

**L'EXIT NELL'IMPRESA IN UNA PROSPETTIVA DI
ANALISI ECONOMICA DEL DIRITTO:
UN'INTRODUZIONE***

Dario Nardi

*Dottorando in Diritto ed Economia
nell'Università degli Studi di Siena*

L'indagine ha ad oggetto il ruolo dei meccanismi di exit all'interno di una società per azioni. Secondo la tesi prospettata da Hirschman, la possibilità di instaurare la medesima relazione con una differente controparte è un rimedio che i consumatori hanno per prevenire il peggioramento qualitativo dei prodotti e dei servizi loro offerti. La riproposizione del pensiero di Hirschman in un contesto di corporate governance, però, presenta molteplici profili di criticità, in quanto declina all'interno di una istituzione complessa, la società per azioni, concetti mutuati dallo studio delle dinamiche concorrenziali nel mercato dei prodotti finali. Scopo del presente articolo, quindi, è quello di esaminare i meccanismi di exit degli azionisti alla luce del rapporto di complementarità intercorrente tra mercato ed impresa.

The aim of this paper is to analyze the role of exit in a public company: in Hirschman's framework exit is considered as a market response to decline in quality of products, that occurs through a withdrawn from relation with counterparties. As applied to corporate governance, the weakness of Hirschman's framework is that costumers' exit and shareholders' exit are treated as equivalent. By contrast, it is possible to understand the role of shareholders' exit only through the lens of complementarities between market and non market institutions.

* Le riflessioni contenute nel presente articolo sono state elaborate durante il periodo di studio presso l'Università Svizzera Italiana. L'Autore ringrazia i professori Marco Borghi, Massimiliano Vatiere, Anne Petitpierre-Sauvain e le assistenti Elisabetta Bigatto, Federica De Rossa Gisimundo e Caterina Mari per la disponibilità ed i preziosi suggerimenti.

Sommario

1. Introduzione
2. Meccanismi di exit nel mercato e nelle istituzioni di non mercato
3. Tutele di non mercato che operano all'interno del mercato
4. Meccanismi di mercato in istituzioni di non mercato
5. disponibilità dell'*outside option* e comportamenti opportunistici degli azionisti nelle società quotate
6. Prospettive di indagine

1. Introduzione

Nella letteratura giuseconomica con il termine *exit* si fa riferimento in senso a-tecnico alla possibilità di recedere da una determinata relazione contrattuale, trovando nel mercato alternative maggiormente soddisfacenti. Con il medesimo concetto si definiscono quindi una pluralità di ipotesi tra loro distinte, tra le quali si può citare a titolo meramente esemplificativo la possibilità per i consumatori di acquistare il medesimo bene da un diverso venditore, o ancora la possibilità per i soci di disinvestire la propria partecipazione mediante l'alienazione dei titoli azionari o l'esercizio del diritto di recesso. Scopo del presente articolo è quello di indagare il ruolo che l'*exit* svolge all'interno di diversi equilibri istituzionali. Come è stato rilevato da Hirschman¹, infatti, l'*exit* rappresenta l'essenza della libertà di scelta che caratterizza gli scambi realizzati mediante il meccanismo dei prezzi. La disponibilità di una *outside option* permette ai consumatori di acquistare, ad un prezzo ritenuto adeguato, beni idonei a soddisfare i propri bisogni. Al contempo, in presenza di investimenti specifici, l'*exit* può essere causa di fallimenti di mercato². Nella letteratura giuseconomica si è soliti ritenere che le parti predispongano un'impresa, ossia un ordinamento privato in cui le risorse vengono allocate autoritativamente³, proprio per impedire che, mediante una minaccia strategica di ricorso alla propria *outside option*, i contraenti possano porre in essere comportamenti opportunistici.

La differenza tra il ruolo dell'*exit* nel pensiero di Hirschman ed il ruolo dell'*exit* nella letteratura Neo Istituzionalista non sempre è di agevole definizione⁴. Come si cercherà di dimostrare

¹ Cfr. HIRSCHMAN, *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*. Cambridge, 1970, 21 ss.

² Per una esaustiva trattazione in un'ottica Neo Istituzionale del ruolo dell'*outside option* si rimanda a NICITA - VATIERO, *The Contract and the Market. Towards a Broader Notion of the Transaction?*, in *Studi e Note di Economia*, 2007, vol. 1, 1-20.

³ La definizione di impresa come modalità di allocazione autoritativa delle risorse alternative al mercato è stata elaborata da COASE, *The Nature of the Firm*, in *Economica*, 1937, 386-406.

⁴ Si pensi a tal proposito al dibattito dottrinario relativo alle società quotate dove l'approccio à la Hirschman sovente si contrappone con gli assunti delle tesi Neo Istituzionaliste secondo cui è necessario proteggere gli investimenti di ogni *stakeholder* da possibili comportamenti opportunistici degli azionisti. Le

nel presente articolo, l'ambiguità dei meccanismi di *exit* discende direttamente dalla difficoltà di tracciare un confine netto tra processi di allocazione delle risorse fondati sul consenso dei contraenti e processi di allocazione delle risorse fondati sull'autorità dell'imprenditore: nella realtà, difatti, vi sono meccanismi di non mercato che operano in un contesto di mercato, così come anche all'interno delle istituzioni di non mercato possono esservi delle tutele di mercato a salvaguardia delle prerogative degli *stakeholders*. In altri termini, il limite del dibattito dottrinario è quello di non aver indagato a sufficienza le caratteristiche dei meccanismi di *exit*, alla luce del rapporto di complementarità intercorrente tra mercato ed impresa⁵. Nella letteratura giuseconomica, sin dal fondamentale articolo di Coase del 1937, si è posto in evidenza come l'impresa tenda ad emergere fintantoché i costi di transazione del mercato sono superiori ai costi necessari per organizzare la medesima transazione all'interno dell'impresa. Lo stesso Coase, inoltre, aveva intuito come il funzionamento del mercato si riverberi sulla modalità di allocazione delle risorse nell'impresa: un cattivo esercizio del potere influenza negativamente la qualità o il prezzo dei prodotti offerti ai consumatori a tal punto da determinare l'espulsione dell'imprenditore dalle dinamiche concorrenziali. L'esistenza di un mercato concorrenziale, quindi, limita il cattivo esercizio del potere imprenditoriale, allo stesso modo in cui la possibilità di predisporre un ordinamento privato, l'impresa, può in parte risolvere i diversi fallimenti del mercato.

Nel presente articolo si definiranno le premesse di un possibile approccio teorico per l'analisi delle tutele di mercato, considerando mercato ed impresa due istituzioni imperfette. Un fallimento del meccanismo dei prezzi nel mercato finale dei prodotti non consente alle parti di realizzare la medesima

diverse opinioni dottrinarie che ripropongono la dicotomia tra *voice* ed *exit* nell'equilibrio istituzionale delle *public company*, per contro, descrivono il socio come un soggetto investitore le cui prerogative finanziarie devono essere salvaguardate sia mediante tutele di mercato che mediante tutele di non mercato. *Ex multis* cfr. BEBCHUK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, in *Harvard Law Review*, 2005, vol. 118, 833-914.

Per una riproposizione del pensiero Neo Istituzionalista in relazione ai meccanismi di *corporate governance* cfr. BLAIR, STOUT, *A Team Production Theory of Corporate Law*, in *Virginia Law Review*, 1999, vol. 85, 248-328.

⁵ Per una definizione del concetto di complementarità istituzionale cfr. AOKI, *Toward a Comparative Institutional Analysis*, Cambridge, 2001, 10 ss.

transazione all'interno dell'impresa, stante gli elevati costi di organizzazione. Ciò nonostante, le parti introducono un meccanismo di non mercato che opera all'interno del mercato finale dei prodotti. Proprio tale ipotesi era stata considerata da Hirschman⁶, il quale aveva definito l'azione collettiva dei consumatori, ossia il meccanismo di *voice*, come una tutela politica che si affianca all'*exit*. Parimenti, in assenza di un mercato finale dei prodotti competitivo, non vi sarebbe alcun limite al potere dell'imprenditore. Le parti potrebbero però introdurre tutele di mercato all'interno dell'impresa, per salvaguardare le prerogative degli *stakeholders* non titolari di alcun potere. Il rapporto di complementarità tra mercato ed impresa permette anche di comprendere quale sia il ruolo in concreto svolto dall'*exit* in ambedue le ipotesi. Si evidenzierà in particolare come la pedissequa riproposizione nel contesto di *corporate governance* della dicotomia tra *voice* ed *exit*, così come elaborata da Hirschman in relazione ai rapporti tra venditori e consumatori, si fonda su un'acritica equiparazione tra mercato azionario e mercato dei prodotti finali. Mentre nel mercato dei prodotti finali, l'*exit* è sempre una tutela per i consumatori, nelle istituzioni di non mercato il ruolo dell'*exit* può essere compreso solamente analizzando la specificità degli investimenti e l'incompletezza contrattuale caratterizzanti tali istituzioni.

2. Meccanismi di exit nel mercato e nelle istituzioni di non mercato

Se le parti compiono investimenti specifici, l'utilità o il ritorno economico che esse ottengono all'interno della relazione è maggiore rispetto alla migliore alternativa che il mercato offre. In tale ipotesi non si può ricorrere al meccanismo di *exit*, poiché la specificità dell'investimento crea un nesso di complementarità tecnologica che rende i fattori di produzione fisici e umani non perfettamente sostituibili. Si determina quindi un effetto vincolo o, usando la terminologia giuseconomica, un effetto *lock-in*, dato che una situazione concorrenziale *ex ante*, a seguito dell'investimento specifico compiuto dalle parti, si risolve in una

⁶ Cfr. HIRSCHMAN, *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, cit., 30.

situazione di monopolio *ex post*⁷. L'investimento, per contro, è definito generico se la parte può recuperarne il valore instaurando un analogo rapporto giuridico con una diversa controparte sul mercato "*spot*". Il secondo concetto fondamentale, ai fini di un'esaustiva analisi del ruolo dei meccanismi di *exit*, è quello di incompletezza contrattuale. Un contratto è completo nell'ipotesi in cui le parti sono in grado di prevedere *ex ante* ogni contingenza che può verificarsi in futuro; al contrario se il regolamento contrattuale non definisce esattamente le prestazioni in ogni possibile stato del mondo, si ha un contratto incompleto. L'incompletezza contrattuale, dunque, deve essere risolta *ex post* o dalle parti, o ancora da un soggetto terzo arbitratore a cui viene demandata la definizione di un'eventuale controversia.

Alla luce di tali categorie concettuali è possibile analizzare il ruolo dell'*exit*. Se i contratti fossero completi, le parti non avrebbero alcun incentivo a recedere dalla relazione giuridica posta in essere. Il contratto, di fatto, è un istituto giuridico a spiccata vocazione efficientistica, in quanto è lecito assumere che i contraenti addivengono alla conclusione di un accordo solamente se possono entrambi conseguire un vantaggio dall'esecuzione delle prestazioni dovute. Se i contratti sono incompleti, invece, le caratteristiche degli investimenti compiuti divengono un elemento di indubbia rilevanza per analizzare il ruolo che l'*exit* assolve. Nel mercato dei prodotti finali si può verificare che in un contesto di asimmetria informativa la qualità dei beni acquistati non corrisponda alle aspettative dei consumatori. Ciò nonostante, l'esistenza di un mercato postula la possibilità di instaurare la medesima relazione giuridica con una pluralità di potenziali contraenti. I meccanismi di *exit*, dunque, sono una tutela di mercato, rappresentando essi un potente ma indiretto strumento mediante il quale i consumatori segnalano ai produttori la scarsa qualità dei beni venduti. Come evidenziato da Hirschman⁸, «withdrawal from relations serves as a signal to the management of firms and organizations that something is amiss. A search for causes and remedies will then be undertaken

⁷ Cfr. WILLIAMSON, *Economic Institutions of Capitalism*, New York, 1985, 35.

⁸ Cfr. HIRSCHMAN, *Exit and Voice*, in *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, I ed., 1987. disponibile presso la pagina telematica http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde1987_X000750.

and some plan of action designed to restore performance will be adopted. This is one way in which markets and competition work to prevent decay and to maintain and perhaps improve quality».

La dottrina giunge a conclusioni diametralmente opposte nell'analisi del mercato dei prodotti intermedi. Nel processo produttivo, come gli economisti Neo Istituzionalisti hanno dimostrato, la specificità degli investimenti trasforma una situazione di concorrenza perfetta *ex ante* in una situazione di monopolio *ex post*.⁹ Ciò rende maggiormente probabili condotte opportunistiche, laddove con il termine opportunismo si fa riferimento ad un comportamento strategico volto al perseguimento di interessi egoistici, che determina situazioni di equilibrio Pareto inefficienti. In presenza di investimenti specifici e di contratti incompleti, le prestazioni non sempre possono essere determinate *ex post* in maniera ottimale da un giudice; ne consegue pertanto che sono le parti a dover risolvere consensualmente la situazione di incompletezza contrattuale. In tale contesto, però, la parte i cui investimenti sono generici può sempre minacciare in maniera strategica di ricorrere ai meccanismi di *exit*; ottiene quindi un maggior potere contrattuale nella rinegoziazione dell'accordo e può espropriare la controparte della *quasi*-rendita. Tale minaccia (detta di *hold up*) scoraggia gli investimenti specifici delle parti.

Gli economisti Neo Istituzionalisti descrivono l'impresa come una soluzione istituzionale al fallimento di mercato. Secondo il modello economico di Grossman Hart e Moore¹⁰, in presenza della minaccia di *hold up* è efficiente per la parte, il cui investimento è connotato da un maggior grado di specificità, acquistare gli *assets* fisici delle controparti, determinandosi in tal modo una integrazione verticale del processo produttivo. Nel modello GHM, il diritto di proprietà altro non è che il potere di decidere ogni uso delle risorse che non è vietato dalla legge o dal contratto posto in essere; l'imprenditore, inoltre, diviene *residual claimant*, ossia ha il diritto di ottenere il guadagno generato dall'esercizio dell'attività di impresa solamente quando le pretese degli altri agenti economici siano state soddisfatte. Il potere, dunque, è un meccanismo volto ad incoraggiare e a proteggere gli

⁹ Cfr. WILLIAMSON, *Economic Institutions of Capitalism*, cit., 37.

¹⁰ Cfr. HART, MOORE, *Property Rights and the Nature of the Firm*, in *Journal of Political Economy*, 1990, vol. 98, 1119-1158.

investimenti del proprietario. I non proprietari, per contro, in assenza di un'adeguata tutela delle proprie prerogative non hanno incentivi a compiere investimenti specifici¹¹. È importante sottolineare come l'integrazione verticale dell'attività di impresa riduce la disponibilità dell'*outside option* sia del proprietario che dei non proprietari. I lavoratori acquisiscono capacità all'interno di un determinato processo produttivo, utilizzando uno specifico *asset* fisico; subiscono quindi l'effetto *lock in* dato che la loro produttività all'interno dell'impresa è maggiore rispetto all'utilità che essi traggono dallo svolgere mansioni dequalificate. Parimenti, maggiore è il valore del complesso dei beni aziendali rispetto al valore della somma dei singoli beni isolatamente considerati, stante il nesso di complementarità e interdipendenza tecnologica che si ingenera nel processo produttivo. Si può supporre perciò che il proprietario può sì alienare l'intera azienda, ma non potrà dismettere, in presenza di risultati negativi dell'attività di impresa, i singoli cespiti a condizioni vantaggiose. Vi è pertanto una situazione di co-specificità e di *lock-in* tra le parti.

3. Tutele di non mercato che operano all'interno del mercato

Una differente prospettiva in relazione al ruolo dell'*exit* è stata avanzata da Hirschman nel suo fondamentale saggio, "*Exit Voice and Loyalty*". Contrariamente alle tradizionali tesi economiche secondo cui un mercato concorrenziale previene e sanziona le condotte inefficienti degli agenti economici, Hirschman considera situazioni in cui il prezzo non segnala la qualità del bene venduto. Ne consegue pertanto che in presenza di una prestazione insoddisfacente del venditore, i consumatori maggiormente sensibili decideranno di far immediato ricorso ai meccanismi di *exit*, mentre i consumatori inerti continueranno a concludere accordi con il medesimo produttore nonostante che la qualità del bene sia peggiorata¹², determinandosi così un fallimento del mercato.

¹¹ Cfr. HART, *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford, 1995, 39.

¹² Cfr. HIRSCHMAN, *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, cit., 22.

Nell'ipotesi in cui tali costi di transazione fossero inferiori ai costi di organizzazione dell'impresa, si potrebbe assumere che le parti, in coerenza con quanto evidenziato da Coase nel 1937, sarebbero incentivate ad allocare le risorse autoritativamente. Come sottolineato nel precedente paragrafo, però, i costi di transazione maggiormente rilevanti sono quelli legati a condotte opportunistiche dei soggetti agenti durante la fase di esecuzione del contratto. Ebbene, nel mercato dei prodotti finali la pluralità di potenziali contraenti riduce, se non elimina del tutto, la possibilità di tali condotte. I consumatori non possono, mediante loro comportamenti strategici, espropriare i produttori di una parte dell'utilità che essi conseguono dalla transazione, poiché quest'ultimi possono sempre instaurare la medesima relazione con una differente controparte. L'elevato numero dei potenziali contraenti, per contro, aumenta ipotetici costi di organizzazione dell'impresa. L'allocazione delle risorse mediante una pianificazione dell'attività economica può realizzarsi solamente se si conoscono le preferenze degli individui. Mentre nel mercato dei prodotti finali sono i medesimi soggetti che decidono cosa e quanto acquistare, in una economia pianificata, quale può essere lo Stato o l'impresa, maggiore è il numero degli agenti economici potenzialmente coinvolti nel processo di allocazione delle risorse, maggiori sono le informazioni necessarie per pianificare la medesima attività economica¹⁵.

Vi è dunque un fallimento del mercato, poiché il meccanismo dei prezzi non riflette la scarsa qualità del bene e non è in grado di prevenire inefficienti prestazioni da parte dell'imprenditore; al contempo, però, non è possibile organizzare la medesima transazione all'interno di una istituzione di non mercato. L'intuizione di Hirschman, quindi, è quella di introdurre una tutela di non mercato che opera all'interno del mercato: la *voice*. La *voice*, infatti, viene definita come un'azione collettiva dei consumatori, i quali coordinano i loro sforzi al fine di indurre il produttore a modificare il proprio comportamento. La *voice* è una tutela politica poiché il suo funzionamento postula una diretta interazione tra la pluralità delle parti, mentre nel mercato l'allocazione delle risorse e la definizione degli accordi negoziali si determinano solitamente in virtù di una pluralità di scambi

¹⁵ Tale assunto è ricorrente nel pensiero della cosiddetta Scuola Austriaca. Cfr. HAYEK, *Collectivist Economic Planning*, Londra, 1955.

anonimi. Ciò nonostante, la possibilità di far ricorso a meccanismi di *voice* non modifica la natura giuridica delle relazioni poste in essere, atteso che l'allocazione delle risorse viene sempre realizzata mediante la stipula di una pluralità di contratti sinallagmatici che definiscono e compongono *ex ante* le conflittuali pretese delle parti.

Le nozioni di *voice* ed *exit*, così come elaborate da Hirschman, hanno avuto un'influenza decisiva nella letteratura giuseconomica, non soltanto per i diversi e molteplici ambiti in cui tale dicotomia è stata adoperata, ma anche e soprattutto per le implicazioni teoriche ad essa sottese. Hirschman, infatti, è stato uno dei primi Autori a rilevare in una scienza mercato-centrica, quale è l'analisi economia, l'esistenza di meccanismi di non mercato che regolano le relazioni umane. Williamson, nell'evidenziare analogie e differenze intercorrenti tra il pensiero di Hirschman e le tesi degli Economisti Neo Istituzionalisti non ha mancato di sottolineare come¹⁴: «Both EVL (Exit Voice and Loyalty) and MH (Markets and Hierarchies) introduce extra-economic factors that do not ordinarily appear in conventional analysis. This does not imply that efficiency considerations are suppressed; rather a broad definition of efficiency is favored in which it is acknowledged that extraeconomic factors matter and by noting that alternative modes of organization affect these differently.»

Ovviamente, la presenza della *voice* influenza il ruolo che l'*exit* in concreto assume. Il meccanismo di *voice* ha sempre elevati costi, in quanto necessita che gli acquirenti coordinino i propri sforzi per instaurare un dialogo con il venditore. Il ricorso al meccanismo di *exit*, per contro, non determina alcun costo per i consumatori, i quali si limitano a concludere un medesimo contratto con una differente controparte. Ciò nonostante, evidenzia Hirschman, vi possono essere delle barriere che limitano i meccanismi di *exit*: si pensi ad esempio alla necessità per il consumatore di pagare una penale per recedere da un contratto di lungo termine con la controparte; o ancora si pensi ai costi di informazione e di negoziazione che le parti devono

¹⁴ Cfr. WILLIAMSON, *The Economics of Internal Organization: Exit and Voice in Relation to Markets and Hierarchies*, in *The American Economic Review*, 1976, vol. 66, 370.

sostenere prima di addivenire alla stipula del contratto. Secondo Hirschman, la presenza di tali barriere paradossalmente può aumentare la disponibilità delle parti a sostenere i diversi costi di *voice*. Se i consumatori infatti non hanno la disponibilità immediata di una *outside options* sono maggiormente propensi ad instaurare un dialogo con il produttore, al fine di ottenere un bene qualitativamente superiore. Come evidenziato da Williamson, quindi, «(t)his challenges the usual economic presumption that more degrees of freedom are always to be preferred to fewer»¹⁵.

4. Meccanismi di mercato in istituzioni di non mercato

Se si analizza il ruolo dei meccanismi di *exit* in un modello di *corporate governance market-oriented* risulta alquanto complesso declinare in tale ambito le tesi dottrinarie elaborate nella letteratura economica Neo Istituzionalista. Secondo i tradizionali assunti della teoria dell'impresa è efficiente che il diritto di proprietà sia allocato in capo a coloro che compiono gli investimenti connotati da un maggior grado di specificità. Se è vero che nell'impresa individuale vi è un soggetto, l'imprenditore, che predispone un complesso di beni organizzati per l'esercizio dell'attività economica, l'individuazione del proprietario in una società, le cui azioni sono negoziate in un mercato dei capitali, appare un'operazione ardua e non priva di molteplici profili di criticità. La società, difatti, è un autonomo soggetto di diritto, titolare di un proprio patrimonio distinto rispetto al patrimonio degli azionisti¹⁶. Ciò nonostante la società ha una funzione

¹⁵ Cfr. WILLIAMSON, *The Economics of Internal Organization: Exit and Voice in Relation to Markets and Hierarchies*, cit., 372.

¹⁶ In letteratura è stata fortemente criticata la riproposizione del concetto di proprietà in relazione al diritto societario. Cfr. STOUT, *Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, in *Southern California Law Review*, 2002, vol. 75, 1191, secondo cui «A lawyer would know that the shareholders do not, in fact, own the corporation. Rather, they own a type of corporate security commonly called "stock." As owners of stock, shareholders' rights are quite limited. For example, stockholders do not have the right to exercise control over the corporation's assets. The corporation's board of director's holds that right. Similarly, shareholders do not have any right to help themselves to the firm's earnings; the only time they can receive any payment directly from the corporation's coffers is when they receive a dividend, which occurs only when

strumentale rispetto alla realizzazione degli interessi dei soci; chi intende costituire una società infatti non vuole creare un ente che operi al di fuori di sé, bensì un ente che operi per il perseguimento di un proprio fine. Se si definisce il diritto di proprietà in senso a-tecnico come un complesso di diritti residuali sia amministrativi che patrimoniali, appare evidente come l'azionista, oltre ad essere *residual claimant*, abbia il *residual right to control* sugli *assets* della società. Nella letteratura giuseconomica, quindi, non soltanto si è soliti individuare gli azionisti quali soggetti proprietari, ma si rileva, inoltre, come il fine unico di una società in un modello di *corporate governance market-oriented* sia quello di massimizzare il valore del titolo azionario negoziato in un mercato regolamentato¹⁷.

Ciò nonostante, se si considerano i risultati evidenziati dal modello GHM, vi è un'indubbia discrepanza tra le caratteristiche del soggetto proprietario ivi descritte e le caratteristiche degli azionisti all'interno della società quotata: in primo luogo, infatti, il proprietario dovrebbe essere colui che compie investimenti specifici e subisce un effetto *lock-in*. Nella società quotata, per contro, non soltanto l'azionista non acquista alcuna specifica competenza relativa alle politiche industriali adottate dalla società, ma può inoltre disinvestire la propria partecipazione, recuperando il valore del suo investimento. Nel modello GHM, poi, il potere dovrebbe essere l'elemento caratterizzante il diritto di proprietà. Nelle *public company*, invece, in presenza di una frammentazione della base azionaria, i soci, seppure in astratto titolari del diritto di voto in sede assembleare, sono soggetti che non hanno interesse alcuno ad esercitare le proprie prerogative all'interno della compagine sociale. In altri termini, ad una situazione di unificazione tra proprietà e controllo caratterizzante il modello GHM si contrappone una situazione di

the directors decide to declare one. As a legal matter, shareholders accordingly enjoy neither direct control over the firm's assets nor direct access to them. Any influence they may have on the firm is indirect, through their influence on the board of directors».

¹⁷ Per una critica del concetto di *shareholders value* cfr. STOUT, *Bad and Not-So-Bad Arguments For Shareholder Primacy*, cit., 1189.

frammentazione della base azionaria bilanciata da un accentramento del potere nelle mani del *management*¹⁸.

Ciò non vuol dire che l'approccio Neo Istituzionalista sia superfluo o irrilevante nel descrivere le peculiarità del modello di *corporate governance* caratterizzante le società quotate¹⁹. Nella letteratura statunitense si è infatti evidenziato come sia proprio il fallimento del mercato dovuto all'esistenza di elevati costi di transazione, a giustificare la separazione tra proprietà e controllo. Nell'ipotesi in cui un imprenditore individuale non disponesse delle risorse finanziarie necessarie per predisporre un complesso aziendale idoneo allo svolgimento dell'attività di impresa, sarebbe per lui possibile prendere in prestito tutto il capitale di cui egli ha bisogno mediante indebitamento. In un contesto di informazioni asimmetriche, però, i proprietari potrebbero porre in essere comportamenti opportunistici appropriandosi di una consistente quota di capitale di debito. I finanziatori, al fine di evitare tali condotte, non possono chiedere indietro i propri finanziamenti, in quanto solitamente i prestiti avvengono a lungo termine; né possono agire contro il patrimonio dell'imprenditore, poiché il capitale viene investito in beni utilizzabili solo in quella organizzazione²⁰.

¹⁸ Cfr. HART, *Firms Contracts and Financial Structure*, cit., 126, secondo cui in una *public company* il nesso logico intercorrente tra allocazione del potere e protezione degli investimenti specifici perde significato. L'autore evidenzia come «in the case of a public company the issue of allocating control rights to managers in order to give them a chance to enjoy private benefits may not be of primary importance. Also, it may not be necessary to give managers control rights in order to motivate them to undertake relationship-specific investments, or to be innovative or inventive, given that many of the actions of the managers of a large company are relatively routine. Rather, the crucial issue may be how the company's investors can design financial structure so as to limit management's ability to pursue its own goals at the expense of investors».

¹⁹ In tal senso lo stesso Hart evidenzia come «(e)ven though there are important differences between the owner-managed and large company cases, the main insights of the property rights approach continue to be relevant. It is still useful to think of a large company as consisting of nonhuman assets. It is also helpful to analyse a merger in terms of a change in residual control rights. Prior to a merger, some residual control rights are delegated to the board of the acquiring company and some to the board of the company that is to be acquired; after the merger, all the residual control rights are delegated (in the first instance) to the board of the acquiring company». Cfr. HART, *Firms Contracts and Financial Structure*, cit., 62.

²⁰ Cfr. HANSMAN, *La proprietà dell'impresa*, Bologna, 2005, 74-75, secondo il quale «il metodo più diretto è quello di attribuirsi dividendi e salari eccessivi,

L'attribuzione della proprietà agli investitori, per contro, determina minori costi connessi all'assunzione del rischio, poiché essi possono diversificare maggiormente i propri investimenti²¹. Si realizza così una situazione di eterogeneità della base azionaria, in cui taluni soci sono effettivamente interessati alla conduzione dell'attività di impresa, mentre per gli altri azionisti l'unico fine è il soddisfacimento delle proprie pretese finanziarie. In tale ultima ipotesi il socio è esclusivamente un investitore, ossia un agente economico che vende la propria disponibilità a subire il rischio di impresa, in cambio della massimizzazione del valore del titolo azionario.

L'approccio concettuale di Hirschman può fornire adeguati strumenti interpretativi per una corretta analisi della tutela che gli azionisti investitori debbono ricevere all'interno di una società quotata. Il fine della *corporate governance* non può essere rinvenuto esclusivamente nell'allocazione efficiente del potere all'interno della compagine sociale, ma anche nella predisposizione di adeguate salvaguardie a vantaggio delle *constituencies* che a tale potere sono soggette²². L'azionista investitore subisce passivamente le scelte compiute dagli

ovvero di porre in essere altre transazioni lucrative in conflitto di interessi, stornando fondi che l'impresa potrebbe aver trattenuto allo scopo di garantire la restituzione del prestito». Ciò nonostante, «uno strumento meno diretto per giungere al medesimo risultato, per i proprietari, consiste nell'investire i fondi raccolti dall'impresa in progetti altamente rischiosi che, in caso di successo garantiscono elevati rendimenti ma che presentano anche notevoli rischi di fallimenti. Qualora i progetti vadano a buon fine, i proprietari otterranno un ritorno economico superiore alla somma dovuta a coloro che hanno fornito il capitale; qualora, diversamente, i progetti falliscano e l'impresa venga sottoposta ad una procedura fallimentare, la perdita ricadrà principalmente su quest'ultimi».

²¹ Cfr. HANSMAN, *La proprietà dell'impresa*, cit., 78.

²² Il concetto di *corporate governance* viene definito da GILLAN-STARKS, *A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence*, in *Contemporary Finance Digest*, 1998, vol. 3, 10-34, come «the system of laws, rules, and factors that control operations at a company».

La *corporate governance* può essere considerata come un complesso di norme e di regole, sia formali che informali, volte ad incentivare e a proteggere il valore degli investimenti degli *stakeholders* all'interno della compagine sociale. In tal senso, cfr. HANSMANN-HERTIG-HOPT-KANDA-ROCK-KRAAKMAN-DAVIES, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2004. In un'ottica Neo Istituzionalista cfr. BLAIR-STOUT, *Director Accountability and the Mediating Role of the Corporate Board*, in *Washington University Law Quarterly*, 2001, vol. 79, 403-447.

amministratori o dagli azionisti di maggioranza; conferisce i propri capitali, quindi, solamente se può ricorrere a tutele di mercato, il disinvestimento della partecipazione azionaria, o a tutele di non mercato, l'esercizio del diritto di voto in sede assembleare. Deludenti rendimenti della società, infatti, riducono il prezzo del titolo azionario, rendendo probabile la rimozione dell'organo amministrativo mediante scalate ostili o delibere assembleari.

Se non vi fosse alcuna distinzione tra le relazioni intercorrente tra società e azionisti e le relazioni intercorrenti tra società e consumatori, si potrebbe ritenere, in coerenza con la tesi sostenuta da Hirschman, che la combinazione tra *voice* ed *exit* garantisca in ogni caso un'adeguata tutela delle prerogative del socio. Nell'ipotesi in cui il prezzo del titolo non rifletta fedelmente le prospettive reddituali della società, gli azionisti di minoranza dovrebbero instaurare un dialogo diretto con il *management* per correggere le eventuali inefficienze del processo decisionale. A ben vedere, però, nel modello di *public company* statunitense, i soci hanno sempre avuto la disponibilità di una *outside option*, ma non hanno mai potuto in concreto esercitare la propria *voice*²³, non soltanto per i ben noti problemi delle scelte collettive, ma anche e soprattutto per la legislazione adottata che ha a lungo scoraggiato forme di attivismo da parte degli azionisti²⁴. Allo stesso modo, in differenti ordinamenti giuridici europei, è stata sì riconosciuta una pregnante tutela delle prerogative e dei diritti amministrativi dei soci, ma il mercato azionario illiquido ed inefficiente non ha garantito loro una piena disponibilità dell'*outside option*. Si dovrebbe ritenere allora che né il modello di *public company* statunitense né i diversi sistemi di capitalismo europeo tutelano in maniera

²³ Recentemente poi si sono verificate anche all'interno delle *public companies* statunitensi forme di attivismo di investitori istituzionali i cui risultati, però, come si evidenzierà in seguito, sono stati alquanto ambigui. A tal proposito cfr. GILLAN- STARKS, *Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective*, in *Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper No. 2005-01*, disponibile presso la pagina telematica <http://ssrn.com/abstract=439500>.

²⁴ Cfr. SANTELLA-BAFFI-DRAGO-LATTUCA, *A Comparative Analysis of the Legal Obstacles to Institutional Investor Activism in Europe and in the US*, 2009, disponibile presso la pagina telematica <http://ssrn.com/abstract=1137491>.

efficiente gli interessi dei proprietari. Ovviamente una tale conclusione è senz'altro aprioristica in quanto dà per dimostrato proprio ciò che invece occorre dimostrare, ossia che la dicotomia *voice* ed *exit* possa essere riproposta in maniera acritica in un contesto di *corporate governance*.

In coerenza con le premesse del presente articolo, si ritiene possibile comprendere la differenza intercorrente tra mercato dei prodotti finali ed un meccanismo di mercato che opera all'interno di una istituzione di non mercato solamente se si pone l'*exit* in relazione ai concetti in precedenza esposti di investimenti specifici ed incompletezza contrattuale. A tal fine può essere utile esaminare un caso simmetrico rispetto a quello prospettato da Hirschman. L'Autore, infatti, nel descrivere i meccanismi di *voice*, aveva considerato una situazione in cui in presenza di un fallimento del mercato non è possibile realizzare le medesime transazioni all'interno dell'impresa. Per converso, si può ora ipotizzare che l'imperfetto processo di allocazione delle risorse all'interno dell'impresa non sia bilanciato dalla presenza di un efficiente mercato dei prodotti finali. Preliminarmente, è opportuno esaminare una tale ipotesi facendo riferimento in senso a-tecnico esclusivamente ai soggetti proprietari ed ai soggetti non proprietari, non focalizzando sin da subito l'attenzione sul modello di governo societario della *public company*: tale scelta è coerente con l'approccio funzionale adottato nel presente articolo, in virtù del quale si cerca di individuare in astratto la funzione che l'*exit* assolve all'interno di una istituzione di non mercato, cercando di prescindere il più possibile dalle peculiari caratteristiche dell'ordinamento societario in concreto esaminato²⁵.

In particolare, si possono analizzare due distinte ipotesi. In primo luogo, l'attività di impresa può essere un'attività eccessivamente rischiosa: un imprenditore, pur esercitando correttamente ed in maniera efficiente il proprio potere, potrebbe risultare soccombente nel giuoco concorrenziale per fattori

²⁵ La distinzione tra soggetti proprietari e soggetti non proprietari, oltre, ad essere esaminata nel modello GHM, è stata anche riproposta da Rajan e Zingales per definire l'accesso all'*asset* come una fonte di potere all'interno delle istituzioni di non mercato. Cfr. RAJAN-ZINGALES, *Power in a Theory of the Firm*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1998, 387-432.

indipendenti alla sua condotta²⁶. In secondo luogo, si può ipotizzare una situazione in cui il mercato dei prodotti finali è un mercato monopolistico o oligopolistico²⁷. L'imprenditore potrebbe, quindi, porre in essere comportamenti opportunistici, appropriandosi del valore degli investimenti delle altre *constituencies* e fornendo prestazioni inefficienti ai consumatori; ciò nonostante in assenza di un efficiente mercato dei prodotti finali, potrebbe non essere espulso dalle dinamiche concorrenziali.

È possibile esaminare la prima ipotesi prospettata. Come in precedenza evidenziato, lo svolgimento di attività di impresa necessita di investimenti specifici; la specificità degli investimenti, a sua volta, riduce la possibilità di ricorrere ai meccanismi di *exit*. Il proprietario, potendo impiegare i propri *assets* in diversi modi, in presenza di un'attività di impresa altamente rischiosa, non sarebbe disposto a compiere investimenti specifici, al fine di preservare la disponibilità dell'*outside options*. Il non proprietario, per contro, aumenta la propria produttività solamente se ha accesso agli *assets*; se ciò non avviene, egli non può acquisire capacità inerenti la peculiare attività di impresa e può svolgere solamente mansioni dequalificati. Secondo Rajan e Zingales, in tale contesto il proprietario preferisce non esercitare i propri poteri, demandando al non proprietario il compimento di investimenti specifici in capitale umano. Gli Autori, dunque, individuano un'ulteriore fonte del potere, l'accesso all'*asset* specifico, distinta rispetto alla proprietà dell'impresa²⁸. Essi evidenziano, infatti, come «The agent who is given privileged access to the resource

²⁶ La correlazione tra esogeneità del rischio dell'attività di impresa e struttura proprietaria viene evidenziata da IACOBUCCI-TRANTIS, *Economic and Legal Boundaries of Firms*, disponibile presso la pagina telematica http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=903328&download=yes, secondo cui «larger the risk associated with an investment in an asset, the less likely there is to be a controlling shareholder of the corporation that owns the asset»; ciò in quanto «controlling shareholders are more likely to be undiversified than other investors given the relatively large stake that they have in the corporation».

²⁷ Il legame intercorrente tra mercato dei prodotti finali ed i poteri dei proprietari è stato esaminato da ROE, *The Shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization*, 2001, disponibile presso la pagina telematica http://lsr.nellco.org/harvard_olin/33.

²⁸ Cfr. RAJAN- ZINGALES, *Power in a Theory of the Firm*, cit., 390.

gets no new residual rights of control. All she gets is the opportunity to specialize her human capital to the resource and make herself valuable. When combined with her pre-existing residual right to withdraw her human capital, access gives her the ability to create a critical resource that she controls: her specialized human capital. Control over this critical resource is a source of power (as, more generally, is control over any critical resource). Since the amount of surplus that she gets from this power is often more contingent on her making the right specific investment than the surplus that comes from ownership, access can be a better mechanism to provide incentives than ownership».

Il non proprietario acquista così un maggior potere contrattuale, in quanto diviene insostituibile all'interno del processo produttivo e può ottenere nella divisione del *surplus* maggiori guadagni.

In tale ottica si può ora considerare la seconda ipotesi in precedenza evidenziata, ossia la situazione in cui il potere all'interno dell'impresa non venga limitato dalla presenza di un mercato dei prodotti finali perfettamente concorrenziale. Anche in tal caso la separazione tra proprietà e controllo può assurgere a limite indiretto al potere esercitato dal non proprietario. Si può assumere, difatti, che il proprietario non abbia le necessarie conoscenze per correggere le inefficienze e l'opportunismo del *management*. Ciò nonostante, egli accetta di rimanere estraneo alla conduzione dell'attività di impresa solamente se in presenza di ipotesi patologiche può recuperare, mediante i meccanismi di *exit*, il valore del proprio investimento generico, alienando i propri *assets* o destinandoli ad un diverso impiego. In entrambi le ipotesi, il non proprietario non potrebbe continuare a svolgere le mansioni specifiche in relazione alle quali ha acquisito conoscenze. Per tale motivo egli è disincentivato ad assumere comportamenti opportunistici che riducono le prospettive reddituali dell'impresa.

Le argomentazioni sin qui svolte consentono di evidenziare le differenze intercorrenti tra mercato dei prodotti finali e mercato della proprietà dell'impresa: nel mercato dei prodotti finali, infatti, il regolamento contrattuale definisce *ex ante* i diritti e gli obblighi dei contraenti. Nel mercato della proprietà dell'impresa, per contro, oggetto dell'accordo tra le parti, non è un diritto o un obbligo su un determinato bene, bensì un complesso di poteri e

prerogative più o meno effettivi che il proprietario può esercitare all'interno dell'istituzione di non mercato. Nell'ipotesi di coincidenza tra proprietà e controllo, quindi, al potere del soggetto proprietario corrisponde una situazione di soggezione del non proprietario; per converso, in una situazione di separazione tra proprietà e controllo, il non proprietario, oltre ad essere immune dal potere del proprietario, acquista un autonomo e non delegato potere derivante dall'accesso all'*asset* specifico.

Vi è poi una seconda rilevante differenza. Se nel mercato dei prodotti finali *voice* ed *exit* sono sempre delle tutele per i consumatori, all'interno di una istituzione di non mercato tali meccanismi presentano caratteristiche polivalenti: possono essere considerati delle salvaguardie per i proprietari se il loro utilizzo incide sul modello di governo dell'impresa in ipotesi patologiche. Il ricorso ai meccanismi di *voice* ed *exit* anche in ipotesi fisiologiche, per contro, influenza direttamente la relazione intercorrente tra ottimale allocazione del potere e tutela degli investimenti specifici. Nell'impresa, infatti, l'allocazione delle risorse mediante un meccanismo di non mercato rappresenta il consueto paradigma mediante il quale si realizzano le transazioni. La *voice* del proprietario altro non è che l'esercizio di un potere che coesiste con il potere del non proprietario derivante dall'accesso all'*asset* specifico. La combinazione tra *voice* ed *exit* per il proprietario postula quindi l'esercizio di un potere in assenza di un effetto *lock-in*. L'effettività di tale potere riduce l'autonomia e, di conseguenza, gli incentivi dei non proprietari a compiere investimenti specifici nel lungo periodo. Il proprietario, chiamato a risolvere *ex post* l'incompletezza contrattuale, se ha anche la disponibilità dell'*outside option*, infatti, può espropriare la controparte della propria quota di *surplus*. Si ha quindi un equilibrio Pareto inefficiente, in quanto né il proprietario né il non proprietario hanno incentivi a compiere investimenti specifici: il primo per preservare il valore della propria *outside option*, il secondo nel timore di un comportamento opportunistico della controparte.

Tale situazione, inoltre, rappresenta un equilibrio Pareto inferiore rispetto a quello descritto dal modello GHM, in cui solamente il proprietario compie investimenti specifici. La giustificazione di ciò deve essere rinvenuta proprio negli assunti su cui il modello GHM si fonda: vi deve essere un nesso

indissolubile tra potere decisionale, non disponibilità di *outside option* ed investimenti specifici. L'allocazione del potere, difatti, deve proteggere la parte i cui investimenti sono specifici dalla minaccia di *hold up* perpetrata a suo danno dalla controparte. Appare evidente, per contro, come si ottenga un livello sub ottimale di investimenti nell'ipotesi in cui il potere venga attribuito alla parte il cui unico interesse è quello di preservare il valore della propria *outside option*.

5. Disponibilità dell'*outside option* e comportamenti opportunistici degli azionisti nelle società quotate

Il rapporto intercorrente tra potere dei proprietari e potere dei non proprietari può essere ora evidenziato nel modello di governo societario della *public company* statunitense. Diverse sono state in letteratura le giustificazioni addotte al processo di separazione tra proprietà e controllo²⁹. Ai fini del presente articolo, però, tale fenomeno verrà esaminata alla luce del concetto di complementarità tra mercato ed impresa. Si è evidenziato, difatti, come storicamente il modello di *public company* sia sorto proprio in concomitanza con la fine della concorrenza nei mercati dei prodotti finali³⁰. L'elevato grado di tecnologia impiegata nei processi di produzione fordistica, oltre a favorire il sorgere di monopoli ed oligopoli, ha reso necessario il compimento di investimenti altamente rischiosi nell'attività di impresa. Negli Stati Uniti gli azionisti hanno diversificato le proprie partecipazioni, al fine di poter disinvestire i titoli azionari in presenza di rendimenti insoddisfacenti. In un contesto di frammentazione della proprietà azionaria, il potere è esercitato dagli amministratori, i quali acquisiscono all'esterno le conoscenze necessarie e le calano quindi all'interno del processo produttivo, individuando le mansioni che i lavoratori in concreto devono svolgere³¹. Ciò nonostante il potere del *management* non è assoluto poiché limitato proprio dall'esistenza del mercato

²⁹ *Ex multis* Cfr. ROE, *Political Preconditions To Separating Ownership from Corporate Control*, in *Stanford Law Review*, 2000, vol. 53, 539 ss.

³⁰ Cfr. O'KELLEY, *The Entrepreneur and the Theory of the Modern Corporation*, in *Journal of Corporation Law*, 2006, vol. 31, 756-777.

³¹ A tal riguardo cfr. ROE, *A political theory of American corporate governance*, in *Columbia Law Review*, 1991, vol. 91, 10-67.

azionario: come evidenziato da Williamson³², «(t)he argument here is that, where competition in the product market is weak or lacking, capital market competition for managerial control over corporate assets has an important role to play. The hierarchical transformation of firms from traditional, functionally organized entities to divisionalized structures permits an internal resource allocation competition to be set up which facilitates the assignment of capital to high yield purposes».

Il mercato azionario sopperisce quindi alla mancanza di un mercato dei prodotti finali competitivo ed efficiente, divenendo un limite esterno ad eventuali comportamenti opportunistici del *management*. I meccanismi di *exit*, pertanto, rappresentano una tutela per gli azionisti fintantoché sia riconosciuta l'autonomia degli altri *stakeholders* in presenza di risultati soddisfacenti dell'attività di impresa. L'acquisizione del controllo da parte di un soggetto terzo è un'ipotesi eccezionale che si realizza in tale contesto solamente in presenza di un eccessivo deprezzamento del valore del titolo azionario. Allo stesso modo, nell'ipotesi in cui l'effettività dei diritti amministrativi degli azionisti di minoranza non incida direttamente sull'allocazione del potere all'interno della compagine sociale, i meccanismi di *voice* possono considerarsi come una tutela di non mercato fungibile all'*exit*.

Per converso, si può ora assumere che l'esercizio dei meccanismi di *voice* ed *exit* alteri la struttura proprietaria o quantomeno interferisca in maniera incisiva sull'esercizio del potere da parte dell'organo amministrativo in situazioni non patologiche. Ciò si è verificato nell'ultimo ventennio del secolo scorso e nei primi anni del nuovo secolo. Prima di allora, infatti, gli azionisti delle *public companies* non erano soliti esercitare i propri diritti di voto, né le scalate ostili erano frequenti nella prassi. L'estraneità dei proprietari dalle decisioni di politica industriale ha determinato una sostanziale convergenza degli interessi degli amministratori con quelli dei lavoratori. Il *management* in tale contesto è stato propenso a favorire la stabilità delle politiche occupazionali e ad aumentare le dimensioni dell'impresa a tal punto da incorrere in situazioni di

³² Cfr. WILLIAMSON, *The Economics of Internal Organization: Exit and Voice in Relation to Markets and Hierarchies*, cit., 375.

eccesso di capacità produttiva³³. Si sono rese così necessarie operazioni di ristrutturazione aziendale. Negli anni ottanta quindi il ricorso a scalate ostili è stato consistente ed ha coinvolto più della metà delle *corporations* statunitensi. Tuttavia le operazioni di *takeover*, pur favorendo in taluni casi una efficiente allocazione del controllo³⁴, hanno accentuato il problema delle scelte collettive per gli azionisti³⁵ e soprattutto hanno determinato effetti negativi in capo agli amministratori e ai lavoratori. Se le possibilità di scalate ostili sono concrete, infatti, non vi è alcuna garanzia che, a seguito di una diversa allocazione del controllo, il nuovo soggetto proprietario si astenga dall'espropriare o dal disperdere la quota di *surplus* loro spettante. Diminuisce così la propensione degli amministratori e dei lavoratori ad acquisire conoscenze e competenze inerenti

³³ Per una disamina delle ragioni che hanno determinato la cosiddetta stagione dei *takeovers* negli anni ottanta, cfr. JENSEN, *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*, in *The Journal of Finance*, 1993, 847, secondo cui «(i)n industry after industry with excess capacity, managers fail to recognize that they themselves must downsize; instead they leave the exit to others while they continue to invest. When all managers behave this way, exit is significantly delayed at substantial cost of real resources to society».

³⁴ Il merito di aver individuato il rapporto intercorrente tra mercato del controllo societario e l'efficiente allocazione del potere all'interno della compagine sociale è di MANNE, *Mergers and the Market for Corporate Control*, in *Journal of Political Economy*, 1965, vol. 73, 110-120.

³⁵ Nell'ipotesi in cui il valore atteso del titolo azionario in futuro, durante l'operato del nuovo *management*, sia superiore al valore attuale del titolo medesimo, ciascun azionista tende a non vendere le proprie azioni sperando comunque che gli altri azionisti accettino l'offerta. Poiché tale comportamento è razionale, l'offerta potrebbe non essere accettata, pur essendo astrattamente idonea a migliorare l'operato della società. Nella prassi però può verificarsi anche un fenomeno opposto, in cui l'azionista è portato ad accettare offerte il cui ammontare sia inferiore al valore attuale del titolo ma in ogni caso superiore al valore che il medesimo titolo acquisterebbe nell'ipotesi in cui il *management* fosse sostituito a seguito della scalata ostile. In tal caso sarebbe efficiente per gli azionisti non vendere i propri titoli; ciò nonostante, nel timore che gli altri azionisti vendano le proprie azioni, ciascun socio potrebbe aderire all'offerta di acquisto.

A tal proposito cfr. GROSSMAN-HART, *Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation*, in *Bell journal of economics*, 1980, 42 ss.; cfr. GOSHEN, *Voting (insincerely) in Corporate Law*, in *Theoretical Inquiries in Law*, 2001, 815 ss.

l'attività di impresa nel lungo periodo³⁶. La tutela delle rendite, ingenerate dal compimento di investimenti specifici in capitale umano, è stata quindi la principale motivazione addotta per giustificare l'introduzione di tecniche difensive, tali da rendere maggiormente costosa l'acquisizione del controllo della società³⁷.

Negli anni novanta, fino alla recente crisi finanziaria, la conflittualità tra capitale e lavoro, lungi dal trovare una spontanea composizione, si è maggiormente accentuata. La convergenza tra interessi degli amministratori ed interessi degli azionisti è stata realizzata, però, non più pel tramite di scalate ostili, bensì mediante nuove tecniche di remunerazione del *management*, fortemente correlate al valore del titolo azionario³⁸, e principalmente mediante il potenziamento dei meccanismi di *voice* degli azionisti. Il processo di globalizzazione economica ha permesso una sempre maggiore libertà di circolazione dei capitali. Si è determinata così una concorrenza virtuosa tra ordinamenti giuridici nel predisporre regole di governo societario maggiormente efficienti ed attraenti per gli investitori: si è ritenuto, in altri termini, che gli azionisti sono disposti a conferire i propri capitali solamente se possono esercitare in maniera effettiva i propri diritti amministrativi, riducendo così i costi che discendono dal rapporto di agenzia intercorrente tra essi ed il *management*³⁹. Se il mercato azionario fallisce nel limitare un cattivo esercizio del potere, non soltanto una tutela delle prerogative proprietarie tramite i meccanismi di *voice* è opportuna, ma diviene anche una condizione propedeutica per

³⁶ Cfr. BERGLÖF- BURKART, *European Takeover Regulation*, in *Economic Policy*, 2003, 171-213.

³⁷ In generale cfr. SHLEIFER-SUMMERS, *Breach of trust in hostile takeovers*, NBER Working Paper No. 2342, 1989, disponibile presso la pagina telematica <http://www.nber.org/papers/w2342.pdf>. Per una generale disamina delle tecniche difensive (come ad esempio le *poison pills* o le diverse deroghe alla *passivity rule*) cfr. VENTORUZZO, *Takeover Regulation as a Wolf in Sheep's Clothing: Taking Armour & Skeel's Thesis to Continental Europe*, 2008, disponibile presso la pagina telematica http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1084429; nonché cfr. ENRIQUES, *European Takeover Law: The Case for a Neutral Approach*, 2009, disponibile presso la pagina telematica <http://ssrn.com/abstract=1523307>.

³⁸ Cfr. HOLMSTROM- KAPLAN, *The State of U.S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 2003, 8-20.

³⁹ Cfr. WINTER, *Cross-Border Voting in Europe*, 2000, disponibile presso la pagina telematica http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=249625.

rafforzare la liquidità e l'efficienza del mercato azionario medesimo.

In tale contesto, i nuovi interpreti dell'attivismo societario sono stati non i singoli azionisti risparmiatori, bensì gli investitori istituzionali⁴⁰, ossia intermediari che gestiscono professionalmente l'altrui risparmio. Tali soggetti non hanno assunto il controllo diretto della società; ciò nonostante, essi sono stati in grado di coordinare i propri sforzi per indurre il *management* a compiere decisioni da loro ritenute particolarmente significative. Le scelte adottate non sempre sono state omogenee: talvolta essi hanno effettivamente contribuito ad un miglioramento delle politiche industriali; in diverse circostanze, per contro, gli investitori istituzionali, specialmente gli *hedge funds*, non hanno mostrato alcun interesse alle prospettive reddituali dell'impresa nel lungo periodo, avendo come unico obiettivo la massimizzazione del valore del titolo azionario nel breve termine.

In letteratura le problematiche connesse a tali forme di attivismo sono state definite *short-termism*, intendendosi con tale termine l'eccessiva attenzione che gli investitori istituzionali impongono al *management* sui risultati di breve periodo della società anche e soprattutto mediante il ricorso ai meccanismi di *voice*. Secondo i tradizionali assunti della scienza giuseconomica, in tali circostanze il prezzo azionario dovrebbe riflettere immediatamente le future prospettive reddituali dell'impresa; poiché però ciò non sempre avviene, si ritiene che lo *short-termism* sia un fallimento del mercato. Ciò è indubbiamente vero. Tuttavia, in coerenza con le premesse del presente articolo, sembra più corretto definire siffatto fenomeno, la cui genesi va rinvenuta proprio nel cattivo esercizio del potere da parte degli azionisti e le cui conseguenze si riverberano direttamente sui delicati equilibri di *corporate governance*, come un fallimento di

⁴⁰ Si pensi ai fondi pensione o alle banche o ancora agli *hedge funds*. La letteratura che ha esaminato gli effetti dell'attivismo degli investitori istituzionali sui rendimenti della società è sterminata.

Ex multis cfr. BLACK, *Shareholder passivity re-examined*, in *Michigan Law Review*, 1990, vol. 89, 520 ss., nonché cfr. GILLAN- STARKS *Corporate Governance Proposals and Relationship Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors*, in *Journal of Financial Economics*, 2000, vol. 57, 275-305.

un meccanismo di mercato che però opera all'interno di un'istituzione di non mercato.

Lo *short-termism*, d'altro canto, è solo una delle possibili patologie connesse a forme di attivismo degli investitori istituzionali. La combinazione di meccanismi di *voice* ed *exit* altro non è che l'esercizio di un potere (i diritti amministrativi dei soci) in assenza di un *commitment* nella compagine sociale. La disponibilità di un'immediata *outside option* presuppone, infatti, la presenza di investimenti generici degli azionisti, poiché essi sono disposti a disinvestire la propria partecipazione solamente se il valore del proprio investimento all'interno della società è inferiore o uguale al valore dell'investimento nelle diverse alternative che il mercato offre. Il rafforzamento della *voice* in assenza di un impegno stabile e duraturo nella compagine sociale crea pertanto una situazione di interferenza tra potere del *management* e potere degli azionisti tale da rendere possibile, anche in una istituzione di non mercato, una minaccia di *hold up*⁴¹. Gli azionisti nel nuovo modello di *governance* non sono più estranei alla conduzione dell'attività di impresa; al contrario essi possono appropriarsi, mediante l'esercizio delle proprie prerogative sociali, della quasi rendita ingenerata dagli investimenti specifici degli altri *stakeholders*, che non dispongono di una immediata *outside option*. A nulla rileva che in tal modo il *surplus* potenziale della relazione si riduca, in quanto i soci possono, alienando le proprie partecipazioni, ottenere il capitale originariamente conferito per la sottoscrizione o l'acquisto delle azioni, trovando nel mercato eventuali opportunità di investimento maggiormente redditizie. Il rafforzamento della *voice*, quindi, può determinare un equilibrio istituzionale Pareto inefficiente in quanto tutela esclusivamente chi compie investimenti generici ed ha immediata disponibilità di una *outside option*, gli azionisti, non salvaguardando adeguatamente proprio i soggetti che compiono investimenti specifici in capitale umano⁴², ossia i lavoratori e gli amministratori.

⁴¹ Cfr. GELTER, *The Dark Side of Shareholder Influence: Toward a Hold up Theory of Stakeholders in Comparative Corporate Governance*, ECGI - Law Working Paper No. 096, 2008, disponibile presso la pagina telematica <http://ssrn.com/abstract=1106008>.

⁴² A tal proposito, si può citare il pensiero espresso da Müntefering, esponente di spicco del partito socialista tedesco, il quale ha paragonato gli

6. Prospettive di indagine

Nel presente articolo si è tentato di evidenziare come l'*exit* in una istituzione di non mercato possa essere considerata una tutela per i proprietari fintantoché questi restino estranei all'esercizio dell'attività di impresa. La combinazione tra *voice* ed *exit*, per contro, si risolve nell'esercizio di un potere in assenza di *commitment* e può determinare la minaccia di *hold up* anche in una istituzione di non mercato.

Recentemente la Commissione Europea, dopo aver ribadito nella comunicazione "*Towards a Single Market Act*" che «*It is of paramount importance that European businesses demonstrate the utmost responsibility not only towards their employees and shareholders but also towards society at large*», ha esaminato il problema dello *short-termism* nel Libro Verde sulla *corporate governance* del 2011, ponendo il seguente quesito: «Please point to any existing EU legal rules which, in your view, may contribute to inappropriate short-termism among investors and suggest how these rules could be changed to prevent such behaviour». L'individuazione di possibili rimedi giuridici a comportamenti opportunistici da parte degli azionisti è un attuale ed urgente tema di indagine la cui soluzione non potrà però prescindere da una complessa analisi del rapporto di complementarità tra mercato ed impresa caratterizzante l'equilibrio organizzativo delle società quotate. Le norme giuridiche e i modelli di *corporate governance*, infatti, non possono essere oggetto di un'astratta disamina, ma devono essere contestualizzati nel complesso di regole formali ed informali che governano una determinata relazione giuridica. Non vi è da stupirsi, quindi, di come proprio un approccio scientifico fortemente mercato-centrico come la L&E consenta di comprendere il funzionamento di meccanismi di mercato all'interno di istituzioni di non mercato; se è vero che non può

azionisti che esercitano un potere in assenza di *commitment* a delle locuste. Egli infatti ha evidenziato come «some financial investors spare no thought for the people whose jobs they destroy; they remain anonymous, have no face, fall like a plague of locusts over our companies, devour everything, and then fly on to the next one». Nell'immagine proposta da Müntefering vi è un'efficace descrizione del problema di *hold up*, in cui un soggetto che ha compiuto investimenti generici si appropria, facendo ricorso ai meccanismi di *exit*, della *quasi*-rendita conseguente agli investimenti specifici degli altri *stakeholders*.

esistere un mondo in cui gli individui non sono in alcun modo liberi di soddisfare le proprie esigenze mediante il meccanismo dei prezzi, parimenti non può esservi un mondo che funzioni solo ed esclusivamente mediante transazioni di mercato. Le istituzioni di mercato e di non mercato, quindi, non possono considerarsi come delle monadi che vivono di vita propria. Al contrario proprio la L&E consente di evidenziare come l'ambiguità e la contiguità tra ciò che è mercato e ciò che non lo è si riverberino sul ruolo che determinati istituti giuridici svolgono.

Bisogna dunque evitare un duplice errore metodologico in cui il giurista può incorrere, ossia quello di ritenere l'approccio L&E irrilevante se non addirittura fuorviante nell'esaminare la funzione e la struttura di una fattispecie giuridica, salvo poi accettare in maniera acritica presunti "dogmi" economici. A tal proposito non si può non notare come la volontà di rendere possibile per gli azionisti delle società quotate il contestuale ricorso sia ai meccanismi di *exit* che di *voice*, lungi dall'essere un'effimera suggestione proveniente dall'altra sponda dell'oceano, sia stato un concreto obiettivo di politica legislativa perseguito in maniera più o meno incisiva sia nel contesto europeo che nel contesto statunitense. La fede incondizionata nelle virtù curative del mercato si è tradotta nell'esigenza di rafforzare i diritti amministrativi degli azionisti posto che, come espressamente previsto dal III° Considerando della dir. 2007/36/CE, «*questi si riflettono nel prezzo corrisposto per l'acquisto delle azioni*».

Evidenziare i risultati che le scelte di politica legislativa determinano, quindi, è compito della scienza giuridica; ciò nonostante i rimedi proposti dovranno rifuggire da qualsiasi apriorismo, sia esso ideologico o dogmatico, e dovranno tener conto delle esigenze pratiche a cui essi sono chiamati a dare risposta. A distanza di ormai un secolo è necessario dare ascolto al sempre attuale monito del Vivante, secondo cui «(p)er colmare queste lacune e completare l'opera non vi è che un rimedio: studiare la pratica mercantile, dominata com'è da grandi leggi economiche, facendo del diritto una scienza di osservazione»⁴⁵.

⁴⁵ Cfr. VIVANTE, *Trattato di Diritto Commerciale*, vol. I, Torino, 1893, 66.