fallimento.

Nella società in nome collettivo tutti i soci sono solidalmente e illimitatamente delle obbligazioni sociali.

*“La società in nome collettivo agisce sotto una ragione sociale costituita dal nome di uno o più soci con l'indicazione del rapporto sociale.”<sup>49</sup>*

Il codice discerne due diversi tipi di società in nome collettivo:

- la "società in nome collettivo regolare" in caso di iscrizione nel registro dell'impresa. In tal caso l'atto costitutivo della società deve essere stipulato per atto pubblico o scrittura privata autenticata;
- la "società in nome collettivo irregolare" (anche detta società in nome collettivo di fatto), in caso di mancata iscrizione nel registro delle imprese, essendo costituita di fatto dai rapporti da una pluralità di persone per l'esercizio di un'attività e non è tenuta alla formalizzazione di scritture ovvero per il tramite di atti non autenticati da notaio.

### **2.3.2 Amministrazione, rappresentanza e divieto di concorrenza**

Ai sensi dell'articolo 2298, comma 1, c.c. chi amministra la società ne è il diretto rappresentante e, in quanto tale, può compiere tutti gli atti che compongono l'oggetto sociale fatte salve le limitazioni risultanti dall'atto costitutivo o dalla procura. Queste ultime per essere opponibili ai terzi, devono essere iscritte nel registro delle imprese o, in altri casi, è necessario poter provare che i terzi ne siano potuti venire a conoscenza.

*“Il socio non può, senza il consenso (espresso o presunto) degli altri soci, esercitare per conto proprio o altrui un'attività concorrente con quella della società, né partecipare come socio illimitatamente responsabile ad altra società concorrente.”<sup>50</sup>*

Nei casi di inosservanza, il socio è obbligato a risarcire il danno e potrebbe essere escluso dalla società per grave inadempienza.

In termini di amministrazione e rappresentanza, la regolazione delle S.n.c. risulta "discordante".

Il codice, infatti:

- relativamente alla contabilità è espresso il rinvio alle società semplici (i.e. art. 2293 codice civile);
- per le società che svolgono attività commerciale si parla genericamente di Rendiconto piuttosto che di bilancio di esercizio;

---

<sup>48</sup> **Società in nome collettivo** – Sito del notariato

<sup>49</sup> Art. 2292, comma 1, c.c.

<sup>50</sup> Art. 2301, comma 1, c.c.

- il rendiconto per le società di persone (e individuali) può non essere conforme al bilancio di IV Direttiva;
- sotto un certo valore di ricavi è ammesso un sistema di contabilità semplice, senza stato patrimoniale e bilancio, e con la sola redazione del prospetto costi-ricavi;
- tuttavia, all'art. 2302 impone agli amministratori la tenuta del libro giornale e degli inventari, pure senza sanzioni per chi non adempie;
- invita le società di persone ad adoperare schemi e principi contabili delle società per azioni, includendo lo stato patrimoniale;
- attribuisce la bancarotta semplice agli amministratori delle società fallite in regime di contabilità semplificata, per mancata tenuta delle scritture contabili, sebbene ricostruibili da registri imposti per altri fini (es. fiscali).

### 2.3.3 Agency theory nelle società in nome collettivo

Nelle società in nome collettivo una maggiore forma di tutela nei confronti del socio di minoranza è rappresentata dalle limitazioni previste dall'atto costitutivo. Come precedentemente evidenziato, nella stipula di quest'ultimo, la pluralità dei soci può prevedere, all'unanimità, misure restrittive all'operato dei socio-amministratori. La ragione della maggiore tutela prevista per queste ultime rispetto alle società semplici risiede nell'opportunità degli investitori di adoperare questa tipologia per l'esercizio dell'attività commerciale.

L'unica perplessità è relativa al sistema di tenuta delle scritture contabili. Il legislatore non dispone, di fatti, sanzioni a chi non rispetti gli obblighi previsti dalla normativa delle s.n.c. e “invita”, non impone i soci ad adoperare schemi e principi contabili, tra cui lo stato patrimoniale. La dicitura così posta porta a pensare ad una carenza di tutela in materia di informativa trasparente nei confronti della società e dei terzi interessati, limitando le informazioni inerenti la società alla tenuta del libro giornale e agli inventari, pur senza sanzionarli in caso di inadempienza.

Se da un lato, quindi, la più rigida predisposizione alla tutela dei soci di minoranza, limita fortemente il propagarsi delle s.n.c., estendendo la limitazione dei poteri del socio-amministratore per il tramite dei documenti necessari all'iscrizione al registro delle imprese, dall'altro, la mancata sanzione per le carenze in ambito di scritture contabili, porta comunque ad un possibile verificarsi di conflitti d'interesse all'interno della società

Una successiva forma di protezione dagli abusi evidenziata dall'articolo 2301, comma 1 del codice civile, è inerente alla presenza di un socio in conflitto d'interessi. Anche in questo caso la tutela è sostanzialmente molto più restrittiva rispetto a quelle prevista per le società semplici. Si stabilisce, infatti, che il socio in

conflitto d'interessi in una società in nome collettivo non può in alcun caso essere socio illimitatamente responsabile in un'altra società concorrente. In più, altre restrizioni sono imposte alla figura del socio-amministratore nell'esercizio, per conto proprio o altrui, di attività concorrenti. È previsto, infatti, che il socio autorizzi questa pluralità di interesse, dotandosi di misure cautelari volte a limitare il conflitto.

In tutti gli altri ambiti, vale la disciplina disposta per le società semplici.

## 2.4 SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE

### 2.4.1 Caratteri generali

*“La società in accomandita semplice (S.a.s.) è una società di persone, disciplinata agli artt. 2313-2324 cc. e caratterizzata dalla presenza di due categorie di soci, gli accomandatari e gli accomandanti. I primi rispondono solidalmente e illimitatamente delle obbligazioni sociali; gli altri rispondono limitatamente alla quota conferita.”<sup>51</sup>*

Più precisamente i soci accomandanti detengono obblighi solo nei confronti della società inerenti al conferimento dell'importo o dei beni promessi, mentre i creditori sociali non possono esercitare un'azione diretta nei confronti del patrimonio degli stessi, neanche nei limiti del conferimento promesso non ancora attuato.

*“Nell'ambito delle società di persone, l'accomandita semplice risponde alla specifica funzione economica di consentire l'aggregazione di soggetti che intendono gestire personalmente gli affari sociali assumendo responsabilità illimitata e di soggetti che intendono finanziare l'attività dei primi con rischio e con poteri limitati, ma assumendo pur sempre la veste di soci.”<sup>52</sup>*

La S.a.s. è quindi, la tipologia che consente l'esercizio in forma societaria di un'attività commerciale, riservando il caso di fallimento personale ai soli soci accomandatari, escludendone l'esposizione ai soci che decidono di non detenere diritti nell'ambito dell'amministrazione della società.

Tale struttura potrebbe stimolare il verificarsi di abusi gravi per il normale svolgimento delle attività sociali.

*“Infatti, servendosi di un accomandatario di paglia (compiacente ed ovviamente nullatenente), i soci accomandanti potrebbero in fatto cumulare i vantaggi delle società di persone (esercizio personale e diretto del potere di direzione dell'impresa), con quelli delle società di capitali (beneficio della responsabilità limitata).”<sup>53</sup>*

---

<sup>51</sup> **Definizione di società in accomandita semplice** – Treccani, vocabolario online

<sup>52</sup> Gian Franco Campobasso - **Diritto commerciale vol. 2: Diritto delle società** – p. 124

<sup>53</sup> Gian Franco Campobasso - **Diritto commerciale vol. 2: Diritto delle società** – p. 124

Nella regolazione delle società in accomandita semplice, si tenta di trovare un bilanciamento tra due differenti bisogni. In primo luogo il bisogno principale di evitare un ricorso improprio a questa tipologia, tramite l'inserimento di precisi divieti nei confronti dei soci accomandanti, accompagnati da ingenti sanzioni patrimoniali in caso di mancato rispetto delle direttive.

*“La società agisce sotto una ragione sociale costituita dal nome di almeno uno dei soci accomandatari, con l'indicazione di società in accomandita semplice, salvo il disposto del secondo comma dell'articolo. L'accomandante, il quale consente che il suo nome sia compreso nella ragione sociale, risponde di fronte ai terzi illimitatamente e solidalmente con i soci accomandatari per le obbligazioni sociali”.*<sup>54</sup>

In seconda istanza, vi è la necessità di non escludere completamente i soci accomandanti dalla partecipazione all'attività sociale. Sono, infatti, consentite specifiche deroghe al conferimento di prestazioni, se specificatamente previsto dall'atto costitutivo.

#### **2.4.2. I soci accomandanti e l'amministrazione della società**

L'amministrazione e la rappresentanza della società in accomandita semplice sono riservate ai soli soci accomandatari, ne sono invece esclusi i soci accomandanti. È tuttavia possibile concedere limitati diritti di carattere amministrativo, per legge o per espressa volontà delle parti.

Nei casi di designazione degli amministratori con atto separato, gli accomandanti hanno il diritto di concorrere alla nomina e alla revoca degli stessi, se prevista la maggioranza del capitale sottoscritto insieme con l'unanimità dei soci accomandatari. Gli accomandanti possono inoltre richiedere la revoca anche in termini giudiziali qualora sussista giusta causa.

Più in generale, gli accomandanti: *“non possono compiere atti di amministrazione, né trattare o concludere affari in nome della società, se non in forza di procura speciale per singoli affari. Il socio accomandante che contravviene a tale divieto assume responsabilità illimitata e solidale verso i terzi per tutte le obbligazioni sociali e può essere escluso a norma dell'articolo 2286.”*<sup>55</sup> Tale limitazione teorizza il cosiddetto divieto di immistione.

Tuttavia, ai sensi dell'articolo 2320, 2° e 3° comma, c.c., ai soci accomandanti è concessa la prestazione di opere sotto la direzione degli amministratori e, nei casi previsti dall'atto costitutivo, possono dare pareri ed eventualmente autorizzazioni per operazioni specifiche e compiere ispezioni e controlli. Hanno, inoltre, diritto ad avere comunicazioni annuali sul bilancio e sul conto dei profitti e delle perdite, per controllarne l'esattezza tramite la consultazione dei libri e degli altri documenti della società.

#### **2.4.2 Agency theory nelle società in accomandita semplice**

---

<sup>54</sup> Art. 2314 c.c.

<sup>55</sup> Art. 2320, comma 1 c.c.

Come visto, l'elemento caratterizzante le società in nome collettivo è costituito dalla classificazione dei soci in accomandanti e accomandatari. Tale dicotomia assume, ancora una volta, i connotati di un rapporto di agenzia in cui i soci accomandatari possono essere equiparati alla figura dell'agent, mentre i soci accomandanti ricoprono il ruolo di mero principal. Pertanto, in queste società la posizione degli accomandanti va tutelata come quella dei soci di società in nome collettivo.

Naturalmente, l'identificazione delle due categorie di soci nei ruoli previsti dalle logiche di base dell'agency theory, deriva dalla logica per la quale più è alto il rischio, maggiore è il potere che può essere esercitato.

Infatti, una prima misura di tutela preventiva è data dalla definizione stessa di società in accomandita, ricollegata alla ripartizione dei diritti, e di tipo amministrativo e patrimoniale. Il legislatore, a tal proposito, conferisce al socio accomandatario, illimitatamente e solidalmente responsabile, il potere di gestire e coordinare le dinamiche interne l'azienda, oltre che di esprimere il suo voto in assemblea per qualsiasi tipo di tematica; di contro, limita fortemente i poteri amministrativi del socio accomandante, limitatamente responsabile, a casi di procura speciale, imponendo per tutti gli altri contesti il divieto di immistione. La ratio alla base di quest'ultima scelta è chiaramente quella di preservare il patrimonio dei soci da investimenti o direttive amministrative ad alto rischio che in ogni caso non andrebbero ad intaccare il patrimonio personale dei soci accomandanti, se non nei limiti dell'importo conferito. *“Il parere pressoché unanime della dottrina e della giurisprudenza ha sempre individuato, nel divieto di immistione, un impedimento di carattere assoluto, giungendo a tale conclusione innanzitutto a partire dalla lettera della disposizione codicistica che menziona sia gli atti di amministrazione, atti aventi cioè portata interna, che affari trattati o conclusi in nome della società, con evidente richiamo all'istituto della spendita del nome nell'ambito della rappresentanza esterna.”*<sup>56</sup>

Dunque, una prima tutela ai meccanismi di selezione avversa, cioè di informativa ex ante, trova come unico limite la cosiddetta “procura speciale”, in forza della quale anche i soci accomandanti possono compiere atti di amministrazione e concludere affari. Come per evidenziato dalla Cassazione nella sentenza del 17 marzo 1998, n. 2854: *“con la locazione “procura speciale per singoli affari” induce a ritenere che per “determinate operazioni” possano intendersi sia singole operazione che un'intera serie di operazioni identiche: si è negato, quindi, che il singolo affare possa consistere in una categoria di operazioni e si è ribadito che i poteri autorizzati (o di dare pareri, secondo la previsione del citato art. 2320, 2 comma, c.c.) non devono, comunque, essere idonei, per la loro portata od estensione, a condizionare le scelte dell'accomandatario.”*

La procura speciale è sottoposta al controllo diretto e all'approvazione dei soci accomandatari, al fine di evitare che vengano intraprese azioni con un rilevante grado di opportunismo.

---

<sup>56</sup> **Divieto di immistione del socio accomandante e attività professionale svolta all'interno della società** – Il sole24 ore

Si impedisce, quindi, già dalla stipula del contratto societario che un socio detentore di un rischio limitato e in quanto tale predisposto all'assunzione di investimenti non propriamente sicuri, possa decidere senza alcun freno, le sorti della società e degli altri soci accomandatari.

La tutela preventiva è, pertanto, disposta già nella classificazione dei soci e nella ripartizione dei loro stessi diritti.

Chiaramente, si ritiene necessario che anche per i soci accomandanti sia opportuno adottare un rafforzamento dei poteri informativi, seppur inferiori rispetto a quelli riservati ai soci non amministratori di società semplici e delle società in nome collettivo previsti dall'articolo 2261.

In più, rispettando naturalmente il divieto di immistione, è possibile attribuire agli accomandanti il potere di rilasciare autorizzazioni e pareri per gli atti degli amministratori e di effettuare ispezioni dell'operato dei soci accomandatari. L'unica eccezione è rappresentata dalle partecipazioni dei soci accomandanti, liberamente trasferibili con il consenso dei soci che rappresentino la maggioranza del capitale (2322 c.c.).

Tale diritto porta con sé un beneficio: le quote delle società di persone regolari diverse dalla società semplice non possono mai essere espropriate dai creditori dei soci fino a che dura la società (2305 c.c.)

Sebbene, infatti, si renda possibile per il socio limitatamente responsabile inficiare su alcune circoscritte questioni relative all'esercizio di poteri di coordinamento e gestione, la considerazione generale è che i vantaggi apportati superino i costi derivanti dall'opportunismo ex post e, dunque, dal moral hazard.

Un'estesa disciplina in ambito di informazione dei soci non amministratori ad opera dei soci accomandatari chiude il quadro delle misure preventive volte a scongiurare possibili abusi da parte degli agents sui principal.

La ratio della circoscrizione delle forme d'intervento in quest'ultimo caso, risiede nella bassa probabilità che i soci amministratori intraprendano investimenti ad alto rischio che vadano a ledere i diritti patrimoniali dei soci limitatamente responsabili, essendo i primi soggetti a conseguenze sicuramente più gravi.

## **2.5 SPECIAL CASE: L'IMPRESA CONIUGALE**

Pur non essendo ritenute società di persone, si ritiene che un'analisi generica del tipo di amministrazione presente all'interno di queste due tipologie speciali di impresa possa essere utile a comprendere in maniera più accurata e meccanismi di agency theory, laddove la normativa è carente, come nel caso dell'impresa coniugale, o laddove la normativa non si discosti da quella prevista per le società semplici o per quelle in nome collettivo, come nel caso dell'impresa familiare.

Un caso di studio per le tematiche inerenti i conflitti d'interesse e la teoria dell'agenzia è rappresentato dalla mancata tutela del socio di minoranza nel caso di scioglimento di una società costituita tra coniugi. Il

problema si pone a tutti gli effetti come un “caso clinico”, non espressamente regolato o tutelato dal legislatore.

La definizione di società tra coniugi, o impresa coniugale, viene introdotta dalla riforma del diritto di famiglia del 1975 e si riferisce ad un'impresa collettiva alla quale si applica la disciplina prevista per la comunione familiare, sia per quanto pertinente la gestione dell'impresa in forma comune (artt.180-182), sia per il regime patrimoniale vigente. La normativa specifica ad essa riferita si limita a considerare le diverse tipologie di creditori i quali, siano essi personali del singolo coniuge, sociali o della comunione, godranno di un certo grado di uniformazione e standardizzazione per i diritti ad essi riconosciuti.

Esemplare è invece, il caso di scioglimento della società coniugale, inquadrato nell'eventualità di divorzio o rottura del matrimonio. La vita familiare e quella societaria si coordinano per anni. Un coniuge detiene sempre una posizione maggioritaria rispetto all'altro che, per il periodo in cui l'impresa rimane attiva, appare irrilevante. Con la fine del matrimonio il coniuge dominante nella società fa valere i diritti connessi e, di conseguenza, il coniuge minoritario viene largamente sfavorito ed è costretto ad accettare una piccola liquidazione simbolica per la propria quota.

Il mancato assetto normativo, in questa distinta situazione, presuppone indubbiamente un problema rilevante di tutela preventiva del coniuge in posizione minoritaria. Laddove, infatti, non viene disciplinata l'eventualità di scioglimento, né si accompagna la tutela ad obblighi sanzionatori in caso di inadempienza, è rimessa alla volontà del singolo la possibile decisione di apporre sul contratto d'impresa specifiche clausole al fine di ovviare alle carenze riscontrate in sede normativa.

Se, infatti, in comunione legale e patrimoniale, le probabilità di comportamenti opportunistici tendano ad essere nulla, lo stesso non si può dire a seguito dello scioglimento del matrimonio. Il socio egemone, in mala fede, potrebbe limitarsi a concedere all'altra controparte una cifra meramente indicativa del valore apportato alla società e quantitativamente inferiore, senza che questi abbia alcuna opportunità di ricorrere alla tutela giudiziaria.

## **2.6 SPECIAL CASE: L'IMPRESA FAMILIARE**

Diverso è il caso dell'impresa familiare, ossia l'impresa nella quale cooperano il coniuge, i parenti entro il terzo grado e gli affini entro il secondo grado dell'imprenditore, cosiddetta famiglia nucleare.

Infatti, il legislatore ha scelto di provvedere ad una tutela minima ed inderogabile del lavoro familiare nell'impresa, applicabile laddove non sia configurabile un differente rapporto giuridico e non sia perciò utilizzabile altro meccanismo di tutela. Vengono, quindi, riconosciuti ai membri della famiglia nucleare, che lavorino in modo continuato nella famiglia o nell'impresa, determinati diritti patrimoniali e amministrativi.

Con riferimento ai diritti amministrativi è previsto che le disposizioni inerenti alla gestione straordinaria dell'impresa e determinate altre decisioni di particolare rilievo sono adottate, con voto di maggioranza, dai familiari che partecipano all'impresa stessa.

Al contrario, relativamente agli atti di gestione ordinaria, il legislatore non dispone espressamente nulla. La consuetudine risolve tali carenze normative, inserendo tali dinamiche nella competenza esclusiva dell'imprenditore e escludendo, quindi, gli altri familiari da qualsiasi forma di potere, seguendo il modello delle società di persone. Il mancato adempimento da parte dell'imprenditore degli obblighi detenuti nei confronti dei familiari o la violazione dei poteri gestori riconosciuti dal legislatore, espongono questi al risarcimento dei danni eventuali nei loro confronti, senza però incidere sulla validità o sull'efficacia degli atti compiuti, che rimarranno ugualmente produttivi di effetti nei confronti dei terzi.

L'imprenditore agisce nei confronti dei terzi in proprio e non in veste di rappresentante dell'impresa familiare. Per la stessa logica, se l'impresa ha ad oggetto un'attività commerciale solo il capo famiglia-datore di lavoro sarà esposto al fallimento in caso di dissesto.

## **2.7 CONCLUSIONI**

Come espressamente analizzato e fortemente dimostrato, nel contesto delle società di persone, sebbene l'agency theory abbia un'applicabilità riconosciuta ridotta, non sono pochi i casi questa stessa è presente. È ormai chiaro che tale teoria trova un fortissimo riscontro se analizzata nei termini di conflitto d'interesse tra soci di maggioranza e soci di minoranza (agency theory type II).

Il legislatore stesso si è occupato del tema in larghissima misura, collocando le modalità di tutela dagli abusi al centro di un corpus normativo ben precisato, evidenziando obblighi e divieti nelle varie classificazioni dei soci e ponendo le basi per una prima forma di protezione preventiva.

Sostanziale è stato il riscontro che questa teorizzazione dei conflitti d'interesse ha avuto in tema di società in accomandita semplice per l'importanza conferita alla distinzione tra soci amministratori e soci accomandanti. Sempre all'interno delle società di persone, d'altra parte, la più pura dicotomia tra principal e agent, che muove da una più pura separatezza tra proprietà e controllo, agency theory type I, trova invece un campo di applicabilità ridotta, e comunque mai nei termini letteralmente espressi da Jensen e Meckling. La ragione è più che evidente: non viene a concretizzarsi una vera e propria separazione tra ownership e control, requisito fondamentale per l'analisi di questa categoria di conflitti d'interessi. Sebbene infatti, siano empiricamente evidenti casi di distinzione di chi detiene la proprietà e con essa poteri amministrativi da chi, invece, può esclusivamente godere di diritti patrimoniali, si presume ovvio il fatto che non sia nell'interesse del socio-manager la colposa o dolosa lesione degli interessi della società sui cui utili egli stesso vanta una percentuale.

Con l'esclusione dei diritti amministrativi dei soci che detengano percentuali di capitale in misura minore, il codice evita che siano messi in atto comportamenti opportunistici volti a massimizzare l'utilità del singolo socio, anche a rischio di ledere gli interessi della società

È pertanto risultato più ragionevole per il legislatore predisporre misure di tutela preventiva dagli abusi che il socio di maggioranza potrebbe mettere in atto nei confronti del socio di minoranza, attraverso disposizioni inerenti non solo ad espliciti obblighi informativi periodici o su richiesta, ma anche in riferimento ad espressione di pareri e autorizzazione da parte dei soci non amministratori, come nel caso della S.a.s.

Una disciplina così vasta e articolata, che riesce a coprire sia gli interessi della collettività dei soci, che quelli dei soci di minoranza, risulta ampiamente sufficiente e non necessita, nella maggior parte dei casi, di misure ex post, quali ad esempio innovativi sistemi di controllo dei manager o di elevati agency costs. Anche nei riscontri empirici la tendenza è generalmente quella di circoscrivere i meccanismi di copertura dai rischi a quanto predisposto dal codice, onde evitare che i costi superino i benefici.

## **II PARTE: LE SOCIETÀ DI CAPITALI**

### **2.8 LE SOCIETÀ DI CAPITALI**

#### **2.8.1 Caratteri generali**

Nelle società di capitali la ragione della denominazione fa riferimento all'elemento del capitale, prevalente a livello concettuale e normativo, rispetto all'elemento soggettivo, che è rappresentato dai soci.

I soci in quanto tali, hanno specifici obblighi di conferimento, definiti nell'importo e nelle modalità, che danno vita a partecipazioni, che possono essere rappresentate, a seconda delle tipologia di società, da quote o azioni.

Le società di capitali sono classificate in:

- Società a responsabilità limitata (S.r.l.)
- Società a responsabilità limitata semplificata (S.r.l.s.)
- Società in accomandita per azioni (S.a.p.a.)
- Società per azioni (S.p.A.)

Le principali differenze con le società di persone riguardano:

- la personalità giuridica e l'autonomia patrimoniale perfetta (la società risponde soltanto con il suo patrimonio). L'unica eccezione è costituita dai soci accomandatari, delle società in accomandita per azioni, che sono obbligati illimitatamente e solidalmente.
- responsabilità limitata dei soci per le obbligazioni sociali: i soci, in quanto limitatamente responsabili, rispondono per le obbligazioni in capo alla società unicamente nei limiti delle azioni o delle quote sottoscritte. Nel caso la società risulti insolvente i creditori sociali non possono rifarsi sul patrimonio personale dei singoli soci.

*“Nelle società di capitali, in quanto società con personalità giuridica:*

- È legislativamente prevista ed è inderogabile un'organizzazione di tipo corporativo: un'organizzazione basata cioè sulla necessaria presenza di una pluralità di organi, ciascuno investito per legge di proprie specifiche funzioni e competenze;*
- Il funzionamento degli organi sociali è denominato dal principio maggioritario. In particolare, l'assemblea delibera a maggioranza anche le modifiche dell'atto costitutivo e le maggioranze assembleari sono calcolate in base alla partecipazione ciascun socio al capitale sociale, non per teste;*

c. *Il singolo socio in quanto tale non alcun potere diretto l'amministrazione di controllo; ha solo il diritto di concorrere con il suo voto in assemblea alla designazione dei membri dell'organo amministrativo e/o di controllo.*"<sup>57</sup>

### 2.8.2 Modelli di governance

I modelli di governance fanno riferimento alla struttura che i soci di una società adottano allo scopo di disciplinare la gestione e la direzione della stessa.

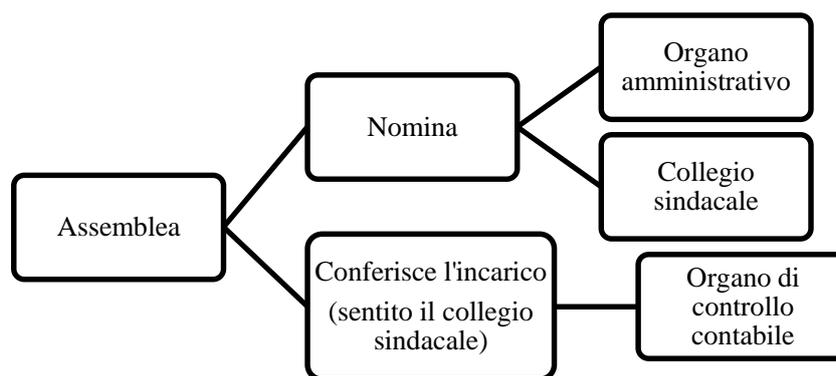
Le società di capitali possono scegliere fra tre diversi modelli di governante.

- Ordinario, anche detto tradizionale, tipico della cultura aziendalistica italiana
- Monistico, tipico della tradizione anglosassone
- Dualistico, tipico della tradizione tedesca

Il sistema tradizionale, che ha carattere residuale, e che è adottato in assenza di specifica disposizione, è caratterizzato dalla presenza di due organi nominati dall'assemblea:

- l'organo amministrativo, che può essere costituito da un amministratore unico o da un consiglio di amministrazione;
- il collegio sindacale, con funzioni di controllo sull'amministrazione.

Nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio il controllo contabile è obbligatoriamente effettuato da una società di revisione. Le società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e non sono obbligate alla redazione del bilancio consolidato possono prevedere nello statuto che il controllo contabile sia effettuato dal collegio sindacale che, in tal caso, deve essere integralmente formato da revisori iscritti nel registro citato.

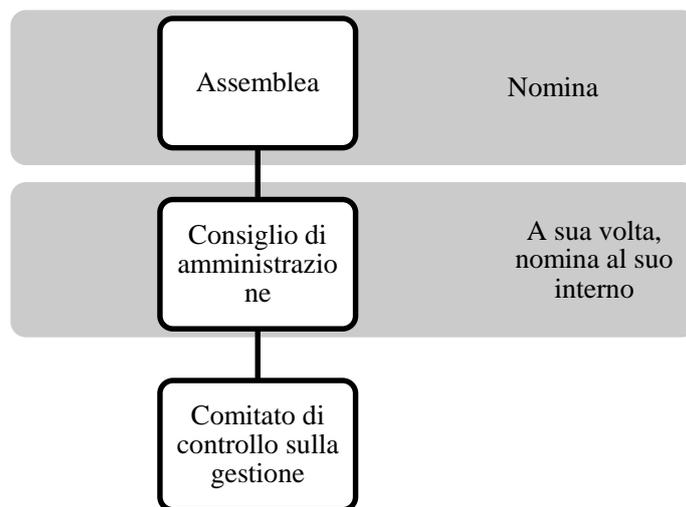


<sup>57</sup> Definizione di Gian Franco Campobasso – **Diritto commerciale vol. 2: Diritto delle società**, a cura di Mario Campobasso – p. 40

Il sistema monistico è basato sulla presenza di un organo unitario di gestione, il consiglio di amministrazione, all'interno del quale viene nominato un comitato di controllo.

Per quest'ultimo si applicano le seguenti norme:

- i componenti sono nominati dal consiglio di amministrazione;
- essi devono essere dotati di particolari requisiti di professionalità e indipendenza;
- a maggioranza, viene scelto il presidente;
- possono applicarsi le norme previste per il collegio sindacale.



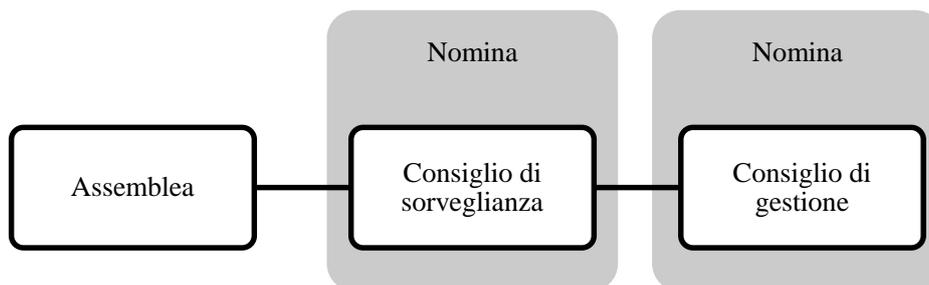
Il sistema dualistico è composto da consiglio di gestione e consiglio di sorveglianza.

I componenti del consiglio di gestione:

- devono essere almeno due, anche esterni e sono nominati dal consiglio di sorveglianza;
- possono essere revocati in ogni momento dal consiglio di sorveglianza;
- hanno le stesse responsabilità degli amministratori.

I componenti del consiglio di sorveglianza:

- devono essere almeno tre, sono nominati dall'assemblea che designa anche il presidente;
- possono essere revocati in ogni momento dall'assemblea;
- sono soggetti alle stesse cause di decadenza previste per i sindaci.



### 2.8.3 Agency theory nelle società di capitali

Le società di capitali, come più volte sottolineato, rappresentano sicuramente lo scenario più esposto al verificarsi di conflitti d'interesse, siano essi considerati dal punto di vista dei soci di maggioranza e dei soci di minoranza, in particolare nelle società ad azionariato diffuso, siano essi incentrati sul rapporto tra amministratori e società.

È importante notare che, all'interno delle società di capitali, l'amministrazione può essere riservata a manager esterni, nominati dai soci. Questo, sebbene possa sembrare una differenza di scarsa rilevanza, considerato il fatto che la massimizzazione della propria utilità e il conseguente opportunismo *in agere*, prescinde dallo stato di socio, costituisce un fattore centrale dell'aumento delle probabilità del verificarsi di conflitti. Infatti, è chiaro che un socio-amministratore abbia meno interesse a detenere comportamenti egoistici mettendo a rischio l'equilibrio della società di cui detiene quote, percentuali o azioni.

*Avviare una riflessione in materia di governance delle società di capitali non è davvero cosa semplice. A fare la necessaria chiarezza tuttavia provvedono quanti per documentare e portare a razionale soluzione i problemi del governo societario si avvalgono del modello principal agent, guardando alla contrapposizione (e al conseguente conflitto) di interessi caratterizzante le complesse trame di rapporto tra:*

- (i) *amministratori e insieme degli azionisti,*
- (ii) *azionisti di comando e azionisti di minoranza (segnatamente gli azionisti "risparmiatore"),*

*[...] Anche nel caso italiano, come già si sa una ormai consistente letteratura in materia societaria si avvale appunto di tal modello, essendo poi del maggior rilievo la serie delle analisi in prospettiva di comparazione.<sup>58</sup>*

Il numero di fattispecie empiriche rilevanti casi di agency theory è chiaramente maggiore, così come lo sono i meccanismi di tutela, proporzionati alle complessità, non solo degli scenari di conflitto, ma anche all'assetto di governance vigente all'interno delle varie società.

A tal proposito si analizzano due distinte tipologie di soluzioni: *regulatory strategies* e *governance strategies*.

Le prime disciplinano che *disciplinano la formazione (ma anche l'eventuale dissolution) del rapporto attivato tra principal e agent, così come i suoi contenuti*; mentre le seconde le invece tese a conseguire *in via indiretta risultati di protezione del principal, mediante un incremento dei poteri che gli competono o incentivando l'agent ad un agire appunto nell'esclusivo interesse del principal.*<sup>59</sup>

Tra le *regulatory strategies* risaltano, pertanto, i *terms of entry*, vale a dire l'insieme di regole inerenti alla attivazione del rapporto tra principal e agent, e i *terms of exit* che, attraverso misure ex post, autorizzano il principal a sciogliere il vincolo che lo lega all'agent.

---

<sup>58</sup> **Società di capitali e conflitti di interesse. Regulatory strategies, governance strategies** – Marco Bessone

<sup>59</sup> Marco Bessone – op. cit.

A tali misure si aggiungono le *reward strategies*, regimi normativi che operano assicurando a soggetti agent un ritorno economico espressamente congegnato come una variabile nella sua grandezza senz'altro dipendente dai risultati utili che dal loro agire possano derivare i soggetti loro principal.<sup>60</sup>

Oltre agli strumenti normativi, è comunque doveroso il riferimento a fattori di *trusteeship*, correlati all'immagine e alla reputazione del manager, i quali, se da un lato possono invogliare il manager ad intraprendere scelte eccessivamente rischiose per la società, dall'altro, e in maniera molto più frequente, possono spingerlo ad agire avendo come solo fine la massimizzazione del valore dell'azienda, facendo dunque gli interessi degli stakeholders prima che i propri.

*“Gli strumenti di tutela preventiva del socio di minoranza nelle società di capitali in generale sono:*

- *Rafforzamento dei quorum;*
- *Voto di lista o simili clausole di garanzia per la scelta degli amministratori;*
- *Ampi poteri di ispezione e controllo;*
- *Diritto di recesso connesso all'andamento della società e al trend di distribuzione degli utili”.*<sup>61</sup>

Data la sostanziale diversità anche in merito all'assetto corporativo, che contraddistingue le varie tipologie, oltre che alle differenze inerenti all'applicabilità del concetto di agency theory, si ritiene più opportuna un'analisi minuziosa per ognuna delle categorie in cui sono classificate le società di capitali.

## **2.9 SOCIETÀ A RESPONSABILITÀ LIMITATA**

### **2.9.1 Caratteri generali**

La società a responsabilità limitata è una società di capitali nella quale:

- a. ai sensi dell'articolo 2462, comma 1, c.c. è garantita l'autonomia patrimoniale perfetta, pertanto la società risponde delle obbligazioni sociali con il proprio patrimonio;
- b. *le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari.*<sup>62</sup>

Tale divieto comporta un sostanziale impedimento all'ottenimento di ingenti quantità di capitale di rischio dai pubblici risparmiatori, riducendo in maniera significativa il numero di investimenti.

---

<sup>60</sup> Marco Bessone – op. cit.

<sup>61</sup> **La protezione legale del socio di minoranza nelle società chiuse** - Conversazione per l'Associazione Forense della Gera d'Adda

<sup>62</sup> Art. 2468, comma 1, c.c

Recentemente, con il decreto legislativo 17/01/2003 n. 6, è stata approvata la possibilità di emissione di titoli di debito per la raccolta di capitale di credito, con forti limitazioni sui destinatari. Non è di fatti, consentire il collocamento di tali titoli presso il pubblico risparmio. Il diritto di sottoscrizione è circoscritto alle banche o altri investitori qualificati, ostacolandone la diffusione.

Nonostante ciò, è indubbio che la S.r.l., ad oggi, costituisca il modello societario più largamente utilizzato tra le società di capitali. Alla base di questo grande successo figurano le seguenti motivazioni:

1. Requisiti di capitale largamente inferiori. È richiesto un capitale minimo di 10.000 € a fronte dei 50.000 richiesti, per la costituzione delle altre società di capitali. È inoltre consentito l'apporto di opere e servizi, vietato, invece, dalla disciplina delle società per azioni.
2. Minori costi di funzionamento per la presenza all'assenza di un organo di controllo, previsto obbligatoriamente nei soli casi di società a responsabilità limitata che possano vantare dimensioni rilevanti. In tutti gli altri casi è sufficiente la nomina di un sindaco o di un revisore anziché di un collegio sindacale.
3. Maggiore flessibilità nell'assetto organizzativo. Oltre ad essere caratterizzate da una più frequente e attiva partecipazione dei soci, le società a responsabilità limitata possono, per legge, adottare soluzioni organizzative proprie delle società di persone, purché previsto da statuto.
4. Tra le società di capitali, le Srl sono indubbiamente quelle che richiedono minori costi di costituzione, a livello generale e, di conseguenza, rappresentano la tipologia maggiormente adottata.

### **2.9.2 Società a responsabilità limitata semplificata**

Con il d.l. 21-1-2012, n. 1, conv. con legge 27/2012, viene introdotta la società a responsabilità limitata "semplificata", ispirata a forme societarie derivanti da altri ordinamenti europei, i quali prevedevano modalità di costituzione meno complesse, responsabilità limitata per tutti i soci e con requisiti minimi di capitale, che deve essere almeno pari ad un euro fino a un massimo di 10.000 euro.

La S.r.l.s. può essere costituita con contratto o atto unilaterale unicamente da persone fisiche.

*Le clausole del modello standard tipizzato sono inderogabili.*<sup>63</sup>

Pertanto, la riduzione dei costi di costituzione è accompagnata da una forte limitazione dell'autonomia statutaria di cui godono i soci nei casi di s.r.l. ordinaria, seppur non vieti espressamente l'introduzione di ulteriori clausole che integrino, senza derogare, i contenuti già previsti dal modello standard predisposto e tipizzato con decreto del Ministro della giustizia.

### **2.9.3 Amministrazione e controllo della società**

---

<sup>63</sup> Art. 2463-bis, 3° comma, aggiunto dal d.l. 76/2013

*“Fra le modifiche più rilevanti apportate dalla riforma del 2003 al diritto della società a responsabilità limitata, spicca la disciplina dell’amministrazione, laddove il legislatore ha ampliato lo spazio riconosciuto all’autonomia statutaria.”<sup>64</sup>*

La riforma, infatti, conferisce agli amministratori ampi margini di discrezionalità e delega all’autonomia statutaria la disciplina inerente alla struttura dell’organo amministrativo, potenzialmente monocratico o pluripersonale, all’attribuzione del potere amministrativo ai soci o ai non soci, e alla disapplicazione, in taluni casi, del metodo collegiale, nell’ambito della procedura decisionale dell’organo pluripersonale.

Salvo diverse previsioni statutarie, in riferimento alla nomina degli amministratori e al funzionamento dell’organo amministrativo, è previsto che l’amministrazione della società sia affidata a uno o più amministratori scelti dai soci. Eccezion fatta per i primi amministratori, iscritti nell’atto costitutivo, gli amministratori devono richiedere l’iscrizione della loro nomina nel registro delle imprese. Nel caso siano selezionati più amministratori, essi costituiranno il consiglio di amministrazione, che delibera collegialmente.

*“Qualora sia costituito un consiglio di amministrazione, l’atto costitutivo può prevedere che le decisioni siano adottate mediante consultazione scritta o sulla base del consenso espresso per iscritto. In tal caso dai documenti sottoscritti dagli amministratori devono risultare con chiarezza l’argomento oggetto della decisione ed il consenso alla stessa.*

*La redazione del progetto di bilancio e dei progetti di fusione o scissione, nonché le decisioni di aumento del capitale sono in ogni caso di competenza dell’organo amministrativo.”<sup>65</sup>*

Infine, in caso di amministrazione congiunta o disgiunta trovano applicazioni gli art. 2257-2258 sulle società di persone. Pertanto, nei casi di amministrazione disgiunta, ogni amministratore ha diritto di veto, può quindi, opporsi alle decisioni prese da un altro e conferire alla pluralità dei soci il potere decisionale. La disciplina per l’amministrazione congiunta prevede, invece, che le decisioni siano approvate da tutti gli amministratori, salvo in situazioni di urgenza. Se l’amministrazione è affidata un consiglio, si può scegliere di abbandonare il metodo collegiale e sostituirlo con un meccanismo di consultazioni scritte o di raccolta dei consensi separati.

L’atto costitutivo può delineare un corpus normativo attinente al funzionamento della società, con particolare riguardo per le questioni relative alla rappresentanza e all’amministrazione. Tramite atto costitutivo è consentito riservare competenze a livello gestorio e di coordinamento alle volontà dei soci, oltre che disciplinare esclusiva attribuzione di specifici diritti amministrativi a singoli soci.

Infine, è necessario ricordare che gli amministratori detengono la rappresentanza generale della società e le limitazioni ad essa riferite sono inopponibili ai terzi, salvo dolo.

Nella S.r.l. la presenza di un organo interno di controllo non è obbligatoria.

---

<sup>64</sup> Consiglio nazionale del notariato - **L'amministrazione di società a responsabilità limitata** - approvato dalla Commissione studi d'impresa il 14 luglio 2011

<sup>65</sup> Art. 2475, 4° e 5° comma, c.c.

*“L’intestatario di una quota della s.r.l. che non ricopra funzioni gestorie o amministrative in seno alla società, è titolare di un vero e proprio diritto potestativo di avere pieno accesso a tutti gli atti concernenti l’amministrazione della società. In particolare, la norma dell’art. 2476, comma 2, c.c. ricomprende tanto il diritto dei soci di ottenere dagli amministratori informazioni sulla gestione, quanto il diritto di consultare i libri contabili e i documenti sociali. Il diritto di consultazione si estende a tutti i libri sociali obbligatori e ai documenti relativi all’amministrazione, ivi incluse le scritture contabili e tutti i contratti e gli accordi sottoscritti dalla società”<sup>66</sup>*

È possibile, inoltre, ai sensi dell’articolo 2477, che l’atto costitutivo preveda la nomina da parte dei soci di un collegio sindacale o di un revisore, precisandone i poteri e competenze. Ha seguito delle modifiche del decreto legge 91/2014, la presenza del collegio sindacale risulta obbligatoria se il capitale sociale è maggiore uguale a quello minimo stabilito per l’S.p.A., o qualora, per due esercizi consecutivi, si hanno superato almeno due dei limiti precisati dall’articolo 2435-bis comma 1<sup>67</sup>. È obbligatorio anche nel caso la Srl sia tenuta alla redazione del bilancio consolidato o controlli una società obbligata alla revisione legale dei conti. Quando la nomina del collegio sindacale è obbligatoria, si applicano le disposizioni di S.p.A. (art. 2477, c.c.).

#### **2.9.4 Agency theory nelle società a responsabilità limitata**

*Nella società a responsabilità limitata il socio è visto soprattutto come una partecipante alla vita sociale, un soggetto che, insieme ad altri, ha stipulato un contratto associativo e, in quanto tale, ha effettivamente interesse a svolgere in comune e a gestire insieme gli altri l’attività economica prescelta quale oggetto sociale.<sup>68</sup>*

Il D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, introduce una nuova disciplina incentrata esplicitamente sulla situazione del conflitto d’interessi, dettando apposita normativa sia con riguardo alla S.p.A. che alla S.r.l.

Un primo approccio alla norma palesa, da subito, un minor rigore che caratterizza la regolazione in tema di conflitto di interessi nell’ambito delle società a responsabilità limitata. L’eccessivo rimando a deroghe statutarie sembra assimilabile ad una sottovalutazione del problema oggetto di analisi, arrivando ad una riduzione delle competenze assembleari. *Dalla riforma sembra emergere un sistema in cui il socio è*

---

<sup>66</sup> **Il socio non amministratore di s.r.l. può avere accesso alla documentazione contabile ed amministrativa della società senza passare per il collegio sindacale** – Domenico Anacleto

<sup>67</sup> 1. totale dell’attivo dello stato patrimoniale: 4.400.000 euro;  
2. ricavi delle vendite e delle prestazioni: 8.800.000 euro;  
3. dipendenti occupati in media durante l’esercizio: 50 unità

<sup>68</sup> **La tutela dei soci di minoranza nella riforma del diritto societario: la “voice”** – Alessandra Panelli

*considerato un mero investitore, può ottenere tutela solo in assemblea e, peraltro, limitatamente alle decisioni che comportano un peggioramento del grado di rischio del proprio investimento.*<sup>69</sup>

*Ciò nonostante, è pur anche vero che l'intera architettura giuridica della società a responsabilità limitata appare caratterizzata da un'evidente ampia libertà riconosciuta ai soci in sede di redazione dello statuto.*<sup>70</sup>

In riferimento alla specifica fattispecie inerente alle logiche di conflitto di interessi, l'art. 2475 – ter c.c.,<sup>71</sup> si applica nell'eventualità in cui l'amministratore sia portatore di un qualsiasi interesse oggettivamente in conflitto con quello della società

Una novità introdotta dalla riforma del 2003 riguarda i soggetti legittimati all'impugnativa. La legge menziona esplicitamente gli amministratori, il collegio sindacale (o qualsiasi altro soggetto incaricato del controllo).

Infine, l'articolo 2476 c.c. definisce in termini di principio generale che “*gli amministratori sono solidalmente responsabili verso la società dei danni derivanti dall'inosservanza dei doveri ad essi imposti dalla legge e dall'atto costitutivo per l'amministrazione della società*”, intendendola come enunciazione della responsabilità per l'inosservanza di obblighi legali o statutari.

In merito agli strumenti di limitazione dei conflitti derivanti dall'agency theory I, grande spazio in ambito regolamentare è riservato alla possibilità per i soci di introdurre clausole statutarie mirate a irrigidire o a rendere più flessibile la disciplina sostanzialmente limitata e molto vaga applicata alle fattispecie già analizzate. Le possibili soluzioni derivanti dalla prassi operativa sono, dunque, numerose e svariate.

Potranno, quindi, essere previste clausole che rimandino all'obbligo per gli amministratori di consentire all'intero organo collegiale amministrativo di essere a conoscenza di eventuali situazioni di conflitto (cosiddetta “preventiva disclosure”), eventualmente specificando l'estensione dell'interesse.

Sarà possibile circoscrivere in capo all'amministratore unico, obbligandolo ad astenersi dal compiere l'operazione ed eventualmente delegare la decisione ai soci.

Qualora, invece, sussista un consiglio di amministrazione, si potrebbe prevedere che l'amministratore in conflitto di interessi possa partecipare alla riunione, escludendo però il suo voto dal computo del quorum costitutivo.

Non sono, tuttavia, prevedibili, clausole di deroga sui diritti acquistati dai terzi in buona fede per un principio di fondo nella formulazione della norma codicistica della fattispecie in esame.

---

<sup>69</sup> Alessandra Panelli – op.citata

<sup>70</sup> **Il conflitto d'interessi nella nuova S.r.l.** – Domenico Lamanna Di Salvo

<sup>71</sup> *I contratti conclusi dagli amministratori che hanno la rappresentanza della società in conflitto di interessi, per conto proprio o di terzi, con la medesima possono essere annullati su domanda della società, se il conflitto era conosciuto o riconoscibile dal terzo.*

*Le decisioni adottate dal consiglio di amministrazione con il voto determinante di un amministratore in conflitto di interessi con la società, qualora le cagionino un danno patrimoniale, possono essere impugnate entro novanta giorni dagli amministratori e, ove esistenti, dai soggetti previsti dall'articolo 2477. In ogni caso sono salvi i diritti acquistati in buona fede dai terzi in base ad atti compiuti in esecuzione della decisione.*

Esaustive sono, pertanto, le misure preventive predisposte dal legislatore mirate alla risoluzione dei conflitti di agenzia di primo tipo, nonostante gli interessi della società non siano pienamente tutelati visto l'ampio rimando alle deroghe statutarie.

È, tuttavia, fatta salva la possibilità di limitare eventuali conflitti, qualora si ritenga necessario, tramite specifiche clausole da apporre all'interno dello statuto e dell'atto costitutivo. Permane, quindi, un pieno equilibrio tra qualità e quantità delle norme previste e autonomia statutaria degli amministratori e dei soci.

Altri metodi di prevenzione sono legati alle skills degli amministratori, in particolare per quelli scelti all'esterno della società. I soci, nella scelta degli amministratori, possono, infatti, fare affidamento su indicatori che consentano una precisa valutazione dell'adattabilità delle conoscenze e delle capacità di questi alle esigenze della società e al raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Per quanto riguarda, invece, gli strumenti di tutela dei principali da attuare in seguito alla stipula dei contratti (ex post), è doveroso menzionare i meccanismi di monitoraggio e controllo, già ampiamente utilizzati nelle differenti società di capitali. Tramite strategie predefinite, sia che esse si estendano ad apparecchiature elettroniche, sia che siano circoscritte alle più basilari ispezioni, i soci, nelle S.r.l., possono supervisionare l'operato dei manager. Ciò comporta, non solo che i soci possano a tutti gli effetti constatare, tramite evidenze empiriche, che tra gli amministratori è in grado di svolgere il proprio lavoro in maniera onesta e ottimale, ma scongiura anche qualsiasi idea di comportamento opportunistico. Di fatti, i manager, consapevoli di essere monitorati, tendono ad evitare di agire con l'obiettivo di massimizzare i propri interessi, puntando invece a ottimizzare i risultati aziendali.

Ancora, ulteriore modalità di tutela è la correlazione della remunerazione degli amministratori agli utili conseguiti dalla società. Questo implica che più i manager raggiungono risultati coerenti con quanto previsto contrattualmente, più i soci sono disposti a pagarli in termini di compenso.

Sono svariati i meccanismi di proporzionalità del corrispettivo all'operato degli amministratori. Si può, infatti, prevedere qualsiasi tipo di deroga statutaria in merito, come ad esempio l'attribuzione di un premio monetario oltre una certa soglia di utili conseguiti, o un indennizzo da esborsare per un elevato numero di perdite.

Le società a responsabilità limitata offrono uno scenario di conflitti ancora più esteso, in termini di frequenza e numero dei casi, in riferimento all'agency theory type II.

La S.r.l. rappresenta una tipologia di società per la quale la linea di demarcazione tra socio di maggioranza e socio soggetto a profili di debolezza è più netta rispetto alle società di persone, ma non arriva ancora a studiare il caso nella sua interezza, andando a distinguere, tra i soci anche quelli che non hanno alcun interesse al funzionamento della società, se non limitatamente al fatto di doverci conseguire utili sotto il

profilo patrimoniale. In altre parole, non essendoci la possibilità di emettere speciali tipi di azioni, come le azioni di risparmio, finalizzate al solo conseguimento di diritti patrimoniali, l'unica distinzione tra categorie di soci viene effettuata tenendo conto dell'apporto di capitale, oltre che del possesso o meno di poteri dal punto di vista amministrativo.

La tutela del socio debole risulta essere, in ogni caso, un problema centrale nella gestione e organizzazione delle società a responsabilità limitata. Si è già detto che tutti i soci che non partecipano all'amministrazione hanno diritto di avere dai manager notizia sullo svolgimento degli affari sociali e di consultare i libri sociali e i documenti relativi alla gestione, e che ogni socio può proporre azione di responsabilità contro gli amministratori.

La protezione del socio di minoranza può essere portata a compimento sia con misure di carattere "preventivo", da mettere in atto a seguito della conclusione del contratto di società e delle sue modifiche, sia con iniziative di carattere ex post, da attuarsi durante l'attività della società. Quest'ultima può riferirsi, ad esempio: alla partecipazione attiva del socio in ogni sede consentita; nel continuo monitoraggio dell'operato degli amministratori; in azioni di impugnazione delle delibere degli organi sociali; in azioni di responsabilità contro i manager; nella richiesta di intervento ispettivo dell'Autorità Giudiziaria o del Collegio Sindacale quando possibile.

È evidente che le relazioni che interessano i soci e gli amministratori in materia di conflitto di interessi, sono pressoché le stesse nell'applicazione della teoria dell'agenzia di secondo tipo. La tutela dei soci di minoranza corrisponde quasi interamente a quella applicata a coloro a cui non spetta la gestione della società. Infatti, anche in questo caso, il riferimento più immediato è quello all'articolo 2476 c.c., per cui si ricollega il potere di controllo all'azione di responsabilità proponibile da parte di ogni socio.

*«Complementare al diritto del socio di s.r.l. di consultare la documentazione sociale (art. 2476 comma 2 c.c.)<sup>72</sup>, è il diritto ad estrarre copia della stessa, anche tenuto conto che l'ausilio del professionista è facoltà aggiuntiva e non alternativa alla estrazione della copia. Circa invece l'estrazione di copia dei documenti relativi all'amministrazione della società, l'esigenza di riservatezza della stessa, contrapposta all'esigenza del socio di consultare i documenti a fini di controllo sull'operato degli amministratori, comporta che possa ammettersi l'estrazione di copia della sola documentazione che sia stata consultata»<sup>73</sup>*

*«Il comma 2 dell'art. 2476 c.c. circoscrive il diritto di informazione alle notizie da attingere dagli amministratori "sullo svolgimento degli affari sociali" ed alla consultazione, anche tramite professionisti di*

---

<sup>73</sup> Trib. Verona, 29 agosto 2011

*fiducia, dei libri sociali e dei documenti relativi all'amministrazione, senza estenderlo anche all'ottenimento delle copie ed ancor meno alla consegna degli originali »<sup>74</sup>*

Ne consegue che, anche a livello ex post, sono assicurati numerosi meccanismi di tutela per i soci di minoranza e i soci che non detengono diritti amministrativi, qualora questi non coincidano, contro i possibili comportamenti opportunistici che gli agents potrebbero mettere in atto.

Nelle società a responsabilità limitata semplificate, l'impossibilità di promulgare deroghe statutarie potrebbe costituire un impedimento nella piena realizzazione della tutela del singolo socio, in quanto compromette l'attuazione delle misure preventive che, di fatti, consentirebbero una migliore gestione dei conflitti.

Tuttavia, la protezione assicurata dal legislatore è ritenuta ampiamente sufficiente affinché si eviti il verificarsi di abusi da parte dei soci di maggioranza o di comportamenti opportunistici da parte dei soci amministratori.

### **2.9.5 Il caso esaminato dal Tribunale di Milano**

In una società a responsabilità limitata, "Alfa S.r.l.", due soci di minoranza, proprietari di una partecipazione pari al 45% del capitale sociale, impugnavano la delibera di nomina dell'amministratore unico poiché - a loro avviso - era stata stabilita dai soci di maggioranza in violazione dello statuto sociale. La trasgressione non era inerente, però, all'oggetto della decisione ma al suo processo di assunzione: secondo i soci di minoranza essa sarebbe dovuto essere ammessa con "delibera assembleare" e non tramite "consultazione scritta", come invece è accaduto.

Nei fatti accadde che i soci di maggioranza avevano convocato l'assemblea per deliberare sulla nomina dell'amministratore unico. I soci di minoranza non avevano preso parte all'assemblea così da non consentire il quorum del 70%. In risposta, i soci di maggioranza, i quali detenevano una quota di partecipazione consistente in più di metà del capitale, appellandosi al bisogno della società di dotarsi di un amministratore, nominavano l'amministratore unico tramite consultazione scritta. I soci di minoranza si sono opposti alla delibera in analisi, appellandosi al loro diritto a esigere che la scelta venisse fatta, come previsto dalla legge, secondo il metodo assembleare, fermo il rispetto del quorum rafforzato previsto dallo statuto.

Ne deriva che *"il pregiudizio che subiscono i soci di minoranza di vedere la società gestita da una persona che non gode della loro fiducia (determinante in base allo statuto, data la previsione di una maggioranza particolarmente rafforzata) prevale su quello che subirebbe la società in conseguenza della sospensione della decisione di nomina"*.<sup>75</sup>

---

<sup>74</sup> Trib. Parma 25 ottobre 2004

<sup>75</sup> Sentenza Tribunale di Milano

Pertanto, la delibera in esame è stata dichiarata invalida.

L'inflessione della giurisprudenza annovera tra gli abusi o gli eccessi di potere tutte quelle condotte tramite le quali il socio di maggioranza persegue il proprio interesse personale ed antisociale oppure rechi danno in modo fraudolento i diritti degli altri soci. Un secondo orientamento, ad oggi consolidato e prevalente, accomuna invece l'abuso di maggioranza alla violazione dell'obbligo generale di eseguire il contratto in buona fede di cui all'art. 1375 c.c.<sup>76</sup>

*L'annullamento della delibera, quindi, richiederebbe la prova che il potere di voto determinante del socio di maggioranza:*

- i. sia stato esercitato fraudolentemente allo scopo di ledere gli interessi degli altri soci;*
- ii. fosse in concreto preordinato ad avvantaggiare ingiustificatamente i soci di maggioranza in danno di quelli di minoranza, in violazione del canone di buona fede nell'esecuzione del contratto.<sup>77</sup>*

## **2.10 SOCIETÀ PER AZIONI**

### **2.10.1 Caratteri generali**

La società per azioni è una società di capitali nella quale:

- a. per le obbligazioni sociali risponde soltanto la società col suo patrimonio;*
- b. la partecipazione sociale è rappresentata da azioni<sup>78</sup>*

La prima caratteristica consente di distinguere la società per azioni dalle società in accomandita per azioni, la quale prevede accanto ai soci limitatamente responsabili (accomandanti) anche persone fisiche che rispondano in maniera solidale e illimitata alle obbligazioni sociali.

La seconda, invece, la differenza dalle società a responsabilità limitata, in cui le quote di partecipazioni non possono costituire oggetto di offerta al pubblico e, pertanto, non possono essere rappresentate da azioni.

L'autonomia patrimoniale di cui gode è strettamente correlata con la personalità giuridica di cui è dotata ed è per legge ritenuta un soggetto di diritto distinto formalmente dai soci in quanto persone.

Inoltre, dato il fatto che è esclusa qualsiasi tipo di responsabilità personale in capo ai soci, compresa quella di tipo sussidiario, i creditori della società sono obbligati a rifarsi unicamente sul patrimonio sociale, fermo restando la predisposizione di forme di tutela regale previste dal Codice Civile in materia di effettività e

---

<sup>76</sup> Cass. 12 dicembre 2005, n. 27387

<sup>77</sup> **L'abuso di potere della minoranza** – Avv. Francesca Rogai

<sup>78</sup> Definizione di Gian Franco Campobasso – **Diritto commerciale vol. 2: Diritto delle società**, a cura di Mario Campobasso – p. 135

integrità del capitale, informazione contabile periodica, situazione patrimoniale e risultati economici. È previsto, infatti, un capitale sociale minimo, che ammonta a 50.000 euro.

In ultimo, le quote di partecipazione dei soci sono rappresentate da azioni, le quali, per il fatto di essere tutte di uguale valore e di conferire, a tutti i possessori, gli stessi diritti, sono classificabili come partecipazioni-tipo omogenee e standardizzate. Il valore delle azioni è calcolabile tramite un criterio astratto-matematico che consente la divisione del capitale sociale in più parti. Ciò consente una piena libertà di trasferimento, nonché l'assoggettamento alla disciplina dei titoli di credito nell'ambito della negoziazione.

Nel caso di società quotate in un mercato regolamentato (borsa valore) lo smobilizzo è accentuato, e la formazione e l'attribuzione di un prezzo ufficiale è facilitata dall'omogeneità e dell'alto grado di fungibilità delle azioni.

Sono soci tutti gli azionisti. Il titolo di socio può essere trasferito ad un'altra persona fisica mediante la cessione delle azioni sul mercato organizzati, tramite i quali si possono acquistare e vendere le azioni in essi quotate.

Ai soci, oltre al diritto di ripartizione degli utili, sotto forma di dividendi spetta il diritto, in caso di liquidazione prima della società di poter partecipare alla divisione del patrimonio residuo.

La società per azioni costituisce il prototipo elettivo della grande impresa. Per le caratteristiche di cui sopra è favorita la raccolta degli ingenti capitali di rischio, resa possibile anche dall'investimento in azioni da parte della massa dei piccoli risparmiatori, privi di interesse in merito alla gestione dell'impresa. Questi ultimi rappresentano i cosiddetti azionisti-risparmiatori che hanno solo scopo di investire fruttuosamente il proprio risparmio per assicurarsi un pronto disinvestimento. Si contrappongono gli azionisti-imprenditori che assumono, invece, iniziativa economica.

Nella realtà economica esiste un elevato numero di società per azioni di dimensioni ridotte le quali dispongono di un numero relativamente basso di soci. Sono S.p.A. a ristretta base azionaria. I problemi fondamentali restano quelli tradizionalmente legati alla tutela dei soci di minoranza e dei creditori a fronte degli eventuali abusi dei soci che detengono la maggioranza del capitale e degli amministratori. Di contro, nelle società di azionariato diffuso, è presente un vasto gruppo di azionisti-investitori che detengono partecipazioni di modestissima entità le quali alterano il funzionamento della gestione delle società per azioni, poiché *“il naturale disinteresse degli azionisti-investitori per la vita della società favorisce inevitabilmente il dominio della stessa da parte di gruppi minoritari di controllo e rende anzi il controllo minoritario fenomeno istituzionale, fisiologico ed irreversibile”*<sup>79</sup>.

---

<sup>79</sup> Gian Franco Campobasso – **Diritto commerciale vol. 2: Diritto delle società**, a cura di Mario Campobasso – p.139

Una più generale esigenza è invece quella di garantire il corretto funzionamento del mercato azionario e di predisporre meccanismi di tutela nei confronti del pubblico indifferenziato dei potenziali investitori. Difatti oltre all'investimento diretto è previsto investimento indiretto tramite operatori professionali specializzati, come fondi comuni di investimento, i quali hanno il compito di raccogliere risparmio fra il pubblico investirlo in partecipazione di minoranza.

Un'altra problematica rilevante in relazione ai conflitti di interesse è costituita dai gruppi di società e dal loro stesso rapporto con i soci di minoranza e con i creditori, qualora le scelte operative autonome, ma sostanzialmente ispirate all'interesse del gruppo, possano ledere gli interessi dei soggetti sopra menzionati.

### 2.10.2 Amministrazione e controllo

Al fine di esaminare correttamente le modalità previste per l'amministrazione e il controllo, occorre tener conto delle differenze in ambito corporativo tra S.p.A. quotate ed S.p.A. non quotate.

*“Nel sistema tradizionale (2.8.2), la società per azioni non quotata può avere sia un amministratore unico sia una pluralità di amministratori, che formano in tal caso il consiglio di amministrazione. Le società quotate devono invece avere un'amministrazione pluripersonale, allo scopo di consentire la nomina di almeno un amministratore da parte dei soci di minoranza e di un amministratore indipendente.”<sup>80</sup>*

In generale, la disciplina che ha ad oggetto la struttura dell'assetto amministrativo è molto flessibile, per consentirne una maggiore adattabilità alle concrete esigenze dell'impresa.

All'amministrazione delle società per azioni è riservata un'estesa disciplina che ne esamina i vari poteri e le modalità di attuazione:

- a. il potere gestorio in capo agli amministratori consente loro di deliberare su tutti gli argomenti la cui competenza non è espressamente riservata all'assemblea dalla legge;
- b. gli amministratori hanno il potere di rappresentanza generale, ossia *“il potere di manifestare all'esterno la volontà sociale ponendo in essere i singoli atti giuridici in cui si concretizza l'attività sociale;”<sup>81</sup>*
- c. gli amministratori hanno il potere di convocare l'assemblea e di fissare l'ordine del giorno;
- d. gli amministratori sono tenuti alla redazione dei libri e delle scritture contabili, oltre a dover provvedere ad adempimenti di pubblicità per gli obblighi di trasparenza previsti;
- e. si devono evitare atti pregiudizievoli per la società;
- f. si deve provvedere all'adozione di modelli e forme di organizzazione idonee a prevenire la commissione di reati, conseguenti dalla responsabilità amministrativa.

---

<sup>80</sup> Gian Franco Campobasso – **Diritto commerciale vol. 2: Diritto delle società**, a cura di Mario Campobasso – p.354

<sup>81</sup> Gian Franco Campobasso – op. cit.

Le funzioni esercitate sono inderogabili, dotate di formale autonomia rispetto all'assemblea e l'adempimento presuppone una responsabilità personale sia sul piano civile che su quello penale.

Gli amministratori possono essere revocati:

- Per giusta causa: l'amministratore ha messo in atto comportamenti che siano contrari alla legge o allo statuto societario e l'amministratore dovrà risarcire la società degli eventuali danni da lui causati.
- Senza giusta causa: può avvenire sempre, ma in questo caso la società è tenuta al risarcimento nei confronti dell'amministratore per il danno a questi causato con la revoca.

Oltre che per revoca e la cessazione del rapporto fra amministrazione e società può avvenire per rinuncia all'ufficio da parte dell'amministratore o per scadenza del termine.

Gli amministratori sono responsabili verso:

- La società: nell'obbligo di adempiere ai doveri correlati al loro ruolo con la diligenza richiesta e sono ritenuti responsabili dei danni eventualmente causati dall'inadempimento.
- I creditori sociali: nei casi di inosservanza degli obblighi sulla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale
- Singoli soci e terzi: se questi sono direttamente danneggiati da errori degli amministratori.

### **2.10.3 Il consiglio di amministrazione**

Mentre la rappresentanza della società è funzione individuale degli amministratori designati, l'attività deliberativa e tutte le altre sopra elencate spettano, per le società quotate e per le non quotate che scelgono la pluralità degli amministratori, al consiglio di amministrazione.

Altresì importante è la funzione di vigilanza da considerare esercitabile tanto dal consiglio nella sua interezza quanto dal singolo amministratore che, come previsto dalla normativa, è responsabile personalmente e solidalmente dei danni derivanti da inefficienze nel controllo.

### **2.10.3 Agency theory nelle società per azioni**

Le società per azioni presentano lo scenario più emblematico, sia in termini qualitativi sia in termini di diffusione, del fenomeno dell'agency theory.

È evidente quanto la pluralità di individui, presenti in quanto soggetti più o meno attivi nell'assetto corporativo, influisca notevolmente tanto sulle situazioni di agency theory type I, riscontrando negli azionisti il ruolo di principal e nei manager, soprattutto quelli esterni, quello di agent, quanto su quelle type II. L'espansione di quest'ultimo fenomeno è facilitata, oltre che incrementata, dalla proprietà ad azionariato diffuso. Anche in questo caso i motivi sono perfettamente intuibili: sottoscrivere ad una moltitudine di individui azioni, le quali presuppongono nella maggior parte dei casi diritti amministrativi oltre che patrimoniali, comporta un'equiparazione di tutti gli azionisti ordinari. Ne consegue che, in molti casi, un

ristretto numero di shareholders, più interessati all'amministrazione della società, utilizza deroghe regolamentari per attribuirsi più potere, ad esempio i voti per delega. Essendo previsto dalla normativa, l'uso di questi strumenti legali non costituisce realmente un problema, anzi sembra quasi poter essere un'estensione della piena autonomia dei singoli soggetti, perfettamente bilanciata dalla normativa predisposta a tutela dagli abusi. Tale tutela è coerente con il concretizzarsi della dicotomia tra azionisti maggioritari e azionisti minoritari, maggiormente sentita in questa più che nelle altre tipologie.

Proprio da questo si vuole partire per l'analisi delle fattispecie di comportamenti opportunistici in capo agli agent, ossia agli azionisti-amministratori.

*“Nella società per azioni il socio è un soggetto che ha effettuato un investimento e che, quindi, è interessato prima di tutto alla remunerazione di questo. Ciò non di meno, non è - né può essere - totalmente estraneo all'amministrazione dell'impresa: pur non partecipandovi attivamente e direttamente, ha poteri sull'organizzazione che condizionano, in vario modo, la gestione, meglio la sua regolarità”<sup>82</sup>*

Ogni socio ha, infatti, pieni diritti a prendere parte alle decisioni assembleari e di esprimere preferenze in merito a temi, circoscritti o meno, ma sempre di competenza dell'assemblea. Questa interferenza costituisce un primo meccanismo indiretto e sufficientemente immediato di protezione degli azionisti dalle decisioni degli amministratori non conformi all'estensione dei loro diritti e delle loro stesse competenze.

Ai sensi degli articoli predisposti dal legislatore riguardanti i casi di conflitto d'interesse, ogni azionista ha la possibilità di intervenire nei dibattiti relativi all'organizzazione e alla gestione, indi per cui non si dovrebbe porre il problema di asimmetria informativa ex ante, avendo tutti i medesimi diritti e le stesse opportunità

Tuttavia, limitarsi ad attribuire a tutti gli azionisti i medesimi diritti non sembra risolvere completamente il problema. In primis è necessario tenere conto del fatto che non poche società per azioni emettono azioni che non conferiscono alcun diritto amministrativo, a fronte di incentivi di tipo patrimoniale, come le azioni di risparmio. In secundis, è bene considerare che molto spesso, in particolare nelle società ad azionariato diffuso, sussiste l'impossibilità in capo ad alcuni azionisti, unita al disinteresse e alla mancanza di competenze in materia, di prendere parte alle delibere.

È dunque necessaria una tutela più estesa che tenga conto della possibilità, quanto meno, di consultare ed eventualmente opporsi a quanto stabilito in sede assembleare.

Per quanto concerne la trasparenza e la correttezza dei comportamenti, la Cassazione ha previsto che: *“il sistema della responsabilità degli amministratori privi di deleghe posto dagli artt. 2381 e 2392 c.c., come innovati dalla riforma del diritto societario, conferma l'obbligo di vigilanza dei medesimi non più come avente ad oggetto "il generale andamento della gestione" - quale controllo continuo ed integrale sull'attività dei delegati - ma richiedendo loro, secondo la diligenza esigibile sin dal momento dell'accettazione della*

---

<sup>82</sup> **La tutela dei soci di minoranza nella riforma del diritto societario: la “voice”** – A. Panelli

*carica, di informarsi ed essere informati, anche su propria sollecitazione, degli affari sociali, e di trarne le necessarie conseguenze. Il perdurante dovere di controllo in capo ai medesimi può precisarsi come obbligo di informazione attiva e passiva, nonché di conseguente attivazione, al fine di scongiurare le condotte dei delegati da cui possa derivare danno alla società; quel che è definito il "dovere di agire informato".*<sup>83</sup>

Applicato alle considerazioni finora viste, l'articolo offre una chiara evidenza empirica di una forma di limitazione delle asimmetrie informative ex post. Un moral hazard che viene a configurarsi in considerazione di una fattispecie più che di uno strumento di tutela, la quale sembra essere ancora una volta di tipo preventivo.

Pertanto, al verificarsi di eventuali danni dovuti ad inadempienza, il legislatore considera tutto il consiglio di amministrazione solidalmente responsabile. Ciò innesca un meccanismo di monitoring interno e una maggiore attenzione e cautela nel assumere provvedimenti che potrebbero comportare rischi.

La rapidità nello smobilizzo, che generalmente caratterizza i mercati azionari, consente un'ulteriore forma di tutela che empiricamente consiste nella vendita della propria partecipazione al verificarsi di comportamenti opportunistici o più semplicemente nel caso di non condivisione degli strumenti finalizzati al raggiungimento degli obiettivi sociali.

*“È noto che uno dei tratti caratterizzanti il modello organizzativo della società per azioni è la circostanza che il socio di minoranza, insoddisfatto della gestione della società, dovrebbe avere una facile possibilità di cedere le proprie azioni ed uscire così dalla compagine. Non è una tutela che si realizza, quindi, in chiave giudiziaria, né in chiave assembleare, ma è una tutela che si concretizza attraverso il disinvestimento, cosa che ovviamente non è possibile nella società di persone, ove è necessario modificare il contratto sociale ogni qualvolta varia la persona del socio.”*<sup>84</sup>

L'azionista può, quindi, vendere sui mercati secondari la propria quota di partecipazione, qualora non sia concorde con quanto pattuito e qualora non abbia altre possibilità di opporsi.

Esiste, però, una falla all'interno dell'ordinamento, che sembra, in qualche modo, ostacolare le possibilità in capo ai soci di controllare l'operato degli amministratori, e pertanto degli azionisti di maggioranza. Ai sensi dell'articolo 2422 c.c., all'azionista di minoranza non è consentito l'accesso ai libri contabili. L'opportunità di ispezionare atti giuridici è circoscritta alla presa visione del libro dei soci e quello delle assemblee. In ogni società il socio di minoranza deve cercare di ottenere modifiche statutarie nel senso dell'ampliamento delle sue prerogative informative.

Con il d.lgs. del 17 gennaio 2003, n.6, i poteri in capo ai soci di minoranza sono stati notevolmente estesi, fino quasi a comportare squilibri nell'assetto di varie società. L'art. 2409 c.c., oggetto di modifica, dal 2003 stabilisce infatti che sia consentito ai soci che rappresentino almeno un decimo del capitale, possano

---

<sup>83</sup> Cass. Civ. n. 22848/2015

<sup>84</sup> A. Panelli – op. cit.

denunciare al tribunale il fondato sospetto di gravi irregolarità messe in atto da amministratori e sindaci. *“Ed è altresì noto come il tribunale in camera di consiglio, quindi in modo molto veloce e rapido alla presenza del pubblico ministero, poteva adottare gli opportuni provvedimenti per eliminare le gravi irregolarità denunciate ed addirittura arrivare al provvedimento massimo della revoca degli amministratori e dei sindaci e della nomina di un amministratore giudiziario. Uno strumento, il 2409, così efficace da riuscire ad incidere addirittura sul comando della società”*<sup>85</sup>

Una riforma che assicura, unita ai meccanismi di *monitoring*, siano essi più o meno onerosi, sufficienti misure cautelari per i principal, nei casi di opportunismo che gli agent possono mettere in atto, garantendo la sana e prudente gestione della società nella sua interezza.

Non diverso è il caso dell'agency theory type I.

Come detto, gli amministratori, esterni o interni, sono ricompresi nella categoria dei manager, mentre gli shareholder ai quali non spettano poteri gestori rientrano nella categoria dei principal.

I comportamenti opportunistici che gli amministratori potrebbero adottare sono dovuti a infedeltà, incapacità, imprudenza, violazione di legge e di statuto. Talune violazioni di legge possono non essere immediatamente dannose per la società ma essere solo potenzialmente dannose, ad esempio qualora vi sia una violazione normativa tributaria, previdenziale o ambientale.

Tuttavia, e qui la sostanziale differenza, si deve sottostare al limite della *business judgement rule*:

*“Le scelte gestorie – cui è connaturato un rischio – non possono tradursi in consequenziali ipotesi di responsabilità degli amministratori quando il rischio si avvera, dovendo invece considerarsi se la scelta a suo tempo compiuta sia riconducibile a canoni di razionalità secondo le regole del business judgement rule”*<sup>86</sup>; e ciò in quanto *“la legge non impone agli amministratori di gestire la società senza commettere errori, anche nel caso in cui si tratti di errori gravi ed eventualmente evitabili da altri amministratori più competenti e capaci, ma prevede solo il rispetto dei numerosi obblighi di comportamento di amministrare con diligenza e di non agire in conflitto di interessi. È questo il contenuto della cosiddetta business judgement rule, secondo la quale la responsabilità degli amministratori è una responsabilità per violazione di obblighi connessi alla funzione e non per l'insuccesso economico della società ascrivibile ad errori di gestione. In base a tale regola, infatti, occorre tenere conto del fatto che nello svolgimento di un'attività imprenditoriale, e quindi nell'operato degli amministratori, è connaturata una rilevante discrezionalità”*.<sup>87</sup>

Ne consegue, pertanto, che la tutela dei principal è ridotta e prettamente discrezionale, imputabile alle deroghe statutarie. Si esclude dal concetto di responsabilità qualsiasi errore, anche grave o evitabile, in capo

---

<sup>85</sup> A. Panelli – op. cit.

<sup>86</sup> Trib. Napoli, 20 giugno 2008, in Giur. comm., 2009, II, 1184, con nota di DI GIROLAMO, Regola di giudizio imprenditoriale e conto corrente ordinario, con una premessa sull'oggetto sociale.

<sup>87</sup> Trib. Milano, 3 giugno 2008, in Giustizia a Milano, 2008

agli amministratori. I soci di minoranza non possono dunque denunciare atti compiuti dai manager, se nello svolgimento dei loro compiti abbiano agito nel rispetto degli obblighi di comportamento, gestendo con diligenza le proprie tasks e non agendo in conflitto d'interessi.

Di fatto la revoca degli amministratori non è un'opzione possibile per i soci di minoranza nelle società di capitali, a meno che:

- i. non sia promossa un'azione di responsabilità e sussistano le condizioni di legge;
- ii. non si riesca a ottenere dal Tribunale un provvedimento di revoca ex articolo 2409 c.c.

Considerato che la normativa non consente misure di prevenzione ex post per gli errori commessi, si rende a questo punto necessario lo sfruttamento di strumenti legati al *signalling* e al *reskilling* degli individui facenti parte della compagine aziendale.

Da qui, la sempre maggiore necessità di ricercare dipendenti e, soprattutto, amministratori dotati di maggiori competenze e conoscenze, innovative e stabili allo stesso tempo, di modo tale da poter fare affidamento su un management che sia da un lato consapevole delle nozioni di base sotto il profilo aziendale, dall'altro che abbia la capacità di applicare questi concetti e altre strategie di base all'evoluzione del mercato, dell'economia e della tecnologia. Il momento dell'assunzione assume un profilo ancor più rilevante, poiché consente agli shareholders di riflettere in maniera ancor più significativa sulle scelte da adottare.

I meccanismi di signalling comportano di per sé costi e oneri, sia in termini monetari che di tempo. L'analisi dei *curricula*, delle *job interviews* e delle varie *cover letters* richiede più attenzione, rapportate alle esigenze e agli obiettivi della società.

Ad essi, ancora una volta, si accompagnano i sistemi di monitoring e controlli da effettuare sull'operato dei manager qualora questi non agiscano secondo il principio di buona diligenza e lascino ampio spazio ad atteggiamenti opportunistici.

In conclusione, prima di ricollegarsi al caso di studio, si può senz'altro affermare che l'ordinamento italiano proponga una normativa assolutamente bilanciata, in pieno equilibrio tra piena autodeterminazione statutaria e limitazione degli abusi. La responsabilità degli amministratori è connessa con la volontà di voler ledere o causare danni alla società stessa traendone un vantaggio, derivante da atteggiamenti opportunistici ed egoisti. La responsabilità dei principal è invece, imputabile ad una scrematura e ad una successiva selezione degli individui che andranno a comporre il consiglio di amministrazione, nell'ottica di avere un management all'altezza dei compiti da svolgere e degli obiettivi da raggiungere.

#### **2.10.4 Sentenza n. 15923/2015**

Con atto di citazione, ritualmente notificato, conveniva in giudizio la xxx SPA., esponendo che:

- AB era titolare del 31% del capitale sociale della xxx spa., il cui amministratore unico era RL, titolare a sua volta del 40% del capitale sociale;

- la restante compagine sociale era costituita dal figlio RM, titolare di una quota pari al 20%, e dalla figlia RLu titolare di una quota pari al 9%.

In data 19.4.2013, l'assemblea dei soci – con il voto contrario dell'esponente e della figlia – aveva confermato l'amministratore in carica anche per gli esercizi 2013, 2014 e 2015 ed aveva confermato il compenso annuale pari ad € 30.000,00.

Tale delibera, tuttavia, risultava illegittima per i seguenti motivi:

- a. Conflitto d'interesse: in quanto l'amministratore aveva votato le delibere relative alla propria nomina ed al proprio compenso;
- b. Abuso di maggioranza: in quanto il compenso annuale riconosciuto all'amministratore era manifestamente sproporzionato [...]

Premesso ciò, l'attore chiedeva dichiararsi la nullità e/o annullabilità e/o illegittimità della delibera assembleare impugnata.

*“Ed invero, con riferimento al conflitto di interessi, la costante giurisprudenza di legittimità ha osservato che sussiste conflitto di interessi tra socio e società quando il primo si trovi nella condizione di essere portatore -con riferimento a una specifica delibera- di un duplice e contrapposto interesse: da una parte il proprio interesse di socio e dall'altra l'interesse della società, e questa duplicità di interessi è tale per cui il socio non può realizzare l'uno se non sacrificando l'altro. In particolare, l'interesse sociale si configura come l'insieme degli interessi comuni dei soci, in quanto parti del contratto di società, concretizzantesi nell'interesse alla produzione del lucro, alla massimizzazione del profitto sociale (inteso come massimizzazione del valore globale delle azioni o delle quote), al controllo della gestione dell'attività sociale, alla distribuzione dell'utile, alla alienabilità della propria partecipazione sociale, alla determinazione della durata del proprio investimento, e, quindi, allo scioglimento della società”<sup>88</sup>*

Pertanto, perché sussista conflitto d'interessi è necessario che il socio-amministratore agisca egoisticamente nel suo unico interesse. Non si parla di conflitto d'interesse se un comportamento che venga messo in atto sia solo portatore di un vantaggio, seppur di estesa entità, in capo all'amministratore stesso, senza che questo vada a cagionare danno alla società

Il Tribunale di Roma, in composizione collegiale, definitivamente pronunciando, così provvede:

- 1) RIGETTA la domanda proposta da AB
- 2) CONDANNA AB alla rifusione, in favore della SPA., delle spese di lite, che liquida ex DM 55/2014 in € 5.871,00 per compensi oltre rimborso forfettario ed accessori come per legge.

---

<sup>88</sup> Cassazione civile sez. I, 12 dicembre 2005, n. 27387

## 2.11 SOCIETÀ IN ACCOMANDITA PER AZIONI

### 2.11.1 Caratteri generali

*“La società in accomandita per azioni si caratterizza, al pari della società in accomandita semplice, per la presenza di due categorie di soci: i soci accomandanti e i soci accomandatari. Mentre i primi sono per legge amministratori e rispondono delle obbligazioni sociali solidalmente e illimitatamente, i secondi ne rispondono nei limiti del capitale sottoscritto. [...] La partecipazione dei soci, sia accomandanti che accomandatari, è rappresentata da azioni.”*<sup>89</sup>

Il primo dato caratterizzante la società in accomandita per azioni è la presenza, a livello normativo, di due differenti categorie di soci, le quali riprendono quanto già considerato per le società in accomandita semplice. Anche in questo caso, come è evidente, la distinzione si basa sulla responsabilità del singolo in relazione alle obbligazioni sociali che può essere circoscritta al capitale investito o estesa all'intero patrimonio personale. Altro elemento distintivo è inerente allo status del socio che, sul modello già visto per le S.p.A., viene riconosciuto come azionista. La qualifica di azioni, invece che di quote, consente di discernere la S.a.s.a. dalla società in accomandita semplice, oltre che da tutte le altre tipologie di società di persone, ma anche dalle società a responsabilità limitata. Un'impressione immediata è che la società in accomandita per azioni sia un modello a metà strada fra le società di persone e le società di capitali. Tuttavia alcuni dati legislativi consentono di eliminare tale perplessità alla radice.

La disciplina di riferimento per le società in accomandita per azioni, come previsto dall'art.2454, è la stessa prevista per le società per azioni, vista la compatibilità delle disposizioni.

L'accomandita per azioni è, quindi, *“una società per azioni modificata dalla presenza di soci a responsabilità illimitata (gli accomandatari), che, come contropartita della più gravosa responsabilità, sono di diritto amministratori”*.<sup>90</sup> A questi ultimi la disciplina destina una peculiare posizione all'interno del codice.

### 2.11.2 L'azionista accomandatario

Nella società in accomandita per azioni è presente un legame strettissimo e indissolubile fra lo status di accomandatario e i poteri di amministrazione, oltre che la responsabilità per le obbligazioni sociali. Infatti, è previsto che:

---

<sup>89</sup> **La società in accomandita per azioni** – Avv. Valeria Zeppilli

<sup>90</sup> Gian Franco Campobasso – **Diritto commerciale vol. 2: Diritto delle società**, a cura di Mario Campobasso – p.548

- a. *l'atto costitutivo deve indicare i soci accomandatari. I soci accomandatari sono di diritto amministratori e sono soggetti agli obblighi degli amministratori della società per azioni;*<sup>91</sup>
- b. il socio accomandatario che cessa dall'essere amministratore passa nella categoria degli accomandanti e non risponde più alle obbligazioni della società col proprio patrimonio;
- c. l'amministratore assume lo status di socio accomandatario al momento dell'accettazione della nomina, il che comporta l'estensione della responsabilità solo per le obbligazioni sottoscritte nel periodo in cui rivestiva tale carica.

Rimane in ogni caso valido il principio della sussidiarietà, così come precisato per le società in accomandita semplice.

### **2.11.3 L'amministrazione**

Come già affermato, tutti i soci accomandatari prendono parte, di diritto, all'organo amministrativo della società. All'amministrazione e alla gestione delle attività si applica la disciplina già prevista per le società per azioni. Tuttavia, a seguito della riforma del diritto societario in vigore dal 2003, viene precluso alla disciplina delle S.a.s.a. il sistema monistico a causa dell'impossibilità che 1/3 degli amministratori risultino indipendenti rispetto alla compagine sociale. Il sistema dualistico risulta invece applicabile, dato il fatto che, in tale ipotesi, il numero minimo di accomandatari-consiglieri di gestione è necessariamente pari a due. La revoca degli amministratori deve essere deliberata con le maggioranze prescritte per le deliberazioni dell'assemblea straordinaria delle s.p.a., anche qualora non ricorra giusta causa, salvo il diritto al risarcimento dei danni.

### **2.11.4 Agency theory nelle società in accomandita per azioni**

La teoria dell'agenzia inquadrata all'interno delle società in accomandita per azioni, riprende le modalità già analizzate per società per azioni e società in accomandita semplice.

Se da un lato, infatti, forte è la pressione normativa sulla tutela dei soci accomandanti dagli abusi di potere dei soci accomandatari, come previsto per S.a.s., dall'altro il fatto che le quote societarie siano rappresentate da azioni, pone al centro del dibattito, alla pari del primo caso, il problema dell'azionariato diffuso e di tutto ciò che ne consegue.

Ancora una volta, è netta la distinzione tra individui principal e manager nel caso dell'agency theory, per cui gli accomandanti ricoprono il primo ruolo, mentre l'altro è riconducibile agli azionisti amministratori (gli accomandatari). È questa distinzione applicabile a entrambe le tipologie di conflitti d'interesse con alcune precisazioni.

---

<sup>91</sup> Art. 2455, c.c.

Nelle società in accomandita per azioni, in quanto società quotata a proprietà diffusa, i connotati di accomandanti sono attribuiti alla maggior parte dei soggetti investitori, persino nel caso in cui questi detengano una percentuale minima di patrimonio e non siano per niente interessati alle dinamiche aziendali, se non per quello potrebbe andare ad inficiare sui loro stessi dividendi o sulle quote azionarie detenute. Pertanto, tali categorie di soggetti vanno ricompresi tra gli shareholders di minoranza.

Ancora, gli accomandanti essendo esclusi, ai sensi dell'articolo 2390 c.c.<sup>92</sup>, dall'amministrazione della società salvo diversa deroga statutaria e specifica volontà del singolo, ricoprono il ruolo di mero principal, i cui interessi, insieme con quelli della società, vanno tutelati dai possibili abusi e dagli eventuali comportamenti opportunistici dei manager.

Le misure preventive adottate e già evidenziate dalla disciplina delle società in accomandita semplice sono quindi rafforzate e implementate nell'ambito di una tipologia di società che può vantare un vastissimo numero di azionisti, molti dei quali anche geograficamente distanti e, per questo, impossibilitati a prendere parte alle delibere assembleari.

Pertanto, gli obblighi in materia di trasparenza sono per questo più stringenti, arrivando a distinguere, come nel caso delle società per azioni, quali soggetti possano avere accesso ai vari documenti contabili e non.

È anche vero, tuttavia, che come già visto per le S.a.s., la ratio alla base è sempre quella di attribuire maggiori poteri a chi rischia di più, in termini patrimoniali e reputazionali. Proprio per questo, il legislatore decide di riprendere ed enfatizzare la distinzione tra azionisti accomandanti e accomandatari, di modo tale da consentire una gestione e un'amministrazione della società che sia quanto più prudente possibile. La struttura della società fornisce da subito una prima prevenzione ai comportamenti opportunistici che un azionista, responsabile solo nei limiti della propria quota patrimoniale, come è, di fatto, l'accomandante, possa scegliere di mettere in atto.

*“In modo da evitare di rispondere senza nessuna limitazione delle obbligazioni sociali, gli accomandanti devono rimanere estranei all'amministrazione, lasciandola agli accomandatari, ai quali la gestione non è attribuita in via esclusiva, perché gli accomandanti possono amministrare la società, ma in questo caso diventano responsabili senza nessuna limitazione.”<sup>93</sup>*

L'ordinamento si pone ancora l'obiettivo di proteggere i soggetti cosiddetti “deboli”, ricomprendendo in questa categoria anche gli azionisti accomandatari ai quali non è attribuito alcun potere gestorio.

---

<sup>92</sup> Comma 1: *“I soci accomandanti non possono compiere atti di amministrazione, né trattare o concludere affari in nome della società, se non in forza di procura speciale per singoli affari[...].”*

<sup>93</sup> **Il ruolo dei soci accomandanti nell'amministrazione della società in accomandita semplice e nella società in accomandita per azioni** – Alessandra Concas

*“La responsabilità illimitata è un presupposto del potere di amministrare, ma si può anche essere responsabili illimitatamente senza essere amministratori, perché il potere di amministrare non è requisito essenziale del socio accomandatario.”<sup>94</sup>*

Qualora, comunque, sia formato un consiglio di amministrazione e sia netta la distinzione tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza, gli strumenti di tutela a questi ricollegabili si inquadrano nelle tipologie già ampiamente considerate.

Le tutele normative ex ante sono, ancora una volta, riscontrabili negli articoli 2392 c.c.<sup>95</sup>, inerente agli obblighi informativi degli amministratori e alla responsabilità solidale di questi nei confronti della società per i vari atti compiuti; e 2322 c.c.<sup>96</sup>, relativo invece ai poteri ispettori in capo agli azionisti accomandanti sull'operato degli accomandatari, nei limiti previsti dal divieto di immistione.

Gli strumenti di protezione ex post sono, invece, riconducibili a quanto già visto per le società per azioni. Anche nelle società in accomandita per azioni sono raccomandabili meccanismi quali il monitoring e il controllo interno, onde evitare il verificarsi di episodi di moral hazard

In aggiunta, ad evitare dinamiche di adverse selection, è necessario adottare una maggiore attenzione nelle fasi di assunzione del personale, in particolar modo dei manager, di modo tale che sia ridotto il numero di errori gravi commessi per mancanza di competenze e conoscenze, derivanti da una scelta sub ottimale degli amministratori. Ricordiamo che gli accomandatari che detengano poteri amministrativi all'interno di una società non sono considerati responsabili nei casi in cui abbiano agito con diligenza e nel pieno rispetto delle norme disciplinanti i conflitti d'interesse e il divieto di immistione.

## **2.12 CONCLUSIONI**

Le società di capitali, ancor più se quotate, offrono lo scenario più adatto per l'applicabilità del principio di agency theory. Tanto se si guarda alla prima tipologia, quanto se si considera la relazione tra stakeholders di maggioranza e stakeholders di minoranza è evidente quanto le dinamiche analizzate incidano su entrambi gli specifici rapporti contrattuali. Nell'ultimo caso, il fatto di potersi ricollegare ad una società ad azionariato diffuso consente di avere una piena evidenza empirica del fenomeno in ogni sua forma. Ancor più che nelle società di persone è qui netta la divisione tra i soggetti che detengono percentuali più o meno consistenti di quote di partecipazione (S.p.A.) o chi sceglie di detenere esclusivamente diritti patrimoniali, come nei casi degli azionisti di risparmio o dei soci accomandanti (S.a.p.a.).

Nel considerare il rapporto tra principal e agent, quale espressione della dicotomia di ownership and control (agency theory type I), si apre un'ampia riflessione sui poteri in capo agli amministratori e su quanto questi,

---

<sup>94</sup> Alessandra Concas – op. cit.

<sup>95</sup> Titolo V – Capo V: Società per azioni

<sup>96</sup> Titolo V – Capo IV: Società in accomandita per azioni

specialmente se interni, riescano a tener distinti gli interessi della società dai propri, così da poter agire opportunisticamente. Generalmente, il problema non si pone e, anzi, l'agire in maniera egoistica molto spesso è incentivato dall'autonomia patrimoniale della società e dalla limitazione delle responsabilità.

Le misure preventive di derivazione normativa non sembrano essere sempre sufficienti a scongiurare i casi di conflitto. Tuttavia, una regolamentazione più stringente potrebbe comportare un'eccessiva circoscrizione dell'autonomia in capo ai singoli amministratori, che si ritroverebbero vincolati in troppe fattispecie. Ad esse vanno, piuttosto, associati altri tipi di meccanismi e strumenti per la gestione del fenomeno.

Partendo dalle possibili soluzioni ex ante è doveroso considerare il signalling, quale procedura tramite la quale si migliorano i processi di selezione e assunzione del management e che richiede il possesso di determinati requisiti specifici, che consentano di ottimizzare le scelte da questi compiute ed evitare possibili negligenze o errori, che altrimenti non verrebbero connesse.

Per le soluzioni ex post si fa invece riferimento alle procedure di monitoring e controllo interno, le quali possono essere svolte da un organo di sorveglianza, se presente a seconda del modello di governance scelto, o ad autorità esterne quali la Consob o l'AGCM.

## CASE STUDY: IL SETTORE BANCARIO

### 3.1 LEHMAN BROTHERS

#### 3.1.1 Il caso

*“Crisi a Wall Street, Lehman in bilico, Merrill in vendita e AIG in cerca di soldi”.*

Questo fu il titolo del Wall Street Journal del 15 settembre 2008, andato in stampa poco prima che Lehman Brothers, una tra le più grandi banche d'affari di New York, entrasse ufficialmente sotto tutela fallimentare, all'una e quarantacinque di notte. Il giorno seguente gli operatori di Borsa si resero conto di quanto accaduto e constatarono che il valore del Dow Jones, principale indice della borsa di New York, aveva perso più di 504 punti. *Tutti sapevano che Lehman fosse una banca “spregiudicata”, nel cui portafoglio erano presenti tante operazioni al limite, ma nessuno mai avrebbe creduto alle ripercussioni che, di fatto, si scatenarono da quel “maledetto” 15 settembre 2008.*<sup>97</sup>

Nel 1850, Henry Lehman, emigrato tedesco di origine ebraica fondò la Lehman Brothers, affidandone il controllo ai suoi discendenti fino al 1969. La banca fu poi sotto il controllo di American Express fino al 1994, anno in cui riacquistò l'indipendenza sotto l'amministrazione di Richard Fuld. LB in poco tempo una delle più importanti banche d'affari dal paese: quarta in ordine di grandezza e tra le più spregiudicate. In quanto banca d'affari, Lehman si occupava in particolare di consulenza ad altre società, aiutandole nella negoziazione del collocamento di obbligazione di azioni in borsa e investendo denaro proprio e denaro altrui. *“Nonostante avesse alle spalle una storia secolare, nell'ambiente di Wall Street Lehman aveva l'immagine di una banca giovane e spregiudicata e gli operatori di banche come JP Morgan, più antiche e prestigiose, guardavano a Lehman con la sufficienza riservata ai parvenu senza stile. Richard Fuld, per esempio, era soprannominato “il Gorilla”, mentre la sala operativa della banca era un caos di pile di carte, posacenieri pieni e nuvole di fumo. I trader e gli altri impiegati di Lehman facevano spesso una bandiera della loro trasandatezza e volgarità, in contrasto con le pose aristocratiche degli altri lavoratori nel settore.”*<sup>98</sup>

Le cause del fallimento di Lehman Brothers possono essere ricondotte a:

- a. le politiche monetarie della FED (la banca centrale americana),
- b. la deregolamentazione di Wall Street,
- c. le scelte di Fuld, che gli valsero il soprannome di “peggiore amministratore delegato di sempre.

#### Le politiche monetarie della FED

---

<sup>97</sup> OneWebStudio.it - **Crisi a Wall Street, Lehman in bilico, Merrill in vendita e AIG in cerca di soldi. Era il 15 settembre del 2008, 10 anni fa e questo era il titolo del Wall Street Journal**

<sup>98</sup> **Il fallimento di Lehman Brothers** – Davide Maria De Luca

Generalmente, più i tassi d'interesse sono bassi, più le banche richiedono soldi a prestito e, in questo modo, nel sistema circola più denaro. L'obiettivo delle banche centrali consiste, quindi, nel trovare il tasso giusto per implementare e favorire la crescita economica, cercando di evitare di incrementare eccessivamente il tasso d'inflazione. La FED, per diversi anni, agì cercando di rimanere sotto un profilo conservatore: nel ventennio tra il 1980 e i primi anni del 2000, in occasione dello scoppio della bolla economica delle "dotcom", mantenne i tassi sufficientemente bassi. In seguito, con l'attentato del 11 settembre a New York e a Washington, la FED rispose con un ulteriore abbassamento netto dei tassi di interesse, aumentando ancor di più l'offerta di dollari circolanti. Ciò rese più semplice ottenere prestiti e anche i tassi di interesse praticati ai clienti delle banche si abbassarono. Ne conseguì che, per tutto il periodo in cui la FED mantenne tassi d'interesse bassi, le banche faticarono ad ottenere rendimenti medio - alti, in quanto costrette dal costo basso del denaro a concedere prestiti a basso prezzo. Si instaurò quindi un meccanismo per il quale le banche trovarono molto più attraente scommettere in operazioni molto rischiose, ma che consentivano forti guadagni.

### **La deregolamentazione di Wall Street**

Negli anni Duemila il Presidente George W. Bush degli US, avviò un programma di deregolamentazione. Grazie al minor numero di norme e alla minore pregnanza di queste, le banche ebbero l'opportunità di mettere in atto comportamenti più rischiosi indebitandosi molto di più di quanto fosse possibile fare prima. Questo combinato con il livello dei tassi mantenuto basso e, di conseguenza, i rendimenti bassi, spinsero le banche a effettuare investimenti più spericolati.

Da ciò nacque la bolla dei mutui subprime, che, in sintesi, consisteva nell'elargire prestiti a qualsiasi tipologia di soggetto senza considerare la profilatura del cliente, né ovviamente, il rischio di controparte. L'erogazione di mutui comportava l'acquisto di un elevato numero di abitazioni, il che significava un aumento costante del valore delle case, coerentemente con quanto previsto dalla legge della domanda e dell'offerta. Nel momento in cui la FED decise di alzare di nuovo i tassi, il meccanismo vigente frenò di colpo. Il tasso variabile applicato sulle rate dei mutui aumentò e molti americani non furono in grado di pagarli. Le banche e le altre società finanziarie dovettero riprendersi le case messe a garanzia dei prestiti, cercando di venderle per rientrare nel loro investimento, ma il valore degli immobili crollò a seguito dell'aumento vertiginoso dell'offerta, il che comportò incolmabili vuoti nei bilanci delle società finanziarie.

### **Le scelte di Fuld**

Come tutte le banche da fare, anche Lehman non erogava mutui, ma li acquistava regolarmente da piccole società finanziarie da banche di provincia. Questi ultimi riuscirono a liberarsi di un credito ottenendo liquidità con cui erogare prestiti, mentre le banche d'affari utilizzavano quei mutui come garanzia me la

costruzione di titoli derivati complicati che venivano poi venduti sul mercato. Fino al 2007 la branca di divisione dei titoli mobiliari di Lehman era la più redditizia.

Al momento dello scoppio della bolla immobiliare, nel corso del 2008, dopo che la FED ebbe alzato i tassi, il valore delle case si abbassò e con esso il valore dei titoli derivati garantiti dai mutui sulle abitazioni. In realtà, non tutti coloro a cui era stato erogato un mutuo si trovarono impossibilitati a ripagarlo. *Il problema fu che era divenuto impossibile distinguere i titoli legati a mutui solidi da quelli legati a mutui divenuti spazzatura, i cosiddetti "titoli tossici".*<sup>99</sup>

Dopo che il governo ebbe evitato il fallimento della Bear Stearns, la Lehman Brothers era la seconda banca d'affari nella lista di cui si ci aspettava il fallimento. La Lehman aveva i libri contabili pieni di titoli tossici, e in più a seguito del "salvataggio" di Bear Stearns il solo pensiero di poter salvare anche questa "era divenuto politicamente impraticabile. Per i Democratici salvare Lehman avrebbe significato salvare gente ricchissima con i soldi dei contribuenti. Per i Repubblicani un altro salvataggio sarebbe stata una seconda e intollerabile intromissione dello stato nei meccanismi dell'economia. Ma senza una garanzia del governo, nessuna banca era disposta a comprarsi Lehman".<sup>100</sup>

L'unica soluzione era quella di farla fallire nel modo che fosse più ordinato possibile: era, dunque, necessario che venisse dichiarata la bancarotta prima dell'apertura della Borsa di New York dal consiglio di amministrazione, dopo che fu votato all'unanimità, compreso Richard Fuld, e considerata come l'opzione migliore.

### 3.1.2 Ordinamento americano sui conflitti di interessi

Il Black's Law Dictionary definisce relazione fiduciaria come un rapporto in cui una persona ha il dovere di agire a beneficio di un'altra su questioni che rientrano nell'ambito di tale relazione. Una volta eletti, gli amministratori diventano fiduciari con poteri di agire per conto degli azionisti e sono vincolati da due importanti compiti:

- i. dovere di diligenza, i datori non sono semplicemente tenuti ad essere onesto, devono anche essere diligenti e attenti nello svolgere i compiti che hanno intrapreso;
- ii. dovere di lealtà il governo che richiede una lealtà indivisa e disinteressata alla corporazione richiede che non ci sia conflitto d'interesse. Impone che il miglior interesse della società e dei suoi azionisti prevalga su qualsiasi interesse posseduto da un amministratore, funzionario o azionista di controllo e non condiviso dagli azionisti in generale.

---

<sup>99</sup> OneWebStudio.it – op. cit.

<sup>100</sup> OneWebStudio.it – op. cit.

Nell'ordinamento statunitense la disciplina dei conflitti d'interessi affonda le sue radici nella stessa Costituzione degli US, come constatato più volte dalla dottrina, fino a diventare, ad oggi, uno dei pilastri fondamentali per mantenere "un'efficace separazione tra gli interessi privati dei titolari di pubbliche funzioni e quelli pubblici che essi devono perseguire nel corretto esercizio dei propri poteri ed in virtù di essi".<sup>101</sup>

Inquadrate in quest'ottica, la normativa attinente ai conflitti di interesse può essere affrontata su un duplice profilo:

- un primo che si concretizza in un invito a *non facere*;
- un secondo, che ne evidenzia la dimensione politico-culturale che si realizza in un invito al *facere*.

Sotto la prima prospettiva, il principio di agency theory si sostanzia quindi nell'obbligo di astenersi dal prendere una decisione, qualora ci si trovi nella condizione per cui si possano far prevalere personali interessi economici su atti ufficiali, il cosiddetto self-dealing.

Altre disposizioni di carattere differente dal profilo penalistico, previsto invece per il primo caso analizzato, riguardano gli obblighi o i tentativi di prevenire l'emergere di conflitti di interesse attraverso azioni preventive che abbiano l'obiettivo di provvedere a corrette risoluzioni nel caso di situazioni che determinino inevitabilmente conflitto di interesse. A quest'ultimo si ricollega il concetto di *financial disclosure*, ricollegabile al concetto di trasparenza, per l'ordinamento italiano, con particolare riferimento all'oggetto di tutela della CONSOB, quindi prettamente alla trasparenza applicata al settore degli intermediari finanziari. Ad essa vanno ricondotti due strumenti: la *divestiture* e il *blind trust*.

La prima rappresenta un mezzo normativo tramite il quale è possibile cedere beni in conflitto d'interesse. È, di fatti, la soluzione più radicale ma anche quella che politicamente può portare a risultati maggiori.

La seconda sembra essere diventata, a detta del Presidente degli US, *una prassi costituzionale ormai consolidata*. L'idea di fondo è quella di affidare la gestione del patrimonio e degli interessi economici a un *trustee*, fiduciario, che ha il compito di amministrarli in nome e per conto del proprietario. L'attributo *blind*, cieco si riferisce al fatto che in realtà il principal non è a conoscenza dei dettagli riguardanti il suo manager, per cui non ne conosce l'identità né le modalità di amministrazione. Naturalmente è richiesto un grado di qualificazione che sia quantomeno sufficiente a garantire la piena correttezza nella gestione e nei compiti richiesti. Il *trustee* agisce a tutti gli effetti come un broker, di cui non è dato conoscere l'identità e che, in quanto intermediario, ha le capacità e le competenze adeguate ad avere l'opportunità di trasformare le scadenze e diversificare i portafogli.

*In ogni caso, ogni scelta relativa ai trusts deve essere sottoposta all'approvazione dell'autorità competente in tema di etica pubblica, per arrivare infine ad essere controllata dall'Office of Government Ethics.*<sup>102</sup>

---

<sup>101</sup> **Il conflitto di interessi** – A. Pertini

<sup>102</sup> **L'Etica pubblica negli Stati Uniti. Un quadro d'insieme** – F. Clementi

### 3.1.3 L'agency Theory

*“It seems that the sometimes neglected issue of organizational culture and corporate governance mechanisms played in this case a very important role, contributing significantly to the occurrence of numerous frauds and irregularities. They involved mainly decision-making processes in the field of risk management and risk supervision that were undertaken in conditions of extreme lack of transparent rules, sufficient competence and involvement of the members of the board of directors.”*<sup>103</sup>

Lehman Brothers è spesso citato come esempio di fallimento della governance aziendale, in gran parte a causa di una scarsa supervisione da parte del consiglio di amministrazione. Contrariamente a quanto la valutazione generale riporta, si è espresso Richard Fuld, ex CEO del gruppo Lehman: *“Regardless of what you heard about Lehman’s risk management, we had 27,000 risk managers because they all had a piece of the firm”*.<sup>104</sup>

Tuttavia, rimane il fatto che i dipendenti di Lehman possedevano una porzione molto piccola del capitale sociale, che non risolveva il suo problema di agenzia. Infatti, i dipendenti di Lehman Brothers, che detengono un piccolissimo pezzo della proprietà dell'azienda, non garantiscono che agiranno nell'interesse di Lehman e gestiranno efficacemente i suoi rischi.

*“Lehman’s taking excessive risks was a classic example of the agency problem because employees and executives acted in their own best interest, which was performance-based compensation. To avoid this problem, the board of directors is formed.”*<sup>105</sup>

Il board stesso spesso crea il problema dell'agenzia. Un'azienda ad azionariato diffuso come Lehman ha un elevatissimo numero di azionisti, e la composizione degli azionisti cambia costantemente in Borsa e, pertanto, risulta quasi impossibile per gli azionisti gestire direttamente la società. Per questo motivo, si assumono terzi, amministratori, in modo da poter ridurre al minimo l'agency problem tra azionisti e dipendenti, compresi i dirigenti. I ruoli dei direttori sono relativi al monitoraggio e all'incentivazione della gestione per conto degli azionisti, i principal, compresa la supervisione dell'audit esterno della società (il comitato di revisione), l'impostazione del sistema di remunerazione per i dirigenti (il comitato di compensazione), la valutazione della struttura di governance della società e processi (il comitato di governance), nomina di nuovi amministratori (il comitato per le nomine) o decisioni sulla distribuzione di dividendi.

*“The agency problem is subject to arising if directors and executives continue to have authority over controlling directors”*.

---

<sup>103</sup> **The importance of the board of directors. Lessons from Lehman's failure** – Emilia Klepczarek

<sup>104</sup> “A prescindere da ciò che avete sentito sulla gestione del rischio di Lehman, abbiamo avuto 27.000 gestori del rischio perché tutti avevano un pezzo dell'azienda”

<sup>105</sup> **The Agency Problem of Lehman Brothers’ Board of Directors** - Young Ah Kim

Per mitigare i problemi derivanti dalla teoria dell'agenzia del consiglio di amministrazione sono state individuate diverse modalità

- *Director Stock Ownership*, che consiste nell'allineare gli obiettivi degli amministratori con quelli degli shareholders, ad esempio richiedendo agli amministratori di possedere azioni della società o utilizzando come base remunerativa.
- *Independent Directors*: la Borsa di New York ("NYSE") richiede che le società quotate abbiano una maggioranza di amministratori indipendenti. Per essere indipendenti, i direttori non dovrebbero avere alcun rapporto materiale con la società quotata.

Ciononostante, in Lehman, 8 amministratori su 10 erano dotati dei requisiti di indipendenza degli standard del NYSE nel 2006, ma erano privi delle giuste competenze finanziarie e non sono riusciti a monitorare in modo affidabile Lehman.

In conclusione, *“the agency problem cannot be eliminated as long as there is an agent who is not the 100 percent true owner of the company”*.<sup>106</sup> I legislatori hanno riconosciuto questo problema e stanno cercando di salvaguardare le società quotate, richiedendo il rispetto di numerose norme volte a promuovere l'indipendenza del consiglio di amministrazione. Tuttavia, non sembra essere sufficiente a garantire che gli amministratori agiscano nel migliore interesse della società e dei suoi azionisti. Le aziende devono sviluppare metodi più efficaci per ridurre al minimo i costi di agenzia e massimizzare i benefici degli azionisti, piuttosto che affidarsi al rispetto delle normative federali. Per Lehman Brothers è troppo tardi per risolvere il problema, dato che la ditta di 158 anni con 25.000 dipendenti, non esiste più, ma altre aziende dovrebbero prendere in considerazione modi per evitare un problema di agenzia propria. *“In addition, directors should keep in mind that they are bound by the fiduciary duty to ensure that they govern the company in the best interests of the company and its shareholders, not themselves, including the duty of care and the duty of loyalty to the company”*.<sup>107</sup>

## **3.2 BANCHE VENETE**

### **3.2.1 Il caso**

*“La crisi delle due banche venete è stata generata dalla gravissima recessione che ha colpito il Paese, ma anche da comportamenti scorretti degli amministratori e dei dirigenti. Alcuni di questi comportamenti, di particolare gravità, sono emersi negli ultimi quattro anni”*.<sup>108</sup>

---

<sup>106</sup> Young Ah Kim – op. cit.

<sup>107</sup> Young Ah Kim – op. cit.

<sup>108</sup> **La crisi di Veneto Banca S.p.A. e Banca Popolare di Vicenza S.p.A.: Domande e risposte** – Banca d'Italia

Nel periodo che va dal gennaio 2013 all'aprile 2015 Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca hanno obbligato i clienti che erano alla ricerca di finanziamenti, in particolare mutui ipotecari, ad acquistare le loro stesse azioni per ottenerli. Nello specifico veniva offerto un "mutuo soci" ai nuovi clienti caratterizzato da uno spread più basso rispetto a quello normalmente offerto a fronte dell'acquisto di un certo numero di azioni. I titoli dovevano essere portati alla scadenza, pena l'applicazione di condizioni standard più costose. Inoltre, le due banche popolari richiedevano *"obbligatoriamente l'apertura e il mantenimento fino a scadenza di un conto corrente aperto nella banca stessa nonostante il Codice del Consumo dica chiaramente che la banca che obbliga il cliente ad aprire un conto corrente per ottenere un mutuo compia una pratica scorretta (art 21 comma 3 bis del Codice del Consumo) "*.<sup>109</sup>

Veneto Banca palesò i primi segni di incongruenza della gestione tecnica a seguito di accertamenti ispettivi condotti dalla Banca d'Italia nel 2013. Emersero le cosiddette "azioni finanziate": la banca non aveva dedotto dal patrimonio di vigilanza il capitale raccolto a fronte dei finanziamenti erogati da questa per le azioni sottoscritte. La Banca Popolare di Vicenza, agli inizi del 2015, a seguito di un'ispezione di vigilanza, manifestò lo stesso problema.

Per le due banche questo fenomeno, ebbe un rilevante effetto patrimoniale negativo; comportò, infatti, una grave crisi fiduciaria e reputazionale, enfatizzata altresì dalle difficoltà in capo ai soci di recuperare il denaro investito nelle azioni delle due banche, non quotate, il che ebbe conseguenze determinanti sul deterioramento della situazione aziendale.

Nel 2016 entrambe le banche furono affidate alla gestione del cosiddetto "Fondo Atlante" (99,3% per Banca Popolare di Vicenza e 97,64% per Veneto Banca.)

Alla data della liquidazione le banche avevano emesso obbligazioni garantite dallo Stato (ai sensi dell'art. 1 del Decreto-Legge n. 237/2016) per complessivi 8,6 miliardi.

A quel punto, l'anno successivo, le due banche hanno presentato il cosiddetto "*piano Tiepolo*" consistente in un complesso piano quinquennale di ristrutturazione che si basa sulla fusione tra i due intermediari. Si richiedeva un po' bisogno patrimoniale di 4,7 miliardi, inclusi i costi per assorbire le perdite derivanti dalla pulizia del portafoglio crediti. Poiché non si riuscì a raccogliere risorse private per finanziare il piano, il 17 marzo 2018 la Banca Popolare di Vicenza e la Veneto Banca hanno presentato istanza di ricapitalizzazione precauzionale al Ministero dell'Economia e della Finanza. Dopo mesi di confronto le maggiori istituzioni italiane e comunitarie e, in particolare, la Commissione Europea hanno ritenuto che non sussistessero le condizioni previste per l'autorizzazione della ricapitalizzazione precauzionale. Il 25 giugno 2018, le due banche sono state poste in liquidazione.

*"A un certo punto, un paio di mesi fa, si è capito che nessun privato in Europa o altrove era disposto a farsi carico del rilancio dei due istituti con i conti a pezzi. E, in mancanza di investitori pronti a sottoscrivere*

---

<sup>109</sup> **Il sistema bancario attuale: le vendite in conflitto di interessi degli anni passati hanno provocato perdite consistenti di cui fanno le spese i piccoli risparmiatori. Le indagini e le richieste di Altroconsumo.**

*nuovo capitale, la “rilevanza sistemica” delle due popolari avrebbe spalancato la porta al cosiddetto “bail-in”. Quest’ultimo sarebbe piombato come un macigno sui risparmi degli azionisti di Popolare Vicenza e Veneto Banca, dei sottoscrittori di tutte le categorie di obbligazioni (non solo le subordinate) e dei depositi oltre i 100 mila euro”.*<sup>110</sup>

Il Bail-in non è stato mai applicato. Su indicazione della commissione europea è stata avviata una procedura aperta concorrenziale non discriminatoria, predisposta una “data room” contenente i dati analitici delle due banche a cui cinque gruppi bancari un gruppo assicurativo hanno fatto richiesta di accesso. Tra le due offerte promosse, quella di Unicredit E quella di Intesa San Paolo, l’ultima è risultata vincente.

*“La cessione prevede il passaggio all’acquirente di un compendio aziendale delle due banche che include gran parte delle attività e passività. Essa consente di preservare la continuità dei rapporti economici esistenti e il valore delle aziende.”*<sup>111</sup>

Gli obbligazionisti senior sono riusciti a recuperare gran parte dei loro crediti, mentre i soci, insieme con gli obbligazionisti subordinati registrano ingenti perdite.

*“Senza l’intervento deciso nei giorni scorsi, le due banche avrebbero immediatamente sospeso tutti i servizi”,* afferma il ministro dell’Economia, Pier Carlo Padoan. *“e i prestiti alle piccole imprese e all’artigianato sarebbero stati particolarmente colpiti”.*

*“Il salvataggio pubblico ha mobilitato risorse per un totale di circa 17 miliardi di euro. Questi soldi sono stati in parte girati a Intesa per neutralizzare l’impatto nel bilancio della doppia acquisizione (4,8 miliardi) e per finanziare (400 milioni) la ristrutturazione delle attività, cioè tagli di personale e chiusura di sportelli”.*<sup>112</sup>

La Banca Popolare Vicenza e Veneto Banca non sono state considerate di “rilevanza sistemica” e sono quindi state poste in liquidazione ed è stato richiesto l’intervento di Intesa San Paolo.

### **3.2.2 Banca d’Italia: il conflitto d’interessi**

Ai sensi dell’art. 53, comma 4, del TUB: *“La Banca d’Italia disciplina condizioni e limiti per l’assunzione, da parte delle banche o dei gruppi bancari, di attività di rischio nei confronti di coloro che possono esercitare, direttamente o indirettamente, un’influenza sulla gestione della banca o del gruppo bancario nonché dei soggetti a essi collegati [...]. Ove verifichi in concreto l’esistenza di situazioni di conflitto di interessi, la Banca d’Italia può stabilire condizioni e limiti specifici per l’assunzione delle attività di rischio.”*

---

<sup>110</sup> **Com’è nata la crisi delle Banche Venete** – Vittorio Malagutti per L’Espresso

<sup>111</sup> **La crisi di Veneto Banca S.p.A. e Banca Popolare di Vicenza S.p.A.: Domande e risposte** – Banca d’Italia

<sup>112</sup> Vittorio Malagutti – op.citata

Nel caso di gruppi bancari o qualsiasi altro tipo d'intermediario finanziario, frequenti sono i casi in cui è presente una pluralità di soggetti, che il documento per la consultazione, proposto da Banca d'Italia in materia di conflitti d'interesse, denomina e caratterizza come *parti correlate*.

*“Ai fini della presente disciplina si definisce “parte correlata”, i soggetti di seguito indicati, in virtù delle relazioni intrattenute con una singola banca, con una banca o un intermediario vigilato appartenenti a un gruppo, con la società finanziaria capogruppo:*

1. *l'esponente aziendale;*
2. *il partecipante;*
3. *il soggetto, diverso dal partecipante, in grado di nominare, da solo, uno o più componenti dell'organo con funzione di gestione o dell'organo con funzione di supervisione strategica[...];*
4. *una società o un'impresa anche costituita in forma non societaria su cui la banca o una società del gruppo bancario è in grado di esercitare il controllo o un'influenza notevole[...]*”.<sup>113</sup>

Accade spesso che una pressoché rilevante percentuale dei soggetti che vengono classificati come parti correlate, detengano interessi personali contrastanti agli interessi e agli obiettivi dell'ente finanziario in cui sono coinvolti o a cui sono correlati. Ancora una volta è evidente e si palesa la dicotomia principal – agent, la quale necessita, però di una disciplina più ampia e più stringente, in considerazione dell'ambito in cui il problema si articola. La teoria dell'agenzia, applicata al contesto bancario o finanziario, assume una posizione rilevante, dati gli effetti che produce. Le banche, e con esse gli altri intermediari finanziari, sono enti che necessitano di una certa stabilità a partire dai rapporti tra consiglio di amministrazione e azionisti. La crisi di una banca, specialmente se significativa, può comportare ripercussioni gravissime sull'intero sistema economico – finanziario: il mancato pagamento dei crediti o la mancata erogazione di denaro per mancanza di liquidità o per sovra indebitamento frena, di fatti, la circolazione di denaro e la conclusione di nuove transazioni. È questo il motivo per cui l'ordinamento italiano non prevede per gli enti bancari il fallimento, quale procedura concorsuale attuabile.

*“La disciplina delle operazioni con parti correlate mira a presidiare il rischio che la vicinanza di taluni soggetti ai centri decisionali della banca possa compromettere l'oggettività e l'imparzialità delle decisioni relative alla concessione di finanziamenti e ad altre transazioni nei confronti dei medesimi soggetti, con possibili distorsioni nel processo di allocazione delle risorse, esposizione della banca a rischi non adeguatamente misurati o presidiati, potenziali danni per depositanti e azionisti”*.<sup>114</sup>

Questa la premessa fatta da Banca d'Italia nel suo tentativo di fornire una risposta chiara e non fuorviante a chiunque richiedesse imparzialità e assoluta esclusione di comportamenti opportunistici, siano essi derivanti

---

<sup>113</sup> **Disposizioni in materia di attività di rischio e conflitti di interesse delle banche e dei gruppi bancari nei confronti di soggetti collegati** – Documento di consultazione, Banca d'Italia

<sup>114</sup> **Disposizioni in materia di attività di rischio e conflitti di interesse delle banche e dei gruppi bancari nei confronti di soggetti collegati** – Documento di consultazione, Banca d'Italia

da moral hazard o adverse selection, che possano essere messi in atto da soggetti i cui interessi contrastino con quelli della banca e, dunque, dell'intero sistema economico.

I presidi riguardano essenzialmente:

- Limiti prudenziali per le attività di rischio di una banca o di un gruppo bancario nei confronti dei soggetti collegati, differenziati in funzione delle diverse tipologie di parti correlate, in modo proporzionato all'intensità delle relazioni e alla rilevanza dei conseguenti rischi per la sana e prudente gestione.
- Apposite procedure deliberative emanate con lo scopo di preservare la corretta allocazione delle risorse e tutelare adeguatamente i terzi da condotte espropriative e comportamenti opportunistici.
- Specifiche indicazioni in materia di assetti organizzativi e controlli interni che consentano di individuare le responsabilità e i compiti degli organi e delle funzioni aziendali rispetto agli obiettivi di prevenzione e gestione dei conflitti di interesse.

In più, ai sensi dell'art. 53, comma 4-ter: *“La Banca d'Italia disciplina i conflitti d'interessi tra le banche e i soggetti indicati nel comma 4, in relazione ad altre tipologie di rapporti di natura economica.”*

Inoltre, la Banca d'Italia emana disposizioni di carattere generale aventi a oggetto i controlli interni, i quali devono assicurare il rispetto costante dei limiti prudenziali e delle procedure deliberative, prevenire e gestire correttamente i potenziali conflitti d'interesse inerenti a ogni rapporto intercorrente con soggetti collegati, al fine di garantire la sana e prudente gestione.

Gli intermediari, in piena autonomia, stabiliscono le soluzioni da adottare ed applicare le fattispecie concrete le quali devono essere coerenti con le caratteristiche operative con le strategie della banca del gruppo bancario, e devono rispettare il principio di proporzionalità oltre che essere efficaci nel raggiungimento degli obiettivi di osservanza della disciplina e di prevenzione e gestione dei conflitti di interesse. È previsto, inoltre, che le politiche dei controlli interni debbano individuare, in base alle modalità operative e alle strategie della banca e del gruppo, i settori di attività e le tipologie di rapporti di natura economica, tramite i quali sia possibile determinare conflitti d'interesse.

*“Nell'esercizio dei propri poteri la Banca d'Italia tiene conto della capacità dell'assetto organizzativo e del sistema dei controlli interni della banca e del gruppo bancario di garantire il rispetto della presente disciplina e la prevenzione e corretta gestione dei conflitti di interesse specifici inerenti ai rapporti con le controparti, anche diverse dai soggetti collegati. In tale contesto, assume particolare riguardo la capacità di rispettare gli obblighi di identificazione dei soggetti collegati e di monitoraggio dell'andamento delle relazioni”.*<sup>115</sup>

## **MIFID II: brevi cenni**

---

<sup>115</sup> **Disposizioni in materia di attività di rischio e conflitti di interesse delle banche e dei gruppi bancari nei confronti di soggetti collegati** – Documento di consultazione, Banca d'Italia

La direttiva 2014/65/UE introduce nell'ordinamento comunitario una prima normativa volta a gestire le dinamiche relative ai conflitti d'interesse. Essendo una direttiva di standardizzazione, incentrata sulle relazioni intercorrenti tra investitori e intermediari, analizza le logiche di agency theory al solo fine di tutelare la clientela retail dai comportamenti opportunistici degli enti d'intermediazione, accompagnandola a stringenti regole di condotta. In realtà è possibile parlare di dinamiche di agency theory esclusivamente nei casi di sottoscrizione di azioni, che conferisce a tutti gli effetti il ruolo di stakeholder di una società. Pertanto, l'azionista sottoscrittore diviene il principal del rapporto, e l'intermediario ne rappresenta l'agent. La disciplina dei conflitti d'interesse pre-MIFID II, è circoscritta all'art.21, comma 1-bis del TUF, ai sensi del quale *“ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con i clienti o fra clienti [...]”*:

- a. mediante idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti.*
- b. informare “chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lett. a) non sono sufficienti per assicurare che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato;*
- c. svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati.”*

Ad esso si ricollegano il considerando 29 della MIFID I di secondo livello, direttiva 2006/73/CE.<sup>116</sup>

Con l'entrata in vigore della MIFID II la regolazione impone agli intermediari l'identificazione dei conflitti, di cui non richiede la riduzione al minimo, bensì la gestione. Inoltre, nel presupposto che la prevenzione del rischio di conflitti non rappresenti l'unica via per evitare pregiudizi agli investitori, si chiede agli intermediari in sede di autoanalisi l'adozione di standard organizzativi ottimali, predisponendo, inoltre, precisi obblighi di comunicazione ai clienti (disclosure). Si privilegia la capacità concreta di gestione dell'evento conflittuale nonché la possibilità di mantenere un conflitto in potenza, impedendo al medesimo di tramutarsi in atto.

### **3.2.3 L'agency theory**

*“È sufficiente tornare indietro di qualche mese per trovarsi nel mezzo di un horror finanziario, una trama in cui le scelte dei manager e delle autorità, di controllati e controllori, appaiono in molti casi davvero difficili da giustificare”.*<sup>117</sup>

---

<sup>116</sup> *Le misure e le disposizioni adottate dall'impresa di investimento per gestire i conflitti di interesse che potrebbero sorgere a seguito della produzione e della divulgazione di materiale presentato come ricerche in materia di investimenti devono essere atte a tutelare l'obiettività e l'indipendenza degli analisti finanziari e della ricerca in materia di investimenti da loro prodotta. Tali misure e disposizioni devono garantire che gli analisti finanziari beneficino di un grado adeguato di indipendenza rispetto agli interessi delle persone di cui si possa ragionevolmente ritenere che le responsabilità o gli interessi professionali siano in conflitto con gli interessi delle persone presso le quali vengono diffuse le ricerche in materia di investimenti.*

Il caso Banche Venete, forse ancor più che nel gruppo Lehman Brothers, è riconducibile alle dinamiche inerenti alle logiche di Agency Theory. Di fatti, mentre nella Banca d'affari americana le cause della crisi e del fallimento potevano essere riferibili, in via non esclusiva all'operato del management, tenendo conto anche delle scelte di politica macroeconomica e della deregolamentazione, in Italia, tra il 2013 e il 2018, la situazione era s'itediata dalla crisi economica e finanziaria, ma c'è da considerare che dalla diffusione in Europa di questa e i primi segni di cedimento delle due Banche Popolari erano passati sei anni. Le cause della crisi e della successiva liquidazione dei gruppi bancari veneti vanno pressoché interamente ricondotte al comportamento e alle scelte del management, delle autorità dei controllati e dei controllori.

*“Sulle due banche, infatti, pesa il sospetto che abbiano venduto queste azioni senza informare i consumatori dei possibili rischi, abbassandone poi il valore dell'80-90% rispetto solo a pochi mesi prima e rendendo di fatto nulla la possibilità di rivenderle”.*<sup>118</sup>

Il problema delle asimmetrie informative interessa, pertanto, il rapporto intercorrente tra manager, o chiunque abbia ricoperto il ruolo d'intermediario, e clientela, principalmente retail. La sottoscrizione di azioni consente l'assunzione, a pieno titolo, il ruolo di partecipante o stakeholder, anche se di una minima percentuale di capitale societario. Pertanto, i comportamenti opportunistici messi in atto dagli amministratori, secondo le logiche di adverse selection, per la carenza o del tutto assente informativa ex ante dei rischi connessi alle operazioni, ricadono interamente nelle logiche di agency theory.

La responsabilità in capo al management delle due banche è sicuramente il punto da cui partire per la ricerca di un capo espiatorio, che non può in alcun modo essere ricondotto unicamente alle autorità di vigilanza, benché non esenti da colpe. Di fatti, le colpe fatte ricadere su Banca d'Italia e in particolare su Consob, *“che non si è affatto curata di controllare le modalità di collocamento di azioni e obbligazioni subordinate, vendute molto spesso in violazione delle norme di legge a soggetti del tutto privi dei requisiti previsti per l'acquisto”*<sup>119</sup>, se da un lato non possono essere completamente ignorate, dall'altro possono trovare una parziale giustificazione nella riorganizzazione e nel cambiamento dei meccanismi di vigilanza, iniziata a partire dal 2014 con l'entrata in vigore del Single Supervisory Mechanism, prima, e del Single Resolution Mechanism poi. L'alterazione dei compiti di vigilanza in capo alle autorità di vigilanza nazionali avrebbe generato un *misunderstanding* generale, tale per cui né la Banca d'Italia né la Consob avrebbero ritenuto doveroso accertarsi della sana e prudente gestione (Banca d'Italia) o della trasparenza e correttezza dei comportamenti (Consob) legate alle operazioni di quelle due specifiche banche. Le due autorità

---

<sup>117</sup> Vittorio Malagutti – op.citata

<sup>118</sup> **Il sistema bancario attuale: le vendite in conflitto di interessi degli anni passati hanno provocato perdite consistenti di cui fanno le spese i piccoli risparmiatori. Le indagini e le richieste di Altroconsumo.**

<sup>119</sup> **Popolari venete, Bankitalia e Consob hanno chiuso entrambi gli occhi: ora risarciscano i risparmiatori e lo Stato** – Paolo Fior – Il fatto quotidiano

rappresentano, a tutti gli effetti, due strumenti mediante i quali si rendono attuabile le operazioni di monitoring, strumento che, si ricorda, è alla base di una corretta gestione dei comportamenti opportunistici degli amministratori a seguito dell'accettazione dell'incarico.

Da qui, però, il problema dell'*overconfidence*, analizzata dalla branca del *financial behaviour*, secondo cui gli investitori, sentendosi ampiamente tutelati dalla legge vigente e dalle autorità di controllo, si disinteressano completamente alla propria stessa tutela. Anche in questo caso, dando per scontato che l'erogazione di mutui, accompagnate dalle azioni finanziate, fosse un'operazione, non solo legale ma anche controllata, non si sono preoccupati di ottenere più informazioni in merito alla vicenda.

Con quest'ultima constatazione non si vuole far ricadere parte della responsabilità sui clienti delle due banche, ma si vuole porre ancor di più l'accento su quanto gli amministratori abbiano commesso gli errori più gravi, consapevoli altresì del fatto che difficilmente gli investitori avrebbero opposto resistenza, e, pertanto, non hanno neanche ritenuto necessario prendere precauzioni.

*“Antitrust nel provvedimento ha considerato scorretto condizionare la concessione di un mutuo all'acquisto di titoli della banca perché falsa completamente il comportamento decisionale del cliente che, senza questo condizionamento, avrebbe potuto ad esempio non acquistare le azioni (che peraltro si sono poi rivelate un pessimo affare visto che al momento il loro valore è crollato e non è possibile venderle sul mercato)”*.<sup>120</sup>

Ne consegue, pertanto, che la responsabilità è da far ricadere prevalentemente sull'operato di Gianni Zonin e Vincenzo Consoli, rispettivamente ultimi Presidente della Banca Popolare di Vicenza e Direttore Generale della Veneto Banca.

### 3.3 IL CONFRONTO

Come già menzionato, un'importante differenza tra il fallimento del gruppo Lehman e la crisi delle Banche Venete risiede in primissima istanza nelle cause che hanno condotto entrambe alla liquidazione. Cause che si palesano come, insieme, endogene ed esogene nel primo caso e quasi esclusivamente endogene, nel secondo. L'analisi effettuata permette di notare che le politiche e lo scenario economico in vigore negli US, nei primi anni della crisi finanziaria, forniva di per sé un quadro instabile in cui più di un ente bancario ha avuto difficoltà a portare avanti propria attività mentre, seppur vero che erano stati messi in atto ingenti cambiamenti, legati in particolare alle autorità di controllo e di vigilanza nell'assetto comunitario, gli effetti della crisi finanziaria avevano ampliato e incentivato l'opportunismo nei comportamenti del management, spingendo, a più riprese e in più istituzioni, a aggirare le regole di condotta previste dall'ordinamento comunitario.

---

<sup>120</sup> **Il sistema bancario attuale: le vendite in conflitto di interessi degli anni passati hanno provocato perdite consistenti di cui fanno le spese i piccoli risparmiatori. Le indagini e le richieste di Altroconsumo.**

Volendo ricondurre le cause di fondo alle motivazioni che hanno spinto i manager a portare avanti le operazioni sopra considerate, potremmo dire che per Lehman, l'elargizione di mutui accompagnati da trash-bond potrebbe essere vista come eccessiva assunzione di rischi per gli intermediari, insieme con l'ingente fabbisogno di liquidità derivante dall'abbassamento dei tassi d'interesse sull'offerta dei titoli. Per quanto riguarda le condotte deplorable degli amministratori di Banche Venete l'esigenza di accumulo del capitale, non derivava da una condizione patologica delle banche, quanto più da una situazione fisiologica, dettata da un'errata valutazione del management per le operazioni precedenti.

Altra importante differenza, analizzando solo le motivazioni endogene, risiede nel fatto che nella banca statunitense, i reali responsabili possono essere individuati nei soggetti a cui fa capo l'amministrazione, con particolare riguardo a Richard Fuld, considerato l'unico vero responsabile della crisi di Lehman Brothers. Nel caso di Banche Venete, nonostante la colpa sia principalmente di Gianni Zonin e Vincenzo Consoli, *“corre l'obbligo di ribadire che non avrebbero certo potuto stare al timone delle due banche venete per quasi un ventennio, facendole crescere anche a colpi di acquisizioni, senza la complicità diretta e indiretta di autorità di controllo”*,<sup>121</sup> pertanto, in questo caso Banca d'Italia e Consob, in primis, non risultano completamente esenti da responsabilità.

Ancora, e qui sul piano legale, un'altra sostanziale differenza deriva dal trattamento riservato alle banche in crisi nei due ordinamenti. Se, da un lato, negli Stati Uniti è previsto che qualora un ente bancario risulti insolvente, con una grave e irrecuperabile situazione finanziaria, sia, per legge, necessario dichiararne il fallimento e avviare la rispettiva procedura, per il legislatore italiano, non è mai possibile avviare la procedura del fallimento per gli enti bancari. Ne consegue che una banca in crisi debba seguire le procedure di liquidazione coatta amministrativa o, nei casi meno gravi di amministrazione straordinaria.

Tali conseguenze legali non rispecchiano, però, l'importanza che le tre banche ricoprivano all'interno del sistema economico del paese, ma che sono del tutto coerenti con la legislazione in vigore. Lehman Brothers rientrava tra le prime quattro banche d'affari statunitensi per dimensione e rilevanza sul piano delle negoziazioni e dell'emissione di strumenti finanziari. Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza erano banche considerate less significant, e per questo la vigilanza di tali enti era rimasta affidata alla Banca d'Italia. Gli effetti generati comportarono, naturalmente conseguenze molto più gravi sull'economia nazionale nel caso del gruppo statunitense.

Tralasciando cause e conseguenze, in concreto le fattispecie sono pressoché le stesse: emissioni di trash bond o quote azionarie associati a rischi altissimi, carenze nell'informazione ai clienti e disallineamento tra opportunità della società e gli interessi dei singoli individui, con l'aggravante di non aver raggiunto né l'uno né l'altro. Gli obiettivi reputazionali e patrimoniali del management non sono stati mai raggiunti, sia a

---

<sup>121</sup> Paolo Fior – op.citata

seguito delle sanzioni del mercato, che non hanno consentito a questi di migliorare la propria nomea, sia per gli ingenti quantitativi di denaro che sono stati tenuti a versare per la responsabilità dei danni creati.

I manager, pur potendo contare su un vantaggio immediato, nel lungo periodo sono arrivati a provocare il fallimento della società con i soli comportamenti opportunistici che sono stati messi in atto, supportati e aiutati da condizioni esterne al loro operato, causando una grave crisi nel sistema bancario statunitense e in quello italiano e portando, a tutti gli effetti, svantaggi patrimoniali ed economici in generale ai principal, che non hanno potuto contare sulle autorità di controllo e vigilanza, nonostante le spese indirette che ne sono derivate dalla loro stessa sottoscrizione (*monitoring costs*).

## 4. CONCLUSIONI

L'agency theory è un principio che, nonostante nasca per l'analisi della realtà economica, può essere esteso ed adattato a qualsiasi altro tipo di scenario, in cui vi sia un rapporto di reciproca dipendenza tra due controparti, per cui una possieda un interesse di tipo fiduciario e/o patrimoniale, mentre l'altra detenga un potere gestorio che possa in qualche modo inficiare sulla condizione del primo. Un esempio concreto potrebbero essere le elezioni, di qualsiasi tipo.

Di fatti, alla base di tale teoria è possibile riscontrare dinamiche interne, strettamente ricollegabili ai comportamenti che il singolo può mettere in atto così da poter conseguire un vantaggio individuale, anche a scapito di obiettivi e interessi di terzi.

L'idea di fondo che si è provato a far trasparire riprende un po' le regole di condotta imposte da MIFID II, per cui, essendo un fenomeno ampiamente esteso e rimandabile direttamente all'opportunismo e all'egoismo in capo agli individui, cercare il modo di evitare tali dinamiche, o di limitarle, è di per sé un obiettivo assolutamente utopico. Dato il fatto che non ci si può limitare ad avere fiducia nei singoli e a sospettare che questi agiranno in concomitanza ed in perfetta correlazione con gli interessi dei principal, specie quando con questi ultimi non intercorra un rapporto particolarmente stretto, si dovrebbe provvedere, come si sta facendo, ad una piena e corretta gestione dei conflitti d'interesse. Si rende necessario fare affidamento, in particolar modo, sugli strumenti di controllo o sugli enti incaricati di vigilare sui singoli manager e provvedere ad un sistema sanzionatorio efficace, così da scongiurare a priori il verificarsi di qualsiasi tipo di conflitto d'interesse.

Inoltre, una direzione efficiente di tali conflitti non può prescindere dall'analisi dei singoli candidati alla direzione e al management, per cui gli stakeholders devono provvedere a richiedere requisiti specifici e oggettivi (signalling) in modo da poter assumere amministratori all'altezza del ruolo che ricoprono.

La normativa e le misure di prevenzione poste dal legislatore sembrano essere equilibrate: viene lasciata un congruo margine di autonomia ai gestori a fronte di alcuni limiti e imposizioni posti a tutela dei proprietari.

Una scorretta gestione delle dinamiche di agency theory, possono comportare, e di fatti è quello che è successo, il fallimento di società, siano esse bancarie o meno, in quanto il reiterato comportamento egoistico e opportunistico dei manager provoca, necessariamente gravi danni nel lungo periodo, seppur nel breve possa portare il manager ad arricchirsi a spese del principal, sia questo un cliente neo-azionista, una società nella sua interezza o l'intero sistema economico.

# SITOGRAFIA

## CAPITOLO 1

Agency Theory: An Assessment and Review” - KATHLEEN M. EISENHARDT, Stanford University - [https://www.jstor.org/stable/258191?seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/258191?seq=1#metadata_info_tab_contents)

Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure” – Michael C. Jensen and William H. Meckling. Received January 1976, revised version received July 1976 - [https://uclafinance.typepad.com/main/files/jensen\\_76.pdf](https://uclafinance.typepad.com/main/files/jensen_76.pdf)

Modern company law problems: a European perspective” – OECD (2000) - <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1857275.pdf>

Qualité de la publication financière et mécanismes de gouvernance en France in *Revue Management et Avenir* - C.B. Ali - <https://www.cairn.info/revue-management-et-avenir-2013-3-page-109.htm>

Agency Costs - James Wilkinson on July 23, 2013 in WikiCFO - <https://strategiccfo.com/agency-costs/>

Definizione di Giovanna Nicodano - Dizionario di Economia e Finanza (2012) – Treccani - [http://www.treccani.it/enciclopedia/asimmetria-informativa\\_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/asimmetria-informativa_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

*Corporate governance* (second edition), Oxford University Press Inc., New York, 2007. MALLIN C. A. [http://www.untag-smd.ac.id/files/Perpustakaan\\_Digital\\_1/CORPORATE%20GOVERNANCE%20Handbook%20On%20International%20Corporate%20Governance.%20Country%20Analyses.pdf](http://www.untag-smd.ac.id/files/Perpustakaan_Digital_1/CORPORATE%20GOVERNANCE%20Handbook%20On%20International%20Corporate%20Governance.%20Country%20Analyses.pdf)

v. WILLIAMSON O., *organizational forms and internal efficiency. Markets and hierarchies: some elementary considerations* - American Economic Association, (May, 1973) - <https://pdfs.semanticscholar.org/51e0/624399096cb1bbf76f358f1fc790b274d4cd.pdf>

DONALDSON L. – DAVIS J. H., *Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns*, Australian Journal of Management, (June, 1991) - <https://pdfs.semanticscholar.org/b226/d681d20fb646b147ecb3f452fb5de2269cb7.pdf>

FREEMAN R.E., *Strategic management – A stakeholder approach*, Boston, Pitman Publishing, 1984 - [https://books.google.it/books?hl=it&lr=&id=NpmA\\_qEiOpkC&oi=fnd&pg=PR5&dq=FREEMAN+R.E.,+Strategic+management+%E2%80%93+A+stakeholder+approach,+Boston,+Pitman+Publishing,+1984&ots=60goH8M8TN&sig=c2TD3aSlvtsuafGvQzn428beZ7c#v=onepage&q&f=false](https://books.google.it/books?hl=it&lr=&id=NpmA_qEiOpkC&oi=fnd&pg=PR5&dq=FREEMAN+R.E.,+Strategic+management+%E2%80%93+A+stakeholder+approach,+Boston,+Pitman+Publishing,+1984&ots=60goH8M8TN&sig=c2TD3aSlvtsuafGvQzn428beZ7c#v=onepage&q&f=false)

## **CAPITOLO 2**

**Il cumulo di cariche nell'ambito del Gruppo ed il conflitto d'interessi: gli artt. 2390 e 2391 c.c.** - Adamo Giovanni - <https://www.diritto.it/il-cumulo-di-cariche-nell-ambito-del-gruppo-ed-il-conflitto-d-interessi-gli-artt-2390-e-2391-c-c/>

**Società semplice: cos'è? Definizione e riferimenti normative** - Alessio Mauro - <https://www.informazionefiscale.it/Societa-semplice-cos-e-Definizione-e-riferimenti-normativi>

**Chi è il legale rappresentante di una società semplice?** – Chiara Pezza - [https://www.laleggepertutti.it/229949\\_chi-e-il-legale-rappresentante-di-una-societa-semplice](https://www.laleggepertutti.it/229949_chi-e-il-legale-rappresentante-di-una-societa-semplice)

**Treccani**, vocabolario online –

<http://www.treccani.it/vocabolario/mandato/>

<http://www.treccani.it/enciclopedia/societa-in-accomandita-semplice/>

**La società semplice** - Alessandra Concas - <https://www.diritto.it/la-societa-semplice/>

**Società in nome collettivo** – Sito del notariato - <https://www.notariato.it/it/impresa/societ%C3%A0-nome-collettivo>

**Divieto di immistione del socio accomandante e attività professionale svolta all'interno della società** – Il sole24 ore - <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/dirittoCivile/2015-11-19/divieto-immistione-socio-accomandante-e-attivita-professionale-svolta-interno-societa-102039.php>

**Società di capitali e conflitti di interesse. Regulatory strategies, governance strategies** – Marco Bessone - [https://www.ambientediritto.it/dottrina/Dottrina\\_2005/conflitto\\_interesse\\_bessone.htm](https://www.ambientediritto.it/dottrina/Dottrina_2005/conflitto_interesse_bessone.htm)

**La tutela dei soci di minoranza nella riforma del diritto societario: la “voice”** – Alessandra Panelli - <https://www.studiolegaleriva.it/public/aggiunte/tutela%20soci%20minoranza.pdf>

**Il socio non amministratore di s.r.l. può avere accesso alla documentazione contabile ed amministrativa della società senza passare per il collegio sindacale** – Domenico Anacleto - <https://www.ipitalia.com/societario/il-socio-non-amministratore-di-srl-puo-avere-accesso-alla-documentazione-contabile-ed-amministrativa-della-societa-senza-passare-per-il-collegio-sindacale/>

**Il conflitto d'interessi nella nuova S.r.l.** – Domenico Lamanna Di Salvo - [https://www.diritto.it/stampa-articolo/?articolo\\_id=55321](https://www.diritto.it/stampa-articolo/?articolo_id=55321)

**L'abuso di potere della minoranza** – Avv. Francesca Rogai - <https://www.nctm.it/wp-content/uploads/2018/03/Labuso-di-potere-della-minoranza.pdf>

**La società in accomandita per azioni** – Avv. Valeria Zeppilli - [https://www.studiocataldi.it/guide\\_legali/impresa-e-societa/societa-in-accomandita-per-azioni.asp](https://www.studiocataldi.it/guide_legali/impresa-e-societa/societa-in-accomandita-per-azioni.asp)

**Il ruolo dei soci accomandanti nell'amministrazione della società in accomandita semplice e nella società in accomandita per azioni** – Alessandra Concas - <https://www.diritto.it/il-ruolo-dei-soci-accomandanti-nell-amministrazione-della-societa-in-accomandita-semplce-e-nella-societa-in-accomandita-per-azioni/>

### **CAPITOLO 3**

OneWebStudio.it - **Crisi a Wall Street, Lehman in bilico, Merrill in vendita e AIG in cerca di soldi. Era il 15 settembre del 2008, 10 anni fa e questo era il titolo del Wall Street Journal** - <https://onewebstudio.it/crisi-a-wall-street-lehman-in-bilico-merrill-in-vendita-e-aig-in-cerca-di-soldi-era-il-15-settembre-del-2008-10-anni-fa-e-questo-era-il-titolo-del-wall-street-journal/>

**Il fallimento di Lehman Brothers** – Davide Maria De Luca - <https://www.ilpost.it/2012/09/15/lehman/>

**L'Etica pubblica negli Stati Uniti. Un quadro d'insieme** – F. Clementi - [http://www.astrid-online.it/static/upload/protected/Clem/Clementi\\_Etica-pubblica-USA.pdf](http://www.astrid-online.it/static/upload/protected/Clem/Clementi_Etica-pubblica-USA.pdf)

**The Agency Problem of Lehman Brothers' Board of Directors** - Young Ah Kim - <https://publish.illinois.edu/illinoisblj/2016/04/28/the-agency-problem-of-lehman-brothers-board-of-directors/>

**La crisi di Veneto Banca S.p.A. e Banca Popolare di Vicenza S.p.A.: Domande e risposte** – Banca d'Italia - [https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2017/crisi-banche-venete/20170811\\_QA\\_venete.pdf](https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2017/crisi-banche-venete/20170811_QA_venete.pdf)

**Il sistema bancario attuale: le vendite in conflitto di interessi degli anni passati hanno provocato perdite consistenti di cui fanno le spese i piccoli risparmiatori. Le indagini e le richieste di Altroconsumo.** - [https://www.altroconsumo.it/organizzazione/-/media/lobbyandpressaltroconsumo/images/in-azione/azioni-in-corso/tutela%20del%20risparmio%20nel%20settore%20credizio/attiv%C3%A0%20ac/allegato%20al%20contributo%20altroconsumo\\_audizione%20%2019%20gen%202017.pdf?rev=5bd2843f-33bb-4037-bc08-d32bb289f868](https://www.altroconsumo.it/organizzazione/-/media/lobbyandpressaltroconsumo/images/in-azione/azioni-in-corso/tutela%20del%20risparmio%20nel%20settore%20credizio/attiv%C3%A0%20ac/allegato%20al%20contributo%20altroconsumo_audizione%20%2019%20gen%202017.pdf?rev=5bd2843f-33bb-4037-bc08-d32bb289f868).

**Com'è nata la crisi delle Banche Venete** – Vittorio Malagutti per L'Espresso - <http://espresso.repubblica.it/attualita/2017/07/12/news/come-e-nata-la-catastrofe-delle-banche-venete-1.306009>

**Disposizioni in materia di attività di rischio e conflitti di interesse delle banche e dei gruppi bancari nei confronti di soggetti collegati** – Documento di consultazione, Banca d'Italia -

[https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2011/disp-conflitti-int/seconda\\_consultazione.pdf](https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2011/disp-conflitti-int/seconda_consultazione.pdf)

**Popolari venete, Bankitalia e Consob hanno chiuso entrambi gli occhi: ora risarciscono i risparmiatori e lo Stato** – Paolo Fior – Il fatto quotidiano - <https://www.ilfattoquotidiano.it/2017/06/28/popolari-venete-bankitalia-e-consob-hanno-chiuso-entrambi-gli-occhi-ora-risarciscono-i-risparmiatori-e-lo-stato/3692777/>

## **BIBLIOGRAFIA**

### **CAPITOLO 1**

DALLOCCHIO M. – TAMAROWSKI C., **Corporate governance e valore. L’esempio di Telecom Italia**, Egea, Milano, 2005.

**Value of maximization** – C. Jensen (2001)

*The relationship between Voluntary Disclosure and Independent Directors in the Presence of a Dominant Shareholder in European accounting review* - L. Patelli, A. Prencipe

Mongiello A., *Ordinaria e straordinaria amministrazione in materia di società* (nota a Cass. civ. 2 ottobre 1978, n. 4369), in *Dir. fall.*, 1979, II, 439.

Moro Visconti G., *Il presidente del Consiglio di amministrazione*, in *Impresa*, 1988, 1797.

Mozzarelli M., *Amministratori di fatto: fine di una contesa* (nota ad App. Milano 26 settembre 2000), in *Giur. comm.*, 4/2001, II, 562.

**Positive Accounting Theory** - Ross L. Watts, Jerold Zimmerman (1986)

### **CAPITOLO 2**

#### **Codice civile**

Gian Franco Campobasso, **Manuale di diritto commerciale**, a cura di Mario Campobasso, settima edizione, UTET Giuridica, settembre 2017

Gian Franco Campobasso – **Diritto commerciale vol. 2: Diritto delle società**, a cura di Mario Campobasso

Sentenza della **Cassazione n. 15605/2002**

Sentenza della **Cassazione del 17 marzo 1998, n. 2854**

**La protezione legale del socio di minoranza nelle società chiuse** - Conversazione per l'Associazione Forense della Gera d'Adda

Consiglio nazionale del notariato - **L'amministrazione di società a responsabilità limitata** - approvato dalla Commissione studi d'impresa il 14 luglio 2011

Decisioni **Tribunale Verona, 29 agosto 2011** e **Tribunale di Milano, 22 luglio 2012**

Decisioni **Tribunale Parma 25 ottobre 2004**

Sentenza **Cassazione 12 dicembre 2005, n. 27387**

Sentenza **Cassazione Civ. n. 22848/2015**

**Tribunale Napoli, 20 giugno 2008**, in Giur. comm., 2009, II, 1184, con nota di DI GIROLAMO, Regola di giudizio imprenditoriale e conto corrente ordinario, con una premessa sull'oggetto sociale.

**Tribunale Milano, 3 giugno 2008**, in Giustizia a Milano, 2008

Sentenza **Cassazione civile sez. I, 12 dicembre 2005, n. 27387**

### **CAPITOLO 3**

**Il conflitto di interessi** – A. Pertini

**The importance of the board of directors. Lessons from Lehman's failure** – Emilia Klepczarek