

UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI MILANO
FACOLTA' DI GIURISPRUDENZA
DOTTORATO IN SCIENZE GIURIDICHE – XXVIII CICLO
CURRICULUM DI DIRITTO COMMERCIALE

**Allocazione non proporzionale del diritto di voto e
massimizzazione del valore della società:
teoria e prassi delle *dual class shares* statunitensi**

Relatori

Chiar.mo Prof. Mario Stella Richter jr.

Chiar.mo Prof. Roberto Sacchi

Tesi di dottorato di Aurora Crucil

A.A. 2014-2015

INDICE

INTRODUZIONE.....	1
I. DETERMINANTI ED EFFETTI DI UNA STRUTTURA AZIONARIA <i>DUAL CLASS</i>	
1. Ambito della ricerca e quadro normativo di riferimento.....	5
1.1. Definizione di <i>dual class</i>	5
1.2. Le fonti di disciplina delle <i>dual class</i> negli Stati Uniti.....	6
2. I benefici privati del controllo nelle società ad azionariato concentrato.....	13
2.1. Natura e tipologia dei benefici privati del controllo.....	13
2.2. La relazione tra tutela degli azionisti di minoranza e benefici privati del controllo: ordinamenti di <i>civil law</i> e di <i>common law</i> a confronto.....	18
2.3. La relazione tra sistema sociale e benefici privati del controllo: il caso svedese.....	25
2.4. La relazione tra benefici privati del controllo e struttura azionaria: la tesi della <i>rent-protection</i>	29
3. I costi di agenzia nelle società ad azionariato diffuso	37
3.1. L'essenza del conflitto di agenzia tra amministratori e azionisti....	37
3.2. Tipologia dei costi (<i>stealing</i> e <i>shirking</i>) a carico degli azionisti non di controllo e incidenza sul valore della società.....	39
4. L'interazione tra benefici privati del controllo e costi di agenzia nelle società <i>dual class</i>	46
4.1. Gli effetti delle <i>dual class</i> sulla gestione.....	46
4.2. Gli effetti delle <i>dual class</i> sui trasferimenti del controllo.....	51

5.	L'evidenza empirica su diffusione e <i>performance</i> delle società <i>dual class</i> ..	57
6.	Le teorie sull'impiego delle <i>dual class</i> per isolare le società dalle inefficienze del mercato.....	68
6.1.	Sintesi dell'analisi effettuata e ulteriori profili d'indagine.....	68
6.2.	I presupposti dello <i>short-termism</i> dei mercati azionari.....	70
6.3.	Le ripercussioni negative sulla gestione degli emittenti e le ipotesi di soluzione.....	80
6.4.	Le critiche alle tesi sullo <i>short-termism</i> come problema di diritto societario.....	85
 II. LE <i>DUAL CLASS</i> NELLE SOCIETÀ EDITRICI QUOTATE		
7.	Osservazioni preliminari.....	93
8.	Il ruolo della stampa in una società democratica.....	95
9.	Il contenuto dell'integrità editoriale.....	99
9.1.	Verità.....	99
9.2.	Controllo del potere.....	103
9.3.	Selezione delle informazioni da rendere pubbliche.....	105
9.4.	Foro di dibattito.....	107
9.5.	Linea editoriale e orientamento politico.....	109
9.6.	Fiducia dei lettori.....	110
10.	Alcune caratteristiche del settore dei quotidiani.....	112
10.1.	Il fenomeno delle esternalità.....	112
10.2.	L'influenza della pubblicità.....	117
11.	La proprietà dei quotidiani negli Stati Uniti: un'indagine empirica.....	121
11.1.	L'evoluzione storica e lo stato corrente del settore.....	121

11.2.	The Wall Street Journal.....	127
11.2.1.	Le origini e il controllo della famiglia Bancroft.....	127
11.2.2.	L'acquisizione da parte di News Corp.....	131
11.2.3.	Il Journal sotto il controllo di NewsCorp.....	135
11.3.	The Washington Post.....	137
11.3.1.	Le origini e il controllo della famiglia Graham.....	137
11.3.2.	L'acquisizione da parte di Jeffrey Bezos.....	138
11.4.	The New York Times.....	139
11.4.1.	Le origini e il controllo della famiglia Sulzberger.....	139
11.4.2.	Episodi di attivismo.....	142
12.	La proprietà dei quotidiani: alcune riflessioni in tema di controllo familiare	146
12.1.	Le determinanti del controllo familiare: i benefici privati del controllo non pecuniari.....	146
12.2.	Gli effetti del controllo familiare sul valore della società.....	153
12.3.	Gli effetti del controllo familiare nei casi di studio analizzati.....	160
12.4.	Il rapporto tra integrità editoriale del giornale e valore della società editrice.....	167
	CONCLUSIONI.....	173
	BIBLIOGRAFIA.....	181

INTRODUZIONE

Il tema delle categorie di azioni distinte in base al diritto di voto ha di recente assunto un carattere di grande attualità a livello nazionale e internazionale. Sul piano nazionale, per la soppressione del divieto di voto plurimo nelle società chiuse e l'introduzione del voto maggiorato nelle società quotate, che ha fatto cadere un principio che aveva resistito pure alle profonde trasformazioni della riforma del diritto societario del 2003.¹ Sul piano internazionale, per vicende legate al trasferimento del controllo di due prestigiosi periodici, il Financial Times e l'Economist, quest'ultimo controllato da un veicolo societario² con un'articolata struttura di capitale composta da quattro categorie di azioni.³

Diverso tempo prima sia dell'emanazione del d.l. 91/2014 sia della realizzazione delle *corporate transactions* sopra citate, è stato avviato il presente lavoro di ricerca con l'obiettivo di analizzare le ragioni della diffusione di società quotate con una struttura c.d. *dual class*, composta cioè da due categorie di azioni distinte, sul fronte dei diritti amministrativi, dal diverso potere di voto (a parità di capitale rappresentato).

Se è infatti relativamente immediato intuire il beneficio derivante al socio che detiene le azioni a voto superiore dalla riduzione del proprio rischio economico e dalla possibilità di diversificazione personale degli investimenti, non è completamente chiaro perché investitori razionali in un mercato efficiente investano in società *dual class*.

¹ D.l. 24 giugno 2014 n. 91 convertito con L. 11 agosto 2014 n. 116.

² The Economist Newspaper Limited.

³ Nell'agosto del 2015, il Financial Times è stato venduto da Pearson plc, società inglese quotata sulle borse di Londra e New York operante nel settore delle pubblicazioni a carattere educativo, a Nikkei Inc, società editoriale giapponese fino ad ora concentrata sul suo mercato nazionale, per 844 milioni di sterline. Il 50% del capitale dell'Economist è stato invece trasferito, sempre da Pearson, alla famiglia Agnelli e, in parte minoritaria, a membri di altre facoltose dinastie familiari europee, per 469 milioni di sterline.

Quali sono, in altri termini, i benefici che una struttura *dualclass* reca agli azionisti non di controllo, tali da controbilanciare il rischio di espropriazione di risorse sociali e il costo di decisioni inefficienti che possono sorgere in presenza di una (più o meno marcata) dissociazione tra investimento economico e potere di voto attribuito?

Per rispondere a tale domanda di ricerca, il sistema statunitense è parso offrire un punto di osservazione privilegiato perché le legislazioni statali e i *listing standards* delle principali borse prevedono la regola un'azione, un voto come dispositiva, consentendo all'autonomia statutaria di derogare al principio di proporzionalità con l'emissione, senza restrizione alcuna al momento della quotazione, di azioni senza voto, a voto limitato e a voto plurimo.

In un contesto in cui gli emittenti scelgono "liberamente" come conformare la propria struttura di capitale, la ricerca si è potuta focalizzare sull'effettivo grado di utilizzazione dell'ampia autonomia contrattuale concessa, senza rimanere ancorata all'analisi della *ratio* di eventuali restrizioni legalialle deroghe al principio di proporzionalità.

Per vero, negli Stati Uniti, il reale limite all'autonomia privata non deriva da una soglia massima o da un rapporto aritmetico tra categorie e capitale sociale autoritativamente fissato, bensì dalla valutazione del mercato azionario, notoriamente tra i più grandi, liquidi ed efficienti del mondo, sull'idoneità della struttura azionaria a contribuire alle condizioni per la massimizzazione del valore della società. In questo senso, il mercato, tramite il meccanismo di fissazione del prezzo (e quindi con l'attribuzione di uno sconto o di un premio alle azioni negoziate), convoglia le preferenze degli investitori (più che del legislatore) ed è in grado di condizionare la diffusione di certimodelli azionari.

Tanto premesso, si è rilevato che nel sistema statunitense, pur storicamente avverso a forme di concentrazione di potere e con un mercato tipicamente caratterizzato da *public companies*, sono presenti società *dualclass*, soprattutto in certi settori, tra cui quello tecnologico e quello editoriale.

Per indagare le ragioni di tale successo, apparentemente anomalo, si è condotta una ricerca a due livelli. In prima battuta, si è cercato di inquadrare le *dual class* sotto un profilo teorico, descrivendone le determinanti e gli effetti. La Parte I riporta gli esiti di questa indagine.

Secondariamente, si è focalizzata l'indagine su un selezionato campione di emittenti quotati, le società editrici di quotidiani. In questo settore, la presenza di *dual class* è tradizionalmente giustificata sull'assunto che la concentrazione del potere di voto nelle mani di un azionista di controllo consente alla società editrice, e quindi al giornale, di perseguire un'attività giornalistica in linea con la propria tradizione editoriale e in maniera relativamente svincolata dalla pressione di massimizzare i profitti. Al riguardo, a proposito della vendita dell'*Economist*, è stato riportato che le trattative sono state complicate dal suo assetto proprietario "*which is designed to safeguard editorial independence and has several classes of shares with different voting rights*".⁴ La Parte II discute in chiave critica la logica e validità delle argomentazioni a supporto di tale affermazione.

⁴ D. O'Connell, *Pearson in talks to sell £400 million stake in The Economist*, THE SUNDAY TIMES, 26 luglio 2015.

I – DETERMINANTI ED EFFETTI DI UNA STRUTTURA AZIONARIA *DUAL CLASS*

1. Ambito della ricerca e quadro normativo di riferimento

1.1. Definizione di *dual class*

Negli Stati Uniti, un'azione, un voto è una regola di default, che le società sono libere di disattendere. Qualsiasi deviazione dal principio di proporzionalità comportante la creazione di due o più categorie di azioni dà luogo, a rigore, a una *dual* o *multiple class voting structure*.

In assenza di una definizione legislativa univoca, l'espressione *dual class* è quindi variamente utilizzata per indicare una struttura azionaria qualitativamente non uniforme, perché composta da due *class* che attribuiscono diritti diversi o in quanto categoria o con riferimento alle singole azioni da cui ciascuna categoria è composta.

Con riguardo a quest'ultima ipotesi e focalizzandosi sul diritto di voto, *dual class* non indica necessariamente l'esistenza di una categoria di azioni a voto unitario (*voting*) e di una categoria di azioni a voto plurimo (*multiple voting*) ma può anche riferirsi all'emissione di azioni a voto unitario e di azioni senza voto (*nonvoting*). Ciò che rileva è il fatto che, a parità di capitale rappresentato, le azioni di una categoria attribuiscano un diritto di voto superiore rispetto alle azioni dell'altra.

In linea con tale impostazione, la letteratura giuridica ed economica internazionale considera la combinazione 1-0 (*voting-nonvoting*) come lo schema di base che in astratto è idoneo a ricomprendere sia l'ipotesi di emissione di azioni senza voto e azioni ordinarie sia quella di azioni ordinarie e azioni a voto plurimo. Tale binomio riflette

essenzialmente la situazione di “potere” e “assenza di potere” che caratterizza la posizione dell’azionista di controllo e degli azionisti di minoranza in una società.

Tanto precisato quanto al significato di *dual class* e dissipato l’equivoco di un’automatica associazione delle *dual class* al voto plurimo, si osserva che il modello 1-0 non permette tuttavia di cogliere gli effetti di una diversa graduazione del potere di voto in capo all’azionista di controllo rispetto agli altri azionisti. Come si vedrà, il grado di separazione (*wedge*) tra il diritto di voto conferito dalle azioni di categoria “superiore” e la percentuale di capitale da esse rappresentata, e cioè una maggiore o minore dissociazione tra *cash flow rights* e *control rights*, incide sulla creazione di valore della società e sulla distribuzione di tale valore tra tutti gli azionisti.

Tanto premesso, d’ora in avanti il termine *dual class* si riferirà di norma a due categorie di azioni, rispettivamente a voto unitario e a voto plurimo, salvo quando sarà specificato un diverso significato, idoneo a evidenziare l’ampiezza della sproporzione tra potere di voto e interesse economico in capo dell’azionista di controllo.

1.2. Le fonti di disciplina delle *dual class* negli Stati Uniti

Negli Stati Uniti, storicamente, le legislazioni statali hanno previsto la regola un’azione, un voto come dispositiva, consentendo all’autonomia statutaria di deviare dallo standard legale.

Nei primi due decenni del secolo scorso, si registrò un numero crescente di società emittenti due categorie di azioni, la prima con voto unitario, la seconda senza diritto di voto. Nonostante il successo che tale formula riscontrò sul mercato, emerse una corrente di opinioni critiche, tra cui si segnala quella di William Ripley, professore di politica economica di Harvard, che definì le azioni senza voto come lo strumento più efficace

per sottrarre potere (*disenfranchisement*) agli investitori e favorire una sconsiderata concentrazione di potere in mano alle banche.⁵

L'opposizione crebbe quando, nel 1925, il New York Stock Exchange ("Nyse"), decise di quotare Dodge Brothers, Inc., che per l'occasione destinò alla circolazione sul mercato azioni senza diritto di voto, azioni privilegiate (*preferred stock*) e obbligazioni per un totale di 130 milioni di dollari. Dodge Brothers continuò però a essere controllata da una banca di investimento, che in precedenza aveva pagato solo 2,25 milioni di dollari per le azioni con diritto di voto (*Class B*).⁶

La questione assunse un tale rilievo che, nel gennaio 1926, il Nyse si espresse pubblicamente dichiarando che, pur senza voler formalizzare una politica definitiva, avrebbe in futuro prestato particolare attenzione all'allocazione del diritto di voto nelle società che richiedevano la quotazione.⁷

Tale approccio divenne progressivamente più rigido fino a che nel 1940 il Nyse annunciò l'intenzione di non quotare società che avessero emesso azioni senza voto. In carteggi successivi, il Nyse giustificò genericamente la sua posizione definendo il voto come un "*inherent right*" dell'azionista e facendo riferimento alla necessità per le società di aderire a "*appropriate standards of corporate responsibility, integrity and accountability to shareholders*".⁸

In realtà, più plausibilmente, pare che l'intervento del Nyse fosse stato dettato da ragioni politiche, e in particolare dal timore che i governi statali o quello federale si

⁵ Cfr. J. Seligman, *Equal Protection in Shareholders' Voting Rights: The One-Share, One-Vote Controversy*, 54 GEO. WASH. L. REV., 1986, 694 ss.

⁶ S. M. Bainbridge, *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4*, 69 WASHINGTON U. L. Q., 1991, 6.

⁷ "Without at this time attempting to formulate a definite policy, attention should be drawn to the fact that in the future the committee, in considering applications for the listing of securities, will give careful thought to the matter of voting control". Cfr. J. Seligman, *Equal Protection in Shareholders' Voting Rights: The One-Share, One-Vote Controversy*, cit., 697.

⁸ Nyse, *Listed Company Manual*, Rule 303.00. Cfr. J. Seligman, *Equal Protection in Shareholders' Voting Rights: The One-Share, One-Vote Controversy*, cit., 699.

intromettessero nella questione, imponendo imperativamente una regola legislativa, minando l'autonomo potere regolamentare delle singole borse.

Ad ogni modo, nonostante talune importanti eccezioni, come la decisione di quotare Ford Motor Company nel 1956 nonostante la sua struttura *dual class*,⁹ il Nyse si mantenne fedele alla sua *policy* fino alla metà degli anni '80.

In tale momento storico, dopo decenni di relativa stabilità, un numero crescente di emittenti¹⁰ cominciò a manifestare l'intenzione di modificare la composizione qualitativa del proprio capitale azionario, introducendo una struttura *dual class*. Alla base di questa inversione di tendenza stava, secondo molti, la recente ondata di scalate ostili, agevolate dalla possibilità di fare acquisizioni utilizzando tecniche di leva finanziaria.¹¹ Nella prospettiva degli *incumbents* (gli attuali amministratori), le *dual class* erano viste come un meccanismo di protezione, in grado di rendere un *takeover* ostile praticamente impossibile.

Nel dibattito accademico che si sviluppò in conseguenza del fenomeno, fu messo in evidenza che una struttura *dual class*, così come riproposta in quegli anni, era sorretta non solo da una giustificazione originale ma presentava anche modalità di implementazione innovative rispetto a quella tradizionale.

In primo luogo, tale struttura era stata solitamente costituita per consentire agli imprenditori o alle famiglie fondatrici di quotare la propria società, raccogliendo capitale di rischio all'esterno per favorirne la crescita e lo sviluppo, pur mantenendo il

⁹ Grazie alla struttura *dual class*, la famiglia Ford deteneva il 40% del controllo della società, pur sopportando un rischio economico pari al 5% del capitale sociale. Cfr. J. Seligman, *Equal Protection in Shareholders' Voting Rights: The One-Share, One-Vote Controversy*, cit., 700.

¹⁰ J. Seligman, *Equal Protection in Shareholders' Voting Rights: The One-Share, One-Vote Controversy*, cit., 703.

¹¹ J. Seligman, *Equal Protection in Shareholders' Voting Rights: The One-Share, One-Vote Controversy*, cit., 687; S. M. Bainbridge, *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4*, cit., 9; J. N. Gordon, *Ties that Bind: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 CAL. L. REV., 1988, 4 ("It is no secret that the current popularity of dual class common among public firms is a response to the recent wave of hostile takeovers").

controllo.¹² Invece, negli anni '80, le *dual class* erano state concepite in funzione principalmente antisalata, con l'obiettivo di impedire al mercato l'estromissione dei correnti *incumbents* e un cambiamento forzato degli assetti proprietari.

In secondo luogo, le *dual class* erano state tradizionalmente impiegate in fase di quotazione, cioè nel momento in cui la società, in precedenza sotto il controllo assoluto del fondatore, si apriva all'ingresso di investitori esterni e sussisteva quindi l'esigenza (non necessariamente condivisibile, ma comunque comprensibile) di non alterare l'originaria matrice unitaria del controllo. Invece, le "nuove" *dual class* venivano proposte non solo per società che dovessero ancora quotarsi ma anche per emittenti le cui azioni erano già negoziate sul mercato, sicché sarebbe stata necessaria l'approvazione di una ricapitalizzazione da parte dell'assemblea degli azionisti.

All'epoca, delle borse statunitensi, il Nyse presentava la politica più restrittiva, vietando la quotazione di azioni senza voto e la creazione di categorie di azioni con previsioni "*unusual*", aventi l'effetto di annullare o limitare il diritto di voto.¹³ Da quanto risulta dal Manuale di quotazione, il Nyse si riservava di valutare caso per caso istanze di quotazione di società con più categorie di azioni fermo restando che, in condizioni ordinarie, l'allocatione del voto tramite categorie azionarie doveva essere "*in reasonable relationship to the equity interests of such classes*".¹⁴

Quanto alle altre borse, la National Association of Security Dealers ("Nasd"), che amministrava i sistemi di comunicazione dell'associazione di intermediari svolgenti

¹² D. R. Fischel, *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, 54 U. CHI. L. REV., 1987, 136-137; S. M. Bainbridge, *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4*, cit., 8.

¹³ Nyse, Listed Company Manual, Rule 313.00. Sect. (A) proibiva l'emissione di *non-voting stock*, mentre Sect. (B) proibiva la creazione di una categoria di azioni "*which has unusual voting provisions which tend to nullify or restrict voting*". Cfr. J. N. Gordon, *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, cit., 5, nota 4; J. Seligman, *Equal Protection in Shareholders' Voting Rights: The One-Share, One-Vote Controversy*, cit., 689 e nota 18.

¹⁴ Nyse, Listed Company Manual, Rule 313.00, Sect. (D). Cfr. J. Seligman, *Equal Protection in Shareholders' Voting Rights: The One-Share, One-Vote Controversy*, cit., 690.

attività di negoziazione sul mercato *over-the-counter* (OTC), non dettava alcuna limitazione sull'utilizzo di categorie azionarie.¹⁵ L'American Stock Exchange ("Amex") consentiva che le società emettessero più categorie di azioni ma ammetteva la quotazione solo delle *class* a cui fosse attribuito il diritto di eleggere almeno il 25% dei membri del consiglio di amministrazione.¹⁶

Fino ad allora, il Nyse si era potuto permettere di mantenere standard più rigidi in virtù degli asseriti vantaggi che la quotazione su tale borsa presentava per le società, in termini di maggior liquidità delle azioni ivi negoziate e di prestigio.

Tuttavia, il progresso tecnologico aveva favorito una più agevole negoziazione degli strumenti finanziari (rendendoli più liquidi), in particolare sul Nasdaq, e ciò ridusse il vantaggio competitivo di cui godeva il Nyse,¹⁷ che si trovò a fronteggiare la prospettiva di perdere emittenti già quotati, la quotazione di nuove società (con le relative commissioni).¹⁸

La reazione non si fece attendere. Nel giugno 1984, il Board of Governors del Nyse concesse una moratoria che sospendeva i provvedimenti di esclusione dalla quotazione per le società che avessero alterato la propria struttura azionaria in violazione degli

¹⁵ Nel 1985, il Nasd vagliò due proposte di riforma. La prima imponeva la regola un'azione, un voto a tutte le società (fatte salve quelle che avessero già una struttura azionaria diversa); la seconda consentiva deviazioni dalla regola un'azione, un voto solo previa approvazione dei due terzi delle azioni circolanti (*outstanding shares*) e in ogni caso per non più di dieci anni (tramite una *sunset clause*). Nessuna delle proposte fu approvata. Cfr. J. Seligman, *Equal Protection in Shareholders' Voting Rights: The One-Share, One-Vote Controversy*, cit., 692.

¹⁶ Amex, Company Guide, Sect. 122: "*The Exchange will not approve an application for the listing of a non-voting common stock issue. The Exchange may approve the listing of a common stock which has the right to elect only a minority of the board of directors*". Cfr. J. Seligman, *Equal Protection in Shareholders' Voting Rights: The One-Share, One-Vote Controversy*, cit., 691 e J. N. Gordon, *Ties that Bind: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, cit., 5.

¹⁷ Per un'analisi dettagliata delle caratteristiche dei diversi mercati borsistici, si veda D. R. Fischel, *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, cit., 125 ss. il quale riconosce che, nonostante le persistenti differenze nella disciplina di quotazione e nei sistemi di *trading*, "*the differences among exchanges, however, are becoming increasingly blurred*".

¹⁸ S. M. Bainbridge, *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4*, cit., 15 e nota 51.

standard di borsa. Nel gennaio 1985, una commissione appositamente istituita¹⁹ propose un emendamento ai *listing standards* che impediva l'esclusione dalla quotazione di società che avessero emesso più categorie di azioni a seguito dell'approvazione dei due terzi degli azionisti e della maggioranza degli amministratori indipendenti, con le ulteriori condizioni che la differenza di voti tra categorie non superasse i 10 voti e che non sussistessero significative differenze concernenti gli altri diritti.²⁰

Nei mesi successivi, spinti dal timore di un intervento del Congresso che imponesse la regola un'azione, un voto, il Nyse, l'Amex e il Nasd cercarono di concordare una regola uniforme ma le trattative non ebbero successo. Così, nel settembre 1986, il *Board* del Nyse approvò una versione modificata dell'originaria proposta della commissione, che permetteva alle società di ricapitalizzarsi introducendo una struttura *dual class*, pur mantenendo la quotazione, a condizione che l'operazione venisse approvata dalla maggioranza dei "public shareholders"²¹ e dalla maggioranza degli amministratori indipendenti.²²

Tale emendamento richiedeva l'autorizzazione della SEC che, vista l'importanza della questione, nel dicembre 1986 indisse una consultazione pubblica. Per mesi l'autorità di vigilanza dei mercati cercò di mediare tra il Nyse, l'Amex e il Nasd per

¹⁹ Nyse Subcommittee on Shareholder Participation and Qualitative Listing Standards for Dual Class Capitalization.

²⁰ Cfr. J. Seligman, *Equal Protection in Shareholders' Voting Rights: The One-Share, One-Vote Controversy*, cit., 692 e J. N. Gordon, *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, cit., 7.

²¹ Si escludevano dal novero dei *public shareholders* gli amministratori, i dirigenti (*officers*) e le parti correlate (*affiliates*) dell'emittente. Cfr. S. M. Bainbridge, *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4*, cit., 17 e nota 58.

²² J. N. Gordon, *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, cit., 7; S. M. Bainbridge, *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4*, cit., 17.

l'adozione di una regola uniforme ma le trattative, ancora una volta, non ebbero esito positivo.²³

Nel giugno 1987 la SEC elaborò la Rule 19c-4 che vietava alle borse di quotare le azioni di società *“that issues any class of security or takes other corporate action that would have the effect of nullifying, restricting or disparately reducing the per share voting rights of holders”*.

La regola della SEC non bandiva l'emissione di azioni a voto limitato, ma proibiva operazioni di ricapitalizzazione che avessero l'effetto di diminuire il potere di voto degli azionisti correnti.

La Rule 19c-4 fu formalmente adottata nel luglio 1988. Due anni dopo, nel giugno 1990, la Corte d'Appello del District of Columbia annullò la Regola per carenza di competenza della SEC nel disciplinare la materia.

L'annullamento della Rule 19c-4 riportò quindi la questione ai suoi termini originari. In concreto, il problema fu risolto perché il Nyse e il Nasd adottarono una regola uniforme, più flessibile della Regola della SEC ma che, al pari di questa, vietava le ricapitalizzazioni che avessero l'effetto di ridurre o restringere il diritto di voto degli azionisti esistenti, espressamente menzionando a titolo esemplificativo la creazione di una nuova categoria di azioni a voto plurimo.²⁴

²³ J. N. Gordon, *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, cit., 8; S. M. Bainbridge, *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4*, cit., 17.

²⁴ Nyse Listed Company Manual, 313.00, Sect. (A): *“...Voting rights of existing shareholders of publicly traded common stock...cannot be disparately reduced or restricted through any corporate action or issuance. Examples of such corporate action or issuance include, but are not limited to...the issuance of super voting stock”*. Tra i *“Supplementary Materials”* si specifica che: *“The restriction against the issuance of super voting stock is primarily intended to apply to the issuance of a new class of stock, and companies with existing dual class capital structures would generally be permitted to issue additional shares of the existing super voting stock without conflict with this Policy”*. In maniera identica, la Listing Rule 5640 del Nasdaq stabilisce che *“...Voting rights of existing shareholders of publicly traded common stock...cannot be disparately reduced or restricted through any corporate action or issuance. Examples of such corporate action or issuance include, but are not limited to...the issuance of super voting stock”*, specificando (IM-5640) che la limitazione nei confronti dell'emissione delle azioni a voto plurimo è

Allo stato attuale, che nella sostanza riflette la composizione di interessi raggiunta trent'anni fa, le società si possono quotare sia sul Nyse sia sul Nasdaq con una struttura *multiple class*, che comprenda categorie di azioni sia senza voto sia a voto plurimo (senza un limite massimo di voti). Una volta quotate, le società possono ricapitalizzarsi con l'emissione di azioni a voto plurimo solo se la relativa categoria sia già esistente e non se ciò comporti la creazione di una nuova categoria di azioni.

In sintesi, il sistema statunitense (legislazione dei singoli stati e *listing standards* di borsa) non solo non impone la regola un'azione, un voto ma nemmeno dispone un trattamento differenziato per le azioni senza voto e le azioni a voto plurimo in fase di quotazione. Ciò sull'assunto, come si vedrà, che al momento dell'IPO il mercato sia correttamente in grado di valutare un'allocazione dei diritti di voto non proporzionale (in eccesso o in difetto) al capitale rappresentato.

2. I benefici privati del controllo nelle società ad azionariato concentrato

2.1. Natura e tipologia dei benefici privati del controllo

L'espressione "benefici privati del controllo" mette immediatamente in luce il carattere di esclusività che li connota: nella loro accezione più generale, essi si possono definire come utilità, sia pecuniarie sia non pecuniarie, che vanno a vantaggio dei soli *insiders* e che, come tali, non sono condivise con gli azionisti di minoranza.²⁵

principalmente indirizzata alle società quotate che intendano emettere una nuova categoria di azioni a voto plurimo e non a quelle che debbano emettere azioni di una categoria già esistente.

²⁵ S. J. Grossman, O. Hart, *One-Share, One-Vote and the Market for Corporate Control*, 20 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 1988, 177 definiscono i "benefici privati del controllo" come "*the benefits current management or the acquirer obtain for themselves, but that the target security holders do not obtain*"; per J. C. Coffee Jr., *Do Norms Matter? A Cross-country Analysis of Private Benefits of Control*, Columbia Law School Working Paper, 2011, 11, il termine è "*a shorthand expression for all the ways in which those in control of a corporation can siphon off benefits to themselves that are not shared with*

La qualifica di *insider* deriva dalla posizione di privilegio all'interno della società, sul piano informativo e operativo, in cui potrebbero versare sia gli amministratori (in una società ad azionariato diffuso) sia il socio di controllo (in una società ad azionariato concentrato).

Nella prospettiva del socio di controllo, simili utilità, che sono legate alla posizione di controllo, e non sono direttamente proporzionali alla quota di capitale detenuta, si sommano al ritorno economico derivante dalle azioni possedute, come determinato in base al valore di mercato. Quest'ultimo rendimento è, a differenza dei benefici privati, proporzionale alla partecipazione posseduta e quindi destinato pro quota a tutti gli azionisti. Di qui, la distinzione tra *private benefits* e *security benefits*.²⁶

Diversamente da *security benefits*, che vengono stimati dal mercato, i benefici privati sono difficilmente quantificabili: se così non fosse, gli azionisti di minoranza potrebbero agevolmente identificarli e rivendicarli in proporzione alla loro quota e, di conseguenza, essi perderebbero il valore derivante dalla loro esclusività.²⁷

Quanto alla forma in cui tali utilità si manifestano, è utile operare una prima distinzione tra benefici pecuniari e non pecuniari. I primi sono solitamente associati all'attività nota come *tunneling*, che letteralmente si riferisce a una distrazione di risorse che avviene attraverso canali nascosti al pubblico scrutinio. Tale sviamento può avvenire con modalità varie e comprende fattispecie di diversa gravità, la cui puntuale identificazione può essere ardua.

other shareholders"; in senso analogo anche L. A. Bebchuk, M. Kahn, *A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests*, 78 CAL. L. REV., 1990, 1090.

²⁶ Cfr. S. J. Grossman, O. Hart, *One-Share, One-Vote and the Market for Corporate Control*, cit., 177.

²⁷ A. Dyck, L. Zingales, *Private Benefits of Control: an International Comparison*, 59 J. FIN., 2004, 541-542.

Oltre ai casi di truffa e manipolazione di dati di bilancio,²⁸ altri esempi di *tunneling*²⁹ si possono rinvenire nella fissazione di salari molto elevati,³⁰ al di sopra della media di mercato,³¹ a favore dei soci di controllo e dei familiari che rivestano formalmente un'occupazione all'interno della società,³² nei trasferimenti di risorse a parti correlate³³ che abbiano luogo a un prezzo non *fair*,³⁴ nella prestazione di garanzie³⁵ in favore di altre entità che siano riconducibili al socio di controllo.³⁶

I benefici non pecuniari, invece, comprendono vantaggi e gratificazioni di varia natura sovente legati alle attitudini e alle caratteristiche del singolo azionista di controllo

²⁸L. A. Bebchuk, M. Kahn, *A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests*, cit., 1090 utilizzano il generico termine di “*looting*”, mentre A. Dyck, L. Zingales, *Private Benefits of Control: an International Comparison*, cit., 540 e S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Tunneling*, 90 AMERICAN ECONOMIC REVIEW, 2000, 22-23 parlano di “*outright theft*”.

²⁹S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Tunneling*, cit., 23 analizzano le due forme in cui il “*tunneling*” può avere luogo. La prima modalità consiste in un vero e proprio trasferimento di risorse attraverso operazioni con parti correlate. Queste possono includere, nella loro forma più estrema, “*outright theft or fraud*” ma anche “*asset sales and contracts such as transfer pricing advantageous to the controlling shareholder, excessive executive compensation, loan guarantees, expropriation of corporate opportunities, and so on*”. La seconda modalità non implica un trasferimento ma si riferisce a tutte quelle operazioni tramite cui il socio di controllo può rafforzare la propria posizione all'interno della società (“*dilutive share issues, minority freeze-outs, insider trading, creeping acquisitions, or other financial transactions that discriminate against minorities*”). Con riferimento a questa seconda categoria, J. C. Coffee Jr., *Do Norms Matter? A Cross-country Analysis of Private Benefits of Control*, cit., 11 menziona i casi di “*insider trading*” e “*issuance of shares to themselves at dilutive prices*”.

³⁰S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Tunneling*, cit., 23; L. A. Bebchuk, M. Kahn, *A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests*, cit., 1090.

³¹J. C. Coffee Jr., *Do Norms Matter? A Cross-country Analysis of Private Benefits of Control*, cit., 11.

³²M. J. Roe, *Corporate Law's Limits*, 31 J. LEGAL STUD., 2002, 238, fa l'esempio di un socio che controlla il 51% del capitale ma che è in grado di deviare risorse per un valore pari al 75% attraverso il pagamento di salari per prestazioni professionali a familiari che in realtà non lavorano in società.

³³Cfr. L. A. Bebchuk, M. Kahn, *A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests*, cit., 1090 e J. C. Coffee Jr., *Do Norms Matter? A Cross-country Analysis of Private Benefits of Control*, cit., 11, i quali fanno riferimento a operazioni di “*self-dealing*”. M. J. Roe, *Corporate Law's Limits*, cit., 238 offre l'esempio di una società, controllata dal socio A al 51%, che paghi i beni e servizi ricevuti da una società controllata al 100% dallo stesso A a un prezzo superiore rispetto a quello di mercato.

³⁴Come è stato osservato da A. Dyck, L. Zingales, *Private Benefits of Control: an International Comparison*, cit., 540 la qualificazione di un prezzo come *fair* può essere oggetto di dibattito tra esperti economisti. Lievi deviazioni dallo *standard* potrebbero pertanto essere, oltre che non manifeste, anche opinabili. Il problema è che anche piccole divergenze, applicate a un elevato numero di transazioni, possono generare cospicui benefici privati del controllo.

³⁵S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Tunneling*, cit., 23.

³⁶S. J. Grossman, O. Hart, *One-Share, One-Vote and the Market for Corporate Control*, cit., 177, analizzano i benefici privati nel contesto di un cambio di controllo e considerano, tra gli altri, “*synergy benefits realized by the acquirer, the return from being able to freezeout minority shareholders at a price below the value of their shares; perquisites of control, and in extreme cases the diversion of resources from security holders to subsidiaries of management or the acquirer*”.

e che, per questa ragione, sono comunemente attribuibili a individui e non a persone giuridiche (istituzioni finanziarie, fondi etc.). Le utilità non pecuniarie comprendono la “soddisfazione” di poter: influenzare la scelta delle posizioni di vertice; indirizzare la strategia imprenditoriale in un modo conforme ai propri interessi;³⁷ determinare la cultura aziendale e le modalità di impiego e di lavoro; stabilire la quota di contributi prestatì in iniziative extrasociali (ad esempio, in beneficenza o a favore di partiti politici) a nome della società;³⁸ godere di (e sfruttare) un certo *status* nell’ambito di un dato contesto politico e sociale.³⁹

Come si può ricavare dalla sommaria descrizione, mentre la prima tipologia di benefici è caratterizzata da un vantaggio monetario, obiettivamente quantificabile, la seconda si identifica con utilità il cui valore intrinseco è soggettivo e dipende da chi ne beneficia, potendo variare da persona a persona.

Tale considerazione pone le premesse per un’ulteriore classificazione dei benefici privati tra trasferibili e non trasferibili: i primi sono gratificazioni che oggettivamente incrementano la ricchezza, espressa in termini monetari, di qualsiasi soggetto, persona

³⁷ L. A. Bebchuk, M. Kahn, *A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests*, cit., 1090, fa riferimento al “*power to tailor company policy to one’s personal interests, or psychological utility from running the company*”.

³⁸ M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 1976, 312, oltre ai “*pecuniary returns*” considerano “*the utility generated by various non-pecuniary aspects of his entrepreneurial activities such as the physical appointments of the office, the attractiveness of the secretarial staff, the level of employee discipline, the kind and amount of charitable contributions, personal relations (“love”, “respect”, etc.) with employees, a larger than optimal computer to play with, purchase of production inputs from friends, etc.*”.

³⁹ R. J. Gilson, *Controlling Shareholder and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 HARVARD LAW REVIEW, 2006, 1664 definisce i benefici non pecuniari come “*forms of psychic and other benefits that, without more, involve no transfer of real company resources and do not disproportionately dilute the value of the company’s stock to a diversified investor. For example, control of a large company in a small economy may provide a desirable social status for the controlling family*”. M. J. Roe, *Corporate Law’s Limits*, cit., 238, fa riferimento ai benefici che “*arise from pride in running and controlling one’s own, or one’s family’s, enterprise*”, riconoscendo che “*on this, corporate law has little direct impact*”. Sul punto si tornerà in seguito.

fisica o giuridica. I secondi, invece, sono apprezzati solo da chi li gode ma non hanno un valore commerciale che ne consenta la vendita a un terzo.

Si potrebbe pertanto essere portati a ritenere che i benefici privati trasferibili siano quelli pecuniari, mentre i benefici non trasferibili coincidano con quelli non pecuniari. In realtà, tale equazione non è così rigida: come si vedrà più approfonditamente in seguito, alcuni benefici non pecuniari possono essere trasferibili. L'appagamento che deriva dal possedere un giornale quotidiano, rivestendo una posizione di rilievo nella selezione, presentazione e circolazione del flusso di informazioni, opinioni e idee ha un valore economico per molti: il proprietario di una testata che la voglia vendere troverà verosimilmente un acquirente che paghi il prezzo del potere di influenza dell'opinione pubblica. Per contro, il riconoscimento sociale e le relazioni personali che derivano dalla reputazione connessa con la proprietà di un giornale prestigioso non sono benefici suscettibili di essere facilmente trasferiti, perché la reputazione è una caratteristica personale, propria di una certa persona o famiglia.

Si sono fino a qui tracciati i vantaggi che un *insider* è in condizione di trarre dal controllo della società. A livello teorico, si può ragionevolmente ipotizzare che laddove i benefici privati del controllo siano elevati, la struttura azionaria tenderà a essere concentrata per consentirne il godimento. È quindi opportuno indagare più approfonditamente la relazione tra benefici privati e proprietà azionaria, così da inquadrare la funzione svolta dai meccanismi di rafforzamento del controllo, come le *dual class*.

2.2. La relazione tra tutela degli azionisti di minoranza e benefici privati del controllo: ordinamenti di *civil law* e di *common law* a confronto

Un autorevole studio⁴⁰ condotto su un campione composto dalle prime 20 società quotate per capitalizzazione e dalle 10 società a minore capitalizzazione⁴¹ di ciascuna delle 27 nazioni più ricche per reddito pro capite (inclusa l'Italia), calcolato all'inizio degli anni '90, per un totale di 691 emittenti, ha dimostrato l'esistenza di una correlazione tra normativa a protezione degli azionisti di minoranza e grado di dispersione (concentrazione) dell'azionariato.

Tale rilevazione merita di essere approfondita sotto diversi profili. In primo luogo, lo studio ha mostrato che, in paesi con un'elevata tutela legislativa degli investitori, come quelli di *common law*, gli emittenti tendono ad avere una struttura azionaria diffusa. Al contrario, in regimi di *weak investor protection*, le società hanno per lo più un azionista di controllo.⁴² In secondo luogo, è stato osservato che, lasciando da parte le

⁴⁰ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, 54 J. FIN., 1999, 471 ss. Già in precedenza, A. Shleifer, R. W. Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, 52 J. FIN., 1997, 737 ss. avevano avviato un'indagine comparativa delle diverse strutture proprietarie presenti nel mondo analizzando, tra gli strumenti a tutela degli investitori (che influiscono sulla loro decisione di investimento), sia il sistema legale (ad es. il grado in cui sono effettivamente punite le violazioni della *duty of loyalty* da parte degli amministratori) (p. 750) sia la presenza di un azionista con una quota di capitale rilevante ("*substantial minority stake*") che svolga un'azione di *monitoring* degli amministratori, anche a tutela degli altri azionisti (p. 753).

⁴¹ In questa seconda categoria ricadono solo le società con una capitalizzazione minima di 500 milioni di dollari. Gli Autori hanno scelto di prendere in considerazione anche le società a capitalizzazione minore perché le prime 20 società di un paese potrebbero avere una capitalizzazione di molto superiore rispetto alle 20 maggiori società di un altro paese. Siccome le società più grandi tendono ad avere una struttura meno concentrata, considerare solo le società di "fascia superiore" avrebbe potuto condurre a risultati viziati dalle dimensioni delle società stesse. Così: R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, cit., 474.

⁴² Lo studio utilizza due definizioni di controllo: in base alla prima definizione, una società è controllata se un singolo azionista possiede almeno il 20% dei diritti di voto, mentre in base alla seconda una società è controllata se un azionista detiene il 10% dei diritti di voto. Applicando la prima definizione di controllo (20%) al campione di 20 società a maggiore capitalizzazione per singolo stato, gli Autori hanno rilevato che, a livello complessivo, il 36% delle società presenta un azionariato diffuso, il 30% è controllata da clan familiari, il 18% è sotto il controllo dello Stato, mentre il restante 15% ha strutture alternative (*trust* etc.) (p. 491). Ciò indica che, nei paesi più industrializzati, poco più di un terzo delle società presenta una struttura dispersa. Se poi si guarda alla distribuzione geografica dei diversi assetti azionari, è significativo che 20 su 20 società quotate nel Regno Unito e 16 su 20 società quotate negli Stati Uniti presentino una struttura azionaria diffusa (pp. 493-495). Operando un confronto tra nazioni, i paesi con un'elevata qualità della legislazione (come misurato dall'Indice descritto nel testo) hanno una prevalenza di società a

società a partecipazione pubblica, il controllo è spesso detenuto da clan familiari,⁴³ i cui membri sono attivamente coinvolti nella gestione della società.⁴⁴ Infine, per quel che qui maggiormente rileva, è stata riscontrata una correlazione positiva tra meccanismi di deviazione dalla regola un'azione, un voto e “scarsa” qualità delle regole a tutela delle minoranze azionarie.⁴⁵

Per determinare il livello qualitativo della regolamentazione di ciascun paese è stato adottato un indice numerico, con un valore compreso tra 0 e 6, composto da una serie di voci riguardanti le modalità di partecipazione assembleare e di espressione del voto, il

proprietà diffusa (il 48%), mentre gli altri hanno maggiore varietà di strutture (solo il 27% è a proprietà diffusa) (p. 496). Applicando la seconda definizione di controllo (10%) allo stesso campione gli Autori riscontrano, come prevedibile, un calo nelle società a proprietà diffusa: 24% delle società del campione sono diffuse, rispetto al 35% di società controllate da famiglie. Il 90% delle società quotate nel Regno Unito e l'80% delle società quotate negli Stati Uniti continua a essere diffusa e, in generale, le società diffuse prevalgono nei paesi con una superiore qualità della legislazione (34%) rispetto agli altri (16%) (p. 496). Quanto alle società a minore capitalizzazione, utilizzando la prima definizione di controllo (20%) il 24% delle società presenta un azionariato diffuso (rispetto al 36% delle società a maggiore capitalizzazione), mentre la percentuale di società controllate da famiglie sale al 45% (rispetto al 30% precedentemente osservato). Gli Stati Uniti e il Regno Unito continuano ad avere un'elevata proporzione di società ad azionariato diffuso e in generale i paesi con un'elevata qualità della legislazione sono composti in buona parte da società diffuse (38%), rispetto ad altri paesi (13%). Utilizzando la seconda definizione di controllo (10%), l'11% delle società nel mondo sono diffuse (di cui la metà negli Stati Uniti e in Irlanda), mentre il 53% sono controllate da famiglie (p. 497). Riproponendo il paragone tra nazioni, nei paesi con una bassa qualità della legislazione solo il 6% delle società è a proprietà diffusa, rispetto al 17% nei paesi con una buona legislazione (p. 498). La rilevazione di La Porta *et al.* è stata confermata, anche se con percentuali diverse, da M. Faccio, L. H. P. Lang, *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*, 65 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 2002, 378, che hanno analizzato un campione di 5.232 società in 13 paesi europei (selezionando per ciascun paese le 20 maggiori, le 50 intermedie e le 50 minori società per capitalizzazione.). Gli Autori hanno rilevato che le società a proprietà concentrata sono pari al 44,29% del campione, mentre le società a proprietà diffusa sono pari al 36,93%. Coerentemente con i risultati dello studio precedente, il Regno Unito e l'Irlanda presentano una maggioranza di società diffuse (63,08% e 62,32% rispettivamente), le quali sono in media più grandi e operano nel settore finanziario.

⁴³ Ciò è confermato da S. Claessens, S. Djankov, J. P. H. Fan, L. P. H. Lang, *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*, 58 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 2002, 81 ss. con riferimento alle società quotate nei paesi dell'Asia Orientale e da M. Faccio, L. H. P. Lang, *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*, cit., 378 con riguardo alle società europee.

⁴⁴ Ciò è confermato da M. Faccio, L. H. P. Lang, *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*, cit., 367 secondo i quali in più di due terzi delle società controllate i membri familiari sono coinvolti nella gestione.

⁴⁵ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, cit., 499-500. Sul punto si tornerà in seguito. In ogni caso si anticipa che, sulla base delle loro risultanze, le *dual class* non paiono essere il principale meccanismo per consolidare il controllo. Le piramidi sono invece molto più popolari e sono presenti nel 26% delle società con un azionista di controllo.

diritto di richiedere la convocazione dell'assemblea agli amministratori, il meccanismo di votazione, la possibilità di impugnare le delibere, etc.⁴⁶

Senza entrare nel dettaglio dell'analisi, l'evidenza empirica induce a una riflessione sulla relazione tra benefici privati del controllo, struttura azionaria e mercato dei capitali. Un *framework* normativo che non fornisce agli azionisti di minoranza strumenti efficaci per prevenire e/o limitare l'appropriazione di risorse sociali da parte del socio di controllo incide sulla condotta sia dei primi sia del secondo, producendo due rilevanti conseguenze: la prima è che gli investitori saranno in generale meno inclini a investire in società a proprietà concentrata. Questa tendenza è confermata dalla letteratura che ha evidenziato un collegamento tra scarsa tutela degli investitori (in termini di contenuto delle regole legali e di effettivo grado di implementazione delle stesse) e sviluppo ridotto del mercato di capitali.⁴⁷

In secondo luogo, un azionista di controllo che in ipotesi intenda quotare la propria società non sarà disposto a cedere il controllo, consapevole che, divenendo egli stesso un azionista di minoranza, correrebbe il rischio di essere a sua volta espropriato da un terzo che acquisiti sul mercato un numero di azioni sufficientemente consistente da esercitare il controllo.⁴⁸

⁴⁶ L'Indice (chiamato *Antidirector Rights Index*) utilizzato nello studio in parola è stato elaborato in una precedente analisi degli stessi autori, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny, *Law and Finance*, 106 JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, 1998, 1123 ed è composto da 6 voci, a cui viene attribuito un punteggio: la possibilità di votare per delega e per corrispondenza; l'obbligo di deposito dei certificati azionari prima dell'assemblea; la presenza di un sistema di voto che consenta la rappresentanza delle minoranze in consiglio; il diritto di impugnare le deliberazioni del consiglio di amministrazione e dell'assemblea e di recedere in caso di delibere che provochino cambiamenti significativi all'assetto societario; la percentuale di capitale minima necessaria per la richiesta di convocazione dell'assemblea straordinaria; il diritto d'opzione degli azionisti.

⁴⁷ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, 1 J. FIN., 1997, 1131 ss. Non a caso, gli Stati Uniti e il Regno Unito, che hanno un elevato livello di tutela degli investitori, presentano mercati di capitali grandi e liquidi.

⁴⁸ Cfr., tra gli altri, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, cit., 473; M. Burkart, F. Panunzi, A. Shleifer, *Family Firms*, 58 J. FIN., 2003, 2170.

In questo senso, nella prospettiva del socio di maggioranza (o unico socio) di una società chiusa, un meccanismo come le *dual class*, al momento della quotazione, opera come un sostituto dell'assenza di *monitoring* del mercato: non avendo la garanzia di essere tutelato dalla legge come azionista di minoranza, infatti, il primo azionista opererà razionalmente per conservare la sua posizione originaria.

Sul punto si ritornerà estensivamente in seguito. Prima di procedere è opportuno focalizzarsi sul calcolo dei benefici privati del controllo così da verificare se i risultati ottenuti siano coerenti con la distribuzione degli assetti proprietari osservata nello studio innanzi riportato.

Una prima modalità di verifica si focalizza sul prezzo pagato per la vendita di un blocco di controllo: assumendo che la detenzione del controllo conferisca benefici ulteriori rispetto al rendimento economico delle azioni in proporzione al capitale detenuto, è allora ragionevole aspettarsi che l'acquirente paghi anche per il *surplus* che preveda di ricevere assumendo il controllo.

In base a questa impostazione, pertanto, a prescindere dall'esistenza di una singola o di una doppia categoria azionaria, le azioni appartenenti al blocco di controllo avranno, in quanto parte dell'aggregato, un valore maggiore rispetto alle medesime azioni disperse nel mercato. Ne deriva che il differenziale tra il prezzo unitario delle azioni appartenenti alla quota trasferita e il prezzo di mercato delle azioni diffuse tra il pubblico il giorno dopo l'annuncio della transazione⁴⁹ costituisce una misura del valore economico dei benefici privati del controllo (*block premium*).

Si potrebbe ribattere che il premio così ottenuto non costituisce una misura dei benefici privati del controllo bensì riflette il possesso di informazioni superiori (*i.e.* non

⁴⁹ Questo prezzo riflette il rendimento economico atteso da tutti gli azionisti, in proporzione alla percentuale di capitale detenuta, in presenza del nuovo socio di controllo.

note al mercato) delle parti contraenti oppure una stima in eccesso, errata, del valore della società il cui controllo viene acquisito.

Inoltre, l'eventuale applicazione di una disciplina come quella dell'o.p.a. obbligatoria potrebbe alterare la correttezza dei risultati di tale metodo di rilevazione: una simile regola, imponendo all'offerente di condividere in tutto o in parte il premio per il controllo, ha delle inevitabili conseguenze sul prezzo che il potenziale acquirente è disposto a pagare e quindi potrebbe falsare la stima del "puro" controllo.

Si tratta di obiezioni di merito, da valutare caso per caso, che vengono in ogni caso prese in considerazione dagli studi empirici al fine di pervenire a risultati genuini.⁵⁰

Al proposito, un'indagine⁵¹ che ha analizzato un totale di 393 transazioni di controllo occorse tra il 1990 e il 2000 in 39 paesi nel mondo ha registrato che, in media, il premio per il controllo calcolato come sopra si aggira attorno al 14% del valore della società (*equity value*), con variazioni significative da paese a paese: ad esempio, in Italia il premio per il controllo è stato valutato al 37%, mentre negli Stati Uniti è attorno all'1%.⁵²

Questi dati paiono confermare che nei paesi di *common law* gli azionisti di maggioranza sono inibiti dall'estrarre benefici privati a detrimento delle minoranze e pertanto il premio di controllo non è elevato. Ciò risulta coerente con la ridotta diffusione di società a struttura concentrata in tali paesi.

Un secondo modello di calcolo presuppone invece l'esistenza di una struttura *dual class*, in cui entrambe le categorie di azioni siano negoziate sul mercato: isolati gli

⁵⁰ Queste obiezioni sono state considerate (e in parte confutate) da M. J. Barclay, C. G. Holderness, *Private Benefits from Control of Public Corporations*, 25 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 1989, 371 ss. che hanno analizzato 63 transazioni tra il 1978 e il 1982 che coinvolgessero almeno il 5% del capitale sociale, registrando un premio, in media, del 20%. Gli Autori sono stati i primi a teorizzare il modello di calcolo esposto nel testo.

⁵¹ A. Dyck, L. Zingales, *Private Benefits of Control: an International Comparison*, cit., 538.

⁵² A. Dyck, L. Zingales, *Private Benefits of Control: an International Comparison*, cit., 551.

eventuali fattori di disturbo (ad es., una diversa percentuale di dividendi), il differenziale del prezzo tra le azioni con potere di voto che vengono scambiate (cioè che non fanno parte del pacchetto del *controlling shareholders*) e le altre azioni senza potere di voto⁵³ costituisce la misura del valore del controllo incorporato nelle azioni con potere di voto (*voting premium*).⁵⁴ Tale differenziale sussiste se le azioni con potere di voto che non siano detenute dall'azionista di controllo possano risultare strategicamente rilevanti in un'eventuale scalata ostile: in altre parole, il prezzo corrente di mercato di tali azioni equivale all'attualizzazione del valore strategico del voto che esse incorporano per coloro che intendano acquisire il controllo della società.⁵⁵

Al proposito si potrebbe obiettare che l'eventualità che entrambe le categorie di azioni siano quotate non è invero frequente.⁵⁶ Più esattamente, nel caso in cui una società emetta azioni ordinarie e azioni senza voto, è verosimile che entrambe le categorie siano negoziate, anche se con volumi di scambio diversi, data l'esistenza di un blocco di controllo. Nel caso in cui una società emetta azioni a voto plurimo e azioni ordinarie è invece probabile che le prime non siano negoziate e quindi un confronto tra valori di mercato non sarà in tal caso possibile.

⁵³ Per semplicità espositiva, qui si utilizza il binomio *voting shares – nonvoting shares*. La medesima equazione potrebbe valere anche per altre relazioni, ad es. azioni ordinarie e azioni a voto limitato o azioni a voto plurimo e azioni ordinarie. In un contesto in cui contano solamente le azioni a voto superiore, tutte le altre possono essere considerate senza voto. Si rimanda a quanto detto in introduzione a proposito del significato di *dual class*.

⁵⁴ Per calcolare il *voting premium* gli Autori utilizzano il c.d. *Shapley Value*, come teorizzato da J. W. Milnor, L. S. Shapley, *Values of Large Games II: Oceanic Games*, 4 MATHEMATICS OF OPERATION RESEARCH, 1978, 290 ss. Lo *Shapley Value* misura la potenziale rilevanza del voto detenuto dagli azionisti che non sono affiliati né all'azionista di controllo né agli altri maggiori azionisti e che, per la loro dispersione e assenza di un nucleo organizzativo, sono paragonati a un "oceano". Nel loro contributo gli Autori fanno l'esempio di due azionisti rivali, ciascuno dei quali detiene una percentuale significativa ma non determinante per acquisire il controllo, e per i quali è necessario acquistare le azioni dagli azionisti dispersi che rappresentano "*the balance of power between the two major players*" (p. 300).

⁵⁵ Come sintetizzato da T. Nenova, *The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis*, 68 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 2003, 326, "*The logic is that a controlling shareholder competing for control is willing to pay to minority vote-owners a positive price for their votes at the time of a control contest, up to her expected value of control*".

⁵⁶ Cfr., tra gli altri, A. Dyck, L. Zingales, *Private Benefits of Control: an International Comparison*, cit., 566.

Inoltre, affinché una stima siffatta sia utile e attendibile deve ricorrere una condizione di base, e segnatamente che una scalata possa avere luogo: solo qualora vi siano due o più (gruppi di) azionisti, nessuno con la maggioranza assoluta, che abbiano rilevanti partecipazioni e per i quali l'accrescimento della quota attraverso l'acquisto delle azioni sul mercato potrebbe essere decisiva ai fini del mantenimento o del conseguimento controllo, le azioni degli altri azionisti avranno un valore strategico.

Al contrario, qualora l'azionista di controllo detenga la maggioranza assoluta dei voti, la possibilità che un altro azionista possa sovvertire l'assetto di potere precostituito è nulla e pertanto si potrebbe inferire che le altre azioni non abbiano rilevanza ai fini del controllo. Tuttavia, anche nel caso in cui il potere di voto del primo azionista lo renda pressoché inattaccabile, una disciplina come quella dell'o.p.a. obbligatoria comporterebbe che le azioni con potere di voto diffuse tra gli investitori incorporino comunque un *voting premium*, offrendo così una misura dei benefici privati.

Uno studio che ha percorso questa seconda opzione di calcolo, utilizzando un campione di 661 società in 18 paesi,⁵⁷ ha riportato dei risultati coerenti con quello che ha adoperato il primo metodo, confermando che il valore del controllo è molto più elevato nei paesi di *civil law*.⁵⁸

⁵⁷ T. Nenova, *The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis*, cit., 325. Lo studio prende l'avvio dall'indice dei 30 mercati nazionali maggiori per capitalizzazione nel 1997 ma si concentra poi sui 18 paesi che ammettono una struttura *dual class*, intensa come *voting-nonvoting*. È pertanto inclusa anche l'Italia.

⁵⁸ T. Nenova, *The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis*, cit., 327 registra che il premio di controllo nei paesi di *civil law* è mediamente del 25,4%, mentre in quelli di *common law* si aggira attorno al 4,5%. L'Autrice analizza il valore aggregato dei voti che compongono il blocco di controllo e, in questo senso, innova rispetto alla tradizionale analisi che si focalizza sul valore del voto della singola azione. Con riferimento al contesto italiano, L. Zingales, *The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience*, 7 THE REVIEW OF FINANCIAL STUDIES, 1994, 125 ss. ha studiato il *voting premium*, utilizzando lo *Shapley Value*, con riferimento alle società emittenti azioni ordinarie e azioni di risparmio quotate in Borsa dal 1987 (64 società) al 1990 (84 società). L'Autore ha rilevato che, all'epoca, le azioni ordinarie erano negoziate con un premio dell'82% rispetto alle azioni di risparmio: il potere di voto valeva quasi quanto il valore del dividendo. Zingales, escludendo l'ipotesi di *mispricing*, ha messo in relazione il valore del *voting premium* con l'elevato valore

Pare quindi potersi concludere che esiste una relazione non casuale tra livello di tutela delle minoranze azionarie e assetto proprietario delle società quotate: in particolare, le strutture concentrate sono più frequenti in paesi con un livello legale di protezione degli investitori tenue, che consente l'estrazione di sostanziali benefici privati del controllo da parte dell'azionista di riferimento.

2.3. La relazione tra sistema sociale e benefici privati del controllo: il caso svedese

La coerenza del quadro delineato e empiricamente dimostrato nella sezione precedente risulta a prima vista contraddetta dagli esiti degli studi che si sono focalizzati sulle società quotate in Svezia.

In questo paese prevalgono società con strutture proprietarie concentrate e la presenza di *control enhancing mechanisms* è largamente diffusa. Secondo lo studio menzionato in apertura della sezione precedente, la Svezia è la prima per l'utilizzo di *dual class*, la seconda per strutture piramidali e la terza per partecipazioni incrociate.⁵⁹ Altre analisi hanno confermato questa tendenza, rilevando che le società quotate con *dual class* nei campioni rispettivamente osservati sono pari al 66%,⁶⁰ 75%,⁶¹ 88%.⁶²

Generalmente, le società emettono due categorie di azioni, con un rapporto di voto di 1 (*Class B*) a 10 (*Class A*), che in teoria consente a un azionista di avere la

che il controllo aveva a quell'epoca in Italia, sostenendo che una delle ragioni alla base di tale condizione fosse una regolamentazione poco favorevole agli azionisti di minoranza.

⁵⁹ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, cit., 499.

⁶⁰ Così M. Faccio, L. H. P. Lang, *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*, cit., 367.

⁶¹ H. Cronqvist, M. Nilsson, *Agency Costs of Controlling Minority Shareholders*, 38 JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS, 2002, 695 ss. analizzano un campione di 309 società quotate tra il 1991 e il 1997 constatando che il 75,7% delle società osservate presenta una struttura *dual class*. La stessa percentuale è confermata da K. Rydqvist, *Takeover Bids and the Relative Price of Shares that Differ in their Voting Rights*, 20 JOURNAL OF BANKING AND FINANCE, 1996, 1407 ss.

⁶² Così M. Holmén, P. Högfeldt, *A Law and Finance Analysis of Initial Public Offerings*, 13 JOURNAL OF FINANCIAL INTERMEDIATION, 2004, 326-327 che analizzano un campione di 229 società quotate tra il 1979 e il 1997.

maggioranza assoluta dei voti con una partecipazione al capitale pari al 10%.⁶³ Le azioni di *Class A* sono quasi interamente detenute dal socio di controllo⁶⁴ e non sono quotate.

La concentrazione degli assetti proprietari è stata storicamente avallata dal legislatore svedese: documenti ufficiali dichiarano espressamente che le *dual class* presentano un vantaggio competitivo sia per le grandi società, favorendone la stabilità e creando le condizioni per una gestione efficiente e orientata al lungo termine, sia per le *start-up*, consentendo al fondatore di sviluppare la propria idea imprenditoriale senza perdere il controllo.⁶⁵

Coerentemente con una linea politica che incoraggia la formazione di blocchi di controllo, la normativa a tutela degli azionisti di minoranza non si contraddistingue per essere particolarmente evoluta.⁶⁶

Verrebbe allora naturale concludere che in Svezia il premio di controllo sia elevato: in un sistema che non solo non ostacola ma anzi incentiva la concentrazione dell'azionariato, ci si dovrebbe aspettare che i soci di controllo siano nella posizione di pretendere un corrispettivo elevato da chiunque intenda succedere nella medesima posizione.

⁶³ C. Bergström, K. Rydqvist, *Ownership of Equity in Dual-Class Firms*, 14 JOURNAL OF BANKING AND FINANCE, 1990, 257.

⁶⁴ Nella rilevazione di M. Holmén, P. Högfeltdt, *A Law and Finance Analysis of Initial Public Offerings*, cit., 339, nel 65% delle società controllate l'azionista principale controlla tutte le azioni di *Class A*.

⁶⁵ Cfr. M. Holmén, P. Högfeltdt, *A Law and Finance Analysis of Initial Public Offerings*, cit., 329-330 e P. Högfeltdt, *The History and Politics of Corporate Ownership in Sweden*, ECGI Working Paper, 2004 (sul ruolo del partito social-democratico).

⁶⁶ Infatti, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, cit., 499 mostrano che la Svezia ha un *anti-director index* con un punteggio basso, inferiore alla media. Si sottolinea che, in questa sede, ci si sta focalizzando sulla specifica normativa riguardante gli azionisti di minoranza delle società quotate e non si intende giudicare la qualità della legislazione svedese in generale. Invero, R. J. Gilson, *Controlling Shareholder and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, cit., 1661 definisce la Svezia come una "*good law jurisdiction*", facendo riferimento al sistema legale del paese nel suo complesso.

Eppure, gli studi in argomento hanno rinvenuto che, in media, il premio di controllo in Svezia è estremamente ridotto, con valori (tra l'1%⁶⁷ e il 7%⁶⁸ del *firm value*), che si approssimano a quelli di Stati Uniti e Gran Bretagna.

Un dato del genere, individualmente considerato, deroga ai termini della relazione tra qualità della regolamentazione, benefici privati del controllo e struttura proprietaria. È quindi necessario verificare se il caso svedese costituisca un'eccezione a una tesi generalmente valida oppure se privi di legittimità gli assunti teorici su cui essa si fonda. A tal fine, giova approfondire il contesto socio-economico entro cui le società svedesi operano.

È stato osservato che la Svezia si contraddistingue per un sistema caratterizzato da una forte coesione e omogeneità tra i cittadini, che mostrano un'inveterata conformità alle norme sociali, improntate al rispetto reciproco e delle istituzioni, all'onestà e alla trasparenza. Per tentare di dimostrare la fondatezza di questa percezione, alcuni Autori hanno adottato dei parametri (*proxies*) che fungano da indicatori dei caratteri del sistema sociale svedese. Ad esempio, è stato rinvenuto che il tasso criminale è molto basso: tale dato potrebbe rispecchiare una società etnicamente e culturalmente uniforme e integrata, a riprova di un generale rispetto dell'ordine costituito.⁶⁹ Ancora, è stato rilevato che il grado di evasione fiscale è molto contenuto e che, per converso, il tasso di

⁶⁷ T. Nenova, *The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis*, cit., 331-334.

⁶⁸ K. Rydqvist, *Takeover Bids and the Relative Price of Shares that Differ in their Voting Rights*, cit., 1419; A. Dyck, L. Zingales, *Private Benefits of Control: an International Comparison*, cit., p. 551. In un'altra pubblicazione, K. Rydqvist, *Dual-class Shares: A Review*, 8 OXFORD REVIEW OF ECONOMIC POLICY, 1992, 45 ss. registra un premio maggiore (15%) analizzando 15 *takeover contests* negli anni '80 e giustifica l'entità del premio sia con l'alto numero di *bids* (a testimonianza di un mercato per il controllo attivo) sia con l'importanza assunta dai voti marginali (detenuti dagli azionisti dispersi) per acquisire il controllo delle società.

⁶⁹ J. C. Coffee Jr., *Do Norms Matter? A Cross-country Analysis of Private Benefits of Control*, cit., 21.

circolazione dei giornali quotidiani è elevato: rilevazioni, queste ultime, che sarebbero indicative di forte senso civico e di un livello culturale mediamente elevato.⁷⁰

Per quanto non raggiungano un'obiettività scientifica, tali indici possono essere interpretati come evidenza di un sistema solidamente ancorato a istituzioni extralegali che, favorendo la circolazione delle informazioni e il rispetto delle regole comuni, promuovono l'osservanza di certi canoni di comportamento a ogni livello della società civile. In un contesto del genere, una qualità personale come la reputazione può agire come deterrente di azioni che siano considerate disdicevoli e condannate a livello sociale.

In questo senso, si potrebbe ragionevolmente inferire che un'educazione civile così profondamente radicata dispieghi i suoi effetti non solo tra i singoli individui nelle ordinarie relazioni sociali ma si manifesti anche nelle relazioni economiche e si sostituisca alle regole legali, limitando e prevenendo l'abuso di chi riveste una posizione di prominenza.⁷¹

Di qui, non sorprende che sia generalmente condivisa l'idea che in Svezia la cultura di trasparenza e rispetto operi da contrappeso rispetto a potenziali comportamenti opportunistici del socio di controllo nei confronti delle minoranze: a conferma di ciò, gli studi empirici non hanno rinvenuto elementi che provino l'estrazione di benefici privati del controllo.⁷²

⁷⁰ A. Dyck, L. Zingales, *Private Benefits of Control: an International Comparison*, cit., 580; 585-586.

⁷¹ Specularmente, con specifico riferimento all'ambito societario, J. C. Coffee Jr., *Do Norms Matter? A Cross-country Analysis of Private Benefits of Control*, cit., 12 sostiene che, a prescindere dal contenuto delle previsioni legali, norme etiche e sociali più "flessibili" potrebbero contribuire a giustificare un comportamento opportunistico dei soci di controllo: "*Are they [the controlling shareholders] less constrained because they are less deterred or because they can rationalize their behavior under social norms that view the controlling shareholders as more entitled to extract such benefits?*".

⁷² Cfr. C. Bergström, K. Rydqvist, *Ownership of Equity in Dual-Class Firms*, cit., 255 ss. Gli Autori hanno evidenziato, tra gli altri, che nonostante l'azionista principale possa in teoria ottenere il controllo della società con una percentuale di capitale minima (10%), solitamente questi possiede una partecipazione al capitale maggioritaria. Più recentemente, M. Holmén, J. D. Knopf, *Minority*

Diviene allora comprensibile perché il premio di controllo registrato nelle società svedesi sia così basso: stante il contesto di riferimento, gli azionisti di controllo sono indotti a non distrarre le risorse sociali a proprio beneficio e, pertanto, non godono di alcun *surplus* economico rispetto agli azionisti di minoranza (che possa essere monetizzato in un successivo trasferimento).

In conclusione, può osservarsi che la tesi sulla relazione tra qualità della legislazione, benefici privati del controllo e struttura proprietaria trovi in gran parte conferma nell'osservazione empirica delle società dei paesi economicamente più sviluppati. Tuttavia, se rigidamente intesa, essa non esaurisce la descrizione della realtà. In particolare, gli obblighi di legge derivanti da una normativa predisposta a tutela delle minoranze possono essere assolti, almeno in parte, da un sistema di regole extralegali che, permeando tutti gli aspetti della vita sociale ed economica di un paese, incidono anche sulle dinamiche societarie.

2.4. La relazione tra benefici privati del controllo e struttura azionaria: la tesi dell'*arent-protection*

Nella sezione precedente si è cercato di chiarire perché l'estrazione dei benefici privati del controllo in Svezia sia circoscritta e, di conseguenza, il premio di controllo contenuto. Non è stata però offerta alcuna spiegazione sulle ragioni che inducono un azionista, individualmente, a voler mantenere o acquisire il controllo in una società svedese. Se il controllo non ha un valore commerciale, si potrebbe obiettare, non c'è

Shareholder Protection and Private Benefits of Control, 39 JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS, 2004, 167 ss. hanno esaminato operazioni di fusione in cui il socio di controllo dell'offerente possiede anche azioni della società *target* e hanno rinvenuto che queste transazioni non sono dirette a un arricchimento personale del socio di controllo ma, piuttosto, provocano una redistribuzione della ricchezza all'interno del gruppo di società.

motivo di ricorrere in maniera così pervasiva a tutti quei meccanismi che per definizione servono “*to lock-in control*”.

Per affrontare la questione, traendo delle considerazioni di carattere generale, si rinnova l’attenzione sulle classificazioni precedentemente operate tra benefici privati pecuniari e non pecuniari e tra benefici trasferibili e non trasferibili. Si è detto che i benefici non pecuniari assumono la forma di gratifiche sovente legate a un determinato azionista di controllo e che, pur essendo grandemente apprezzate da quell’azionista, potrebbero non essere parimenti godute da altri.

E’ questo il caso della reputazione: trattasi di una qualità che si forma e si consolida nel corso del tempo in virtù della condotta assunta da un socio di controllo, ingenerando l’aspettativa che tale condotta verrà reiterata anche dalla sua discendenza. Una buona reputazione può produrre dei vantaggi tangibili, in termini di accesso a favori personali, coltivazione di relazioni sociali ed economiche e capacità di influenzare centri di potere. Si tratta, pertanto, di un *asset* significativo che però va a favore solamente di coloro a cui è associata la buona reputazione e che non può essere ridotto a un bene con un valore economico idoneo a essere scambiato.

L’esempio consente di avanzare due ordini di considerazioni: in primo luogo, nell’eventualità di un trasferimento del controllo, alcuni (non tutti) benefici non pecuniari sono persi dal cedente ma non sono trasmessi all’acquirente, con la conseguenza che essi andranno dispersi e non concorreranno alla formazione del prezzo pagato da questi. Ne deriva che l’eventuale premio di controllo comprenderà solo i benefici pecuniari e i benefici non pecuniari che siano trasmissibili. Coerentemente, le analisi dirette a misurare i benefici privati del controllo precisano che dal corrispettivo

pagato per l'acquisto di un blocco di controllo si ricava una sottostima del valore di tali benefici, perché tale prezzo comprende solo le utilità monetizzabili.⁷³

In secondo luogo, proprio perché vi sono benefici che possono essere realizzati solo a certe condizioni e da specifici soggetti, è ragionevole aspettarsi che, specie quando essi siano molto alti, il controllo di una società, oltre a essere concentrato, non sarà trasferito di frequente.⁷⁴

Queste riflessioni fanno supporre che in Svezia i benefici pecuniari (e trasferibili) siano molto limitati ma i benefici non pecuniari, derivanti dalla perpetuazione di una tradizione di controllo familiare che conferisce stima, prestigio e influenza (tanto più marcata perché si dispiega in un paese di dimensioni relativamente ridotte),⁷⁵ abbiano un grande valore personale – idiosincratico⁷⁶ – per i singoli clan familiari.

Così argomentando, si pongono le premesse per una riformulazione della teoria sui benefici privati del controllo, che si possa applicare in linea generale, includendo anche

⁷³ M. J. Barclay, C. G. Holderness, *Private Benefits from Control of Public Corporations*, cit., 374; T. Nenova, *The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis*, cit., 327; A. Dyck, L. Zingales, *Private Benefits of Control: an International Comparison*, cit., 542; O. Ehrhardt, E. Nowak, *Private Benefits and Minority Shareholders' Expropriation: Empirical Evidence from IPO's of German family owned firms*, cit., 11.

⁷⁴ A. Dyck, L. Zingales, *Private Benefits of Control: an International Comparison*, cit., 542.

⁷⁵ R. J. Gilson, *Controlling Shareholder and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, cit., 1666 osserva che in un paese relativamente piccolo come la Svezia, 15 famiglie sono sufficienti per esercitare, direttamente o indirettamente, un'influenza sull'economia del paese. Invece, negli Stati Uniti, imprenditori come Bill Gates o Warren Buffet, noti multimilionari, non sono nella posizione di incidere, da soli, sulle sorti del mercato americano. Di qui l'Autore sostiene che è ragionevole aspettarsi che i benefici non pecuniari negli Stati Uniti siano ridotti. In proposito, si osserva che l'Autore ha definito la Svezia come una "good law jurisdiction", attribuendo la limitata estrazione dei benefici privati a un sistema normativo complessivamente buono, piuttosto che a un sistema di regole extralegali. In ogni caso, la conclusione a cui giunge è la medesima riportata nel testo, e cioè che la concentrazione azionaria sia determinata dalla misura dei benefici non pecuniari: "Why then do we ever observe controlling shareholders in countries with functionally good law - namely, those with widely held and efficient controlling shareholder regimes - if controlling shareholders can extract only limited amounts of pecuniary private benefits of control? Unlike in an inefficient controlling shareholder system, in this system controlling shareholders are free to sell their positions without fear of exploitation by a new controller. The answer lies in the realm of non-pecuniary private benefits of control. Almost tautologically, non-pecuniary benefits must play a prominent role in regimes in which functionally good law keeps pecuniary private benefits low". (p. 1664)

⁷⁶ In economia, il termine "idiosincratico" fa riferimento a un fattore esogeno (sotto forma di un evento o di uno *shock*) che influenza una particolare variabile e nessun'altra.

apparenti eccezioni, come quella svedese. Al proposito, si presenterà di seguito la *rent-protection theory* elaborata da Lucian Bebchuk (1999),⁷⁷ il quale ha sviluppato un modello economico per dimostrare che, quando i benefici privati del controllo (intesi come *rent*, rendite di posizione) sono elevati, indipendentemente dal fatto che siano pecuniari o non pecuniari, si osserverà la formazione di un assetto azionario concentrato, essendo l'unico che consente di proteggere tali benefici (di qui, *rent-protection*) da un eventuale terzo che intenda appropriarsene.

Più in dettaglio, la teoria prende in esame la classica situazione di un ipotetico fondatore che detenga interamente il controllo della società ma che intenda quotarla, e quindi rivolgersi al mercato dei capitali per reperire finanziamenti esterni. Al momento della quotazione e postulando che sia in vigore la regola un'azione, un voto, il fondatore si trova di fronte all'alternativa tra mantenere il controllo della società, e quindi diffondere tra il pubblico solo la metà delle azioni componenti il capitale,⁷⁸ oppure rinunciarvi e lasciare che tutte le azioni della società siano disperse sul mercato.

La scelta non è di secondaria importanza, perché da essa dipende il futuro rendimento economico per tutti gli azionisti e la misura dei benefici privati del controllo, che insieme costituiscono il valore complessivo della società (*total firm value*).⁷⁹

⁷⁷ L. A. Bebchuk, *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, NBER Working Paper, 1999.

⁷⁸ L. A. Bebchuk, *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, cit., 5.

⁷⁹ Come rilevato da L. A. Bebchuk, *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, cit., 2, "the choice of the structure might affect the future cash flows to shareholders and the private benefits of control to the company's manager – and thus also the sum of these two, which is the total value that will be produced by the corporation". In un altro scritto, L. A. Bebchuk, M. Kahn, *A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests*, cit., 1090 affermano che "Social wealth principally consists of the value of the company to the shareholders, which we term 'company value'... Socialwealth also includes any value captured by those controlling the company after the contest (and not shared among the shareholders at large). We will refer to such value as the private benefits of control". Operano la medesima precisazione anche M. Burkart, S. Lee, *One-Share, One-Vote: the Theory*, 12 REVIEW OF FINANCE, 2008, 29: "...total firm value, that is, the sum of security benefits and private benefits".

Nell'effettuare tale valutazione, il fondatore avrà riguardo alla soluzione che massimizzi il valore risultante dalla somma del rendimento economico delle azioni (in proporzione al capitale detenuto) e dei benefici privati del controllo, pecuniari e non.

In uno scenario di non concorrenza, in cui non sia possibile che un investitore acquisisca il controllo della società rastrellando azioni sul mercato, Bebchuk dimostra che il fondatore opterà sempre per una struttura diffusa, perché questa massimizza il suo ritorno personale.⁸⁰

Invece, nell'ipotesi in cui l'assetto proprietario possa essere alterato a seguito di negoziazioni sul mercato, il fondatore sceglierà di mantenere il controllo della società. L'intuizione alla base di questa conclusione è la seguente: se i benefici privati del controllo sono potenzialmente elevati, una struttura proprietaria dispersa catalizzerebbe l'interesse di un investitore che intenda appropriarsi di tali benefici. Questi potrebbe acquistare la metà delle azioni componenti il capitale sociale (ipotizzando, come detto, che sia in vigore la regola un'azione, un voto) a un prezzo scontato: siccome le azioni disperse sul mercato valgono meno delle azioni appartenenti a un blocco, egli sarebbe in condizione di conquistare il controllo – e quindi di accedere ai benefici che ad esso pertengono – senza pagare alcun premio di controllo.

⁸⁰ Si rimanda a L. A. Bebchuk, *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, cit., 9-11 per le formule matematiche. In forma discorsiva, il suo modello si può sintetizzare nel seguente modo: si assuma che il fondatore sia avverso al rischio e che, pertanto, la detenzione di un blocco di controllo, impedendo la possibilità di diversificazione del patrimonio individuale, costituisca anche un costo per lui. Scegliendo una struttura dispersa, il fondatore ricaverà l'intero ritorno economico delle azioni (siccome le vende tutte) e i benefici del controllo che gli derivano dalla sua posizione di amministratore delegato della società (non esistendo un azionista di controllo, la posizione di effettivo controllo è infatti detenuta dai *managers*). Scegliendo una struttura concentrata, il fondatore ricaverà il 50% del rendimento economico delle azioni (siccome ne vende solo la metà, ipotizzando che sia in vigore la regola un'azione, un voto) e i benefici del controllo in quanto *manager*, al netto del costo che sostiene per il fatto di essere avverso al rischio. In una situazione in cui il fondatore rimanga come *manager*, senza che nessuno possa mettere in discussione il suo controllo, egli sceglierà l'assetto disperso, perché il valore complessivo che ne risulta è superiore.

L'ipotetico fondatore che preveda tale evoluzione sceglierà quindi, razionalmente, di non lasciare il controllo “*up for grabs*” di un ipotetico rivale e di quotare la società mantenendo un assetto concentrato. In altri termini, in presenza di benefici elevati associati alla detenzione del controllo, una composizione azionaria dispersa rappresenterebbe un equilibrio instabile, presentando *in re ipsa* le condizioni per una futura aggregazione di azioni in capo a un unico soggetto e quindi per il “passaggio” a una struttura concentrata.

Si presti attenzione al fatto che la validità di questa teoria non dipende dalla fonte dei benefici privati ma si applica se e in quanto essi siano presenti. I benefici privati potrebbero essere l'espressione della qualità della legislazione (che ammette o limita la loro estrazione)⁸¹ oppure essere il prodotto di un certo assetto sociale⁸² oppure, come si vedrà meglio nella Parte II, essere modellati sulla base delle caratteristiche di uno specifico settore o industria.⁸³ In sintesi, ciò che si vuole dimostrare è che la misura dei benefici privati, a prescindere dalla fonte (legale o extralegale) o natura (pecuniaria o non pecuniaria), è un elemento determinante nella formazione della struttura azionaria: in particolare, al crescere della loro entità aumenterà la probabilità che essi vengano preservati attraverso una struttura concentrata.

Tanto chiarito sul rapporto tra benefici privati del controllo e assetto proprietario, risulta ora opportuno soffermarsi su un'ulteriore risultanza empirica evidenziata in precedenza, e cioè che una struttura proprietaria concentrata si accompagna solitamente

⁸¹ Come per R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, cit., 471 ss.

⁸² Come nel caso della Svezia.

⁸³ L. A. Bebchuk, *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, cit., 24-25: “The model indicates that a company is more likely to have a CS [Controlling Shareholder] structure when the private benefits of control are large. These private benefits for a given company depend not only on the country's legal rules but also on company-specific and industry-specific parameters. Thus, within each country, CS structures should be expected to be more common in industries or circumstances in which private benefits are relatively large”.

a uno schema societario che consente di rompere la connessione tra diritto di voto (*voting rights*) e partecipazione al capitale sociale (*cash flows*).

A tal fine, dei vari espedienti che possono essere adottati, una struttura *dual class* costituisce lo strumento più diretto ed efficace per dissociare il potere di voto dall'investimento economico: per questo, è stata significativamente definita come un esempio di “*extreme governance*”.⁸⁴

Continuando l'analisi dell'ipotetica situazione sopra presentata, si assuma che sia consentito emettere due categorie di azioni, di cui una (Categoria A) conferisca tutti i voti ma rappresenti solo una percentuale del capitale sociale. Presente tale assetto, la competizione per il controllo avrà a oggetto il possesso delle (sole) azioni di questa *class*: a tal fine, un investitore dovrebbe assicurarsi almeno la metà delle azioni di Categoria A.

Se il fondatore scegliesse di quotare la società con una struttura diffusa, le azioni di Categoria A sarebbero disperse nel mercato: per un potenziale rivale, conquistare il controllo sarebbe ancora più facile rispetto a un assetto con una distribuzione proporzionale del voto. Mentre in quest'ultimo caso, il controllo sarebbe ottenuto con certezza solo acquisendo almeno la metà del capitale sociale, in presenza di una deviazione dal principio di proporzionalità basterebbe garantirsi la frazione di una frazione (*i.e.* la metà delle azioni della categoria con potere di voto). Ne discende che la scelta di emettere *dual class* in combinazione con un assetto diffuso al momento della quotazione porterebbe a un equilibrio ancora più instabile, che verrebbe repentinamente sovvertito con l'acquisizione del controllo da parte di un terzo.⁸⁵

⁸⁴ P. A. Gompers, J. Ishii, A. Metrick, *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, 23 REVIEW OF FINANCIAL STUDIES, 2010, 1051 ss.

⁸⁵ L. A. Bebchuk, *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, cit., 19.

Si comprende quindi come, laddove i benefici privati del controllo siano elevati, non si assista alla creazione di una struttura dispersa e nemmeno (anzi, tantomeno) di una struttura dispersa con *dual class*, pur tecnicamente concepibile e realizzabile.⁸⁶

Al contrario, qualora decida di quotare la società con un assetto concentrato, il fondatore preferirà adottare una *dual class* e detenere le azioni di Categoria A. In assenza di restrizioni legislative o di altro tipo al rapporto di voti tra categorie, infatti, il fondatore potrà mantenere il controllo con una percentuale di capitale risibile. Ciò gli consentirà di ridurre i costi di liquidità e di mancata diversificazione che si accompagnano alla detenzione di un blocco di maggioranza e quindi di mantenere il controllo con oneri ridotti.

Concludendo, in questo capitolo si sono trattate le fonti e la natura dei benefici privati del controllo e la loro rilevanza nella formazione dell'assetto proprietario di una società. In particolare, laddove tali benefici siano elevati si osservano tendenzialmente strutture concentrate. In questi casi, inoltre, il controllo è detenuto per il tramite di meccanismi che deviano dal principio di proporzionalità, come le *dual class*, che alleviano sostanzialmente il costo della detenzione di un blocco di maggioranza.

L'analisi delle *dual class* in relazione a una struttura proprietaria concentrata nell'ottica del solo azionista di controllo rischia tuttavia di non essere sufficiente per la compiuta comprensione di tale sistema di allocazione del voto. Se si assume la prospettiva degli azionisti non di controllo, infatti, le *dual class* associano ai costi di un assetto proprietario concentrato (l'estrazione di benefici privati del controllo)

⁸⁶ Studi seminali in tema di *dual class*, S. J. Grossman, O. Hart, *One-Share, One-Vote and the Market for Corporate Control*, cit., 175 ss. e H. Milton, A. Raviv, *Corporate Governance. Voting Rights and Majority Rules*, 20 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 1988, 2013 ss. utilizzano modelli che presuppongono una struttura azionaria dispersa. Nella realtà, le *dual class* sono impiegate in società ad azionariato concentrato; invero, sono strumenti di mantenimento del controllo. Cfr., tra gli altri, T. Nenova, *How to dominate a firm with valuable control? Dual class firms around the world: regulation, security-voting structure and ownership pattern*, SSRN Working Paper, 2001, 6; 18 (Tabella 4).

quelli tipici di una struttura azionaria diffusa (il rischio di decisioni gestionali inefficienti). Al tempo stesso possono però rafforzare la funzione di *monitoring* sugli amministratori da parte degli azionisti con potere di voto superiore a vantaggio di tutta la compagine sociale, attenuando così il tipico conflitto di agenzia tra gestori e soci. Per completare l'inquadramento, nel capitolo successivo si tratteranno pertanto le dinamiche di *governance* proprie di società con assetto proprietario disperso.

3. I costi di agenzia nelle società ad azionariato diffuso

3.1. L'essenza del conflitto di agenzia tra amministratori e azionisti

Nel 1776, Adam Smith, in un'opera che sarebbe diventata un classico della letteratura di diritto commerciale,⁸⁷ tracciava i caratteri essenziali di una *joint stock company*, la moderna società per azioni. Senza nascondere il proprio scetticismo, l'Autore descriveva gli investitori come “*adventurers*” che, senza conoscenza alcuna del tipo di commercio della società né desiderio di essere coinvolti nella sua gestione, conferivano la propria ricchezza personale a estranei, gli amministratori, accontentandosi di ricevere in cambio un dividendo annuale.

In relazione a tale rapporto, appariva ragionevole aspettarsi che gli amministratori, essendo custodi di risorse altrui, non avrebbero impiegato lo stesso grado di attenzione dedicato invece al loro stesso patrimonio e, pertanto, “*negligence and profusion*” sarebbero sempre prevalsi in questo tipo di impresa comune. Di qui, secondo Smith, si poteva derivare la ragione per cui la *joint stock company* non aveva – e non avrebbe avuto – grande successo.⁸⁸

⁸⁷ A. Smith, *The Wealth of Nations*, 1776, 1a edizione.

⁸⁸ A. Smith, *On Joint Stock Companies*, in A. Smith, *The Wealth of Nations*, 1789, 5a edizione.

Più di centocinquant'anni dopo (1932), Adolf Berle e Gardiner Means⁸⁹ osservavano che le *corporations*, “*grown to tremendous proportions*”, avevano rivoluzionato il regime di proprietà e il sistema di organizzazione dell'economia moderna e richiedevano ormai di essere considerate “*as a major social institution*”.

La ricchezza di un numero indefinito di individui era stata infatti incanalata in enormi aggregati patrimoniali, la cui gestione era convogliata sotto una direzione unitaria. La proprietà (*ownership*) era stata frammentata in una miriade di unità minori e così lo stesso potere di disposizione e controllo (*control*) che a essa era associato aveva perso la sua connotazione tradizionale.

In un contesto siffatto, il presentimento di Smith veniva confermato da Berle e Means: “*The separation of ownership from control produces a condition where the interests of owners and ultimate managers may, and often do, diverge, and where many of the checks which formerly operated to limit the use of power disappear*”.

Tale divergenza tra gli interessi dei titolari ultimi del patrimonio sociale, gli azionisti, e quelli degli amministratori è stata tradizionalmente descritta come il costo derivante dall'instaurazione di un rapporto contrattuale di agenzia. I soci (*principals*) delegano agli amministratori (*agents*) il potere di assumere una parte delle decisioni che riguardano la società per loro conto, riservandosi il diritto di decidere direttamente nelle materie suscettibili di alterare in maniera fondamentale la struttura e l'attività sociale nonché di revocare la delega.⁹⁰ Tuttavia, siccome gli amministratori gestiscono risorse

⁸⁹ A. A. Berle, G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932.

⁹⁰ La relazione di agenzia è descritta da M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, cit., 308. Gli Autori individuano tre costi associati a qualsiasi relazione di agenzia: il costo del monitoraggio dell'operato dell'agente nel corso dell'espletamento del mandato (*monitoring costs*); il costo di garantire che l'*agent* eviti azioni che vadano a danno del *principal* o che, alternativamente, sia disposto a pagarne le conseguenze (*bonding costs*) (in ambito societario, un esempio di *bonding cost* avanzato dall'Autore riguarda la scelta della società di avere un revisore esterno che controlli i conti di bilancio e che quindi prevenga un comportamento opportunistico degli amministratori); il costo di sopportare decisioni che non vadano pienamente a

non proprie, il problema essenziale per gli azionisti è di assicurarsi gestori fedeli, attraverso il monitoraggio del loro operato e un sistema di incentivi che allineino gli interessi degli amministratori con i propri.

Questa sintesi, che riepiloga l'essenza del problema di agenzia nella sua dimensione verticale, *i.e.* tra azionisti e *managers*,⁹¹ richiede alcuni chiarimenti: in che modo gli azionisti esercitano il proprio potere nei confronti degli amministratori; qual è l'interesse degli azionisti che gli amministratori devono perseguire; che forma assumono tali costi di agenzia.

3.2. Tipologia dei costi (*stealing* e *shirking*) a carico degli azionisti non di controllo e incidenza sul valore della società

Il contratto di agenzia che lega i soci agli amministratori è per definizione incompleto, perché non è possibile prevedere a priori l'esatto comportamento che le parti dovranno assumere nelle circostanze contingenti.⁹² Le norme del diritto societario, incluso il dovere fiduciario degli amministratori nei confronti dei *principals*,⁹³ contribuiscono a definire più esattamente il sistema di diritti e responsabilità ma non sono in ogni caso sufficienti per regolare nel dettaglio le dinamiche che concretamente sorgono in ciascuna società.

vantaggio del *principal*, sull'assunto che permanga sempre qualche divergenza tra le utilità personali delle due parti (*residual loss*).

⁹¹ La differenza tra la dimensione verticale (amministratori – soci) e la dimensione orizzontale (azionista di controllo – azionisti di minoranza) è illustrata, anche graficamente, da M. J. Roe *The Institutions of Corporate Governance*, in C. Menard, M. M. Shirley (a cura di), *Handbook of New Institutional Economics*, Dordrecht, Springer, 2005, 373.

⁹² F. H. Easterbook, D. R. Fischel, *Voting in Corporate Law*, 26 JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS, 1983, 401.

⁹³ Il carattere fiduciario del dovere dell'*agent* è descritto in generale da W. T. Allen, R. Kraakman, G. Subramanian, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organizations*, New York, Wolters Kluwers, 2012, 26: "When we say that a legal relationship is fiduciary in character, we generally mean that legal power over property (including information) held by the fiduciary is held for the sole purpose of advancing the aim of a relationship pursuant to which she came to control that property".

Il diritto di voto attribuisce formalmente ai soci l'autorità di incidere su tali dinamiche e, in particolare, conferire, confermare o revocare la delega agli amministratori.⁹⁴ Coerentemente con la rilevanza di tale funzione, il diritto di voto è considerato il più importante tra le prerogative che spettano ai soci.

Secondo la tradizionale concezione dell'impresa come un “*nexus for a set of contracting relationships among individuals*”,⁹⁵ la giustificazione teorica dell'attribuzione del voto ai soci e, in via di principio, solo a essi deriva dalla loro qualità di *residual claimants*.

In altri termini, l'impresa societaria può essere considerata come un insieme di accordi tra parti contraenti, tra cui si annoverano non solo i soci e gli amministratori, ma anche gli operatori economici che sono a vario titolo coinvolti nell'attività sociale, quali i dipendenti, i creditori, i fornitori, i clienti. Mentre questi ultimi soggetti sono legati all'impresa da contratti che specificano esattamente gli adempimenti di ciascuno, così che in ogni momento è chiaro cosa una parte abbia il dovere di prestare e il diritto di ricevere, gli azionisti non hanno titolo a ricevere una quota fissa di proventi dalla società ma godono della prerogativa di soddisfarsi sulle risorse che siano eventualmente rimaste dopo che tutte le altre parti siano state compensate.⁹⁶

⁹⁴ Nelle parole di F. H. Easterbook, D. R. Fischel, *Voting in Corporate Law*, cit., 402, “*the right to vote is the right to make all decisions not otherwise provided by contract – whether the contract is express or supplied by legal rule. The right to make the decisions includes the right to delegate them*”.

⁹⁵ M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, cit., 310. L'espressione è stata successivamente ripresa, tra gli altri, da F. H. Easterbook, D. R. Fischel, *Voting in Corporate Law*, cit., 401: “*From an economic perspective, a corporation is just a name for a great web of contractual arrangements*”.

⁹⁶ Cfr. la definizione di E. F. Fama, M. C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, 26 J. L. AND ECON., 1983, 302: “*The contract structures of most organizational forms limit the risks undertaken by most agents by specifying either fixed promised payoffs or incentive payoffs tied to specific measures of performance. The residual risk – the risk of the difference between stochastic inflows of resources and promised payments to agents – is borne by those who contract for the rights to net cash flows. We call these agents the residual claimants or residual risk bearers*”.

In quest'ottica, il ritorno economico dei soci dipende dall'andamento complessivo dell'attività sociale, nel senso che essi ricevono i margini dei guadagni prodotti e incorrono altresì nei costi marginali. Pertanto, secondo questa logica, che rispecchia la prospettiva tradizionale e tuttora dominante,⁹⁷ la massimizzazione del valore per gli azionisti nel medio-lungo termine equivale alla massimizzazione della ricchezza complessivamente generata dalla società, andando a beneficio di tutte le categorie di soggetti che entrano in contatto con essa.⁹⁸ Si comprende allora perché, in quanto *residual claimants*, solamente i soci hanno i giusti incentivi per esercitare la discrezione insita nel potere di voto.⁹⁹

A ciò si aggiunga che l'obiettivo unitario di massimizzazione del valore della società, che rende la categoria dei soci omogenea rispetto agli altri gruppi,¹⁰⁰ è relativamente semplice da quantificare: nelle società quotate, il prezzo di mercato delle

⁹⁷ Si rimanda a quello che è forse il contributo accademico più noto sulla centralità dello *shareholder value*, H. Hansmann, R. Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 GEORGETOWN LAW JOURNAL, 2001, 439 per cui “*there is no longer any serious competitor to the view that corporate law should principally strive to increase long-term shareholder value*”. Questo modello si basa sui seguenti principi cardine: il controllo ultimo della società è detenuto dagli azionisti (“*ultimate control over the corporation should rest with the shareholder class*”); gli amministratori hanno il dovere di gestire la società nell'interesse degli azionisti; gli altri gruppi che gravitano attorno alla società (“*other corporate constituencies*”) come i creditori, i dipendenti, etc., devono essere tutelati da previsioni legali e contrattuali *ad hoc* piuttosto che attraverso il potere di prendere parte alle decisioni che riguardano la società; gli azionisti di minoranza dovrebbero essere tutelati nei confronti dell'azionista di controllo; il valore di mercato delle azioni quotate è lo strumento principale per stimare l'interesse degli azionisti (pp. 440-441).

⁹⁸ Una sintesi delle caratteristiche distintive dello *shareholder value principle*, secondo il “*conventional wisdom*”, è offerta da M. M. Blair, *Shareholder Value, Corporate Governance, and Corporate Performance*, in P. K. Cornelius, B. Kogut (a cura di), *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 6 il cui contributo è peraltro volto a evidenziarne i profili critici.

⁹⁹ F. H. Easterbook, D. R. Fischel, *Voting in Corporate Law*, cit., 403: “*As the residual claimants, the shareholders are the group with the appropriate incentives (collective choice problems to one side) to make discretionary decisions*”.

¹⁰⁰ F. H. Easterbook, D. R. Fischel, *Voting in Corporate Law*, cit., 405: “*If a firm makes inconsistent choices, it is likely to self-destruct. Consistency is possible, however, when voters commonly hold the same ranking of choices (or when the rankings are at least single peaked)*”. H. Hansmann, *The Ownership of Enterprise*, Cambridge, Harvard University Press, 1996, 62 non nega che vi siano anche conflitti tra gli stessi soci ma precisa che “*whatever differences that remain are likely to be modest in comparison with those that divide other classes of a firm's patrons, such as its employees or customers*”.

azioni costituisce la principale misura della realizzazione dell'interesse degli azionisti.¹⁰¹

Questa metrica funge da guida e, al tempo stesso, da parametro di valutazione della prestazione degli amministratori.¹⁰² È riguardo a essa, conseguentemente, che gli interessi dei gestori devono essere allineati rispetto a quelli dei soci, riducendo così i costi di agenzia insiti nella delega della gestione sociale.

Rimane ora da analizzare in maggior dettaglio in che cosa consistano tali costi di agenzia. Mantenendo per il momento la dimensione verticale entro cui tali costi si manifestano, e quindi una situazione di diffusione sul mercato della maggior parte delle azioni emesse, si rileva che l'esercizio del diritto di voto, che serve formalmente a controbilanciare il disequilibrio di potere tra azionisti e amministratori, non è privo di costi.

Il noto "problema di azione collettiva" è espressione del divario tra la formale attribuzione del potere di voto e la sua reale incidenza. Gli azionisti, non coordinati tra loro, non possiedono individualmente gli incentivi razionali per esprimere il proprio voto in maniera informata: il beneficio che una scelta ponderata potrebbe generare in capo a ciascun azionista non giustifica il suo costo personale nell'adottarla e, soprattutto, i voti detenuti dai singoli non sono ordinariamente in grado di influenzare

¹⁰¹ Come rilevato da H. Hansmann, *The Ownership of Enterprise*, cit., 62 il valore della società misurato dal prezzo di mercato delle azioni è il "common objective for a firm's investors as investors".

¹⁰² Cfr. H. Hansmann, R. Kraakman, *Reflections on the End of History for Corporate Law*, in A. Rasheed, T. Yoshikawa (a cura di), *Convergence of Corporate Governance: Promise and Prospects*, New York, Palgrave-MacMillan, 2012, 6, che mettono in luce l'impraticabilità di un sistema in cui gli amministratori abbiano doveri fiduciari non solo nei confronti dei soci ma anche nei confronti delle altre categorie. Ciò non significa che gli amministratori non possano curare anche gli interessi di altre *constituencies*, come quella dei lavoratori bensì che, nel farlo, siano comunque guidati dalla massimizzazione del valore per gli azionisti. Più precisamente, gli amministratori "are not in violation of their duties under the SSM [standard shareholder-oriented model] if they follow conventional morality in acting fairly and even generously toward constituencies other than shareholders. What distinguishes the SSM... [is that] it is the norms of the shareholders, and not those of the employees, that determine the appropriate level of this generosity".

l'esito della deliberazione assembleare. Da un punto di vista economico, pertanto, la scelta più logica per i singoli azionisti è di rimanere passivi ("apatia razionale").¹⁰³

I problemi di apatia razionale e di azione collettiva che gli azionisti affrontano crea (o meglio, favorisce) le condizioni affinché gli amministratori assumano un corso d'azione che non sia primariamente rivolto alla massimizzazione del valore della società. Questa condotta fuorviante può assumere due connotazioni: in primo luogo, gli amministratori possono distrarre le risorse sociali in favore di se stessi (*stealing*). Essi potrebbero, ad esempio, adottare espedienti che direttamente o indirettamente aumentino il proprio compenso¹⁰⁴ oppure concludere affari che non risultino vantaggiosi per la società ma lo siano per una controparte a loro riconducibile.

In secondo luogo, gli amministratori potrebbero assumere decisioni gestionali sbagliate, che deprimono il valore della società (*shirking*), come ad esempio sovra- o sotto- investimenti, lentezza nella reazione ai cambiamenti del mercato, mancata adozione di tecnologie efficienti, etc.¹⁰⁵ A differenza del primo tipo, questo comportamento non è assunto con il precipuo scopo di sottrarre risorse e arricchirsi ma è più che altro il frutto dell'assenza di adeguati incentivi che inducano i gestori a

¹⁰³ Cfr. M. J. Roe, *Strong Managers, Weak Owners*, Princeton, Princeton University Press, 1994; W. T. Allen, R. Kraakman, G. Subramanian, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organizations*, cit., 154 concludono che, nella prospettiva del singolo azionista, "economically, her incentive is to remain passive".

¹⁰⁴ M. C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover*, 76 AMERICAN ECONOMIC REVIEW, 1986, 323 ss. evidenzia il ruolo della distribuzione dei dividendi e di altre forme di elargizione a favore dei soci. La redistribuzione di denaro riduce il livello di risorse sotto il controllo degli amministratori e li rende dipendenti dal (lo scrutinio del) mercato dei capitali in caso di futura necessità di finanziamenti. Allo stesso modo, gli amministratori hanno l'incentivo a far crescere l'azienda oltre le dimensioni ottimali perché così il loro potere si estende su maggiori risorse e il loro compenso aumenta.

¹⁰⁵ M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, cit., 310 evidenziano che il problema di agenzia nella forma di appropriazione delle risorse sociali ("*manager's tendency to appropriate perquisites out of the firm's resources for his own consumption*") non è l'unica e nemmeno la più importante fonte di conflitto. Piuttosto, la riduzione dell'impegno mentale e della devozione alla società rappresenta la perdita più significativa per gli azionisti. "*Indeed, it is likely that the most important conflict arises from the fact that as the manager's ownership claim falls, his incentive to devote significant creative activities such as searching out new profitable ventures falls*".

dedicare il massimo impegno al perseguimento del valore della società, che si traduce in una prestazione sub-ottimale.

Da un punto di vista di politica legislativa, mentre il diritto societario in generale tende a prevenire e/o contenere il primo genere di appropriazione (ad esempio, attraverso la regolamentazione delle operazioni con parti correlate), è meno efficace con riguardo al secondo. Le conseguenze derivanti da un *bad decision-making* sono infatti coperte dalla *business judgement rule*, la quale impedisce lo scrutinio di quelle decisioni che, assunte nel rispetto delle procedure e delle formalità prescritte dalla legge e senza incorrere in violazioni sostanziali, si siano in concreto rivelate poco o non profittevoli per la società.¹⁰⁶

Le conseguenze dello *shirking* possono, a ben vedere, essere molto più pesanti di un comportamento opportunistico, “meramente” rivolto a guadagnare di più. Si può quindi comprendere perché, nelle società ad azionariato disperso, la soluzione ai costi di agenzia vada ricercata nella formula meglio in grado di allineare gli interessi dei *managers* con quelli degli azionisti, per il tramite di incentivi (come il compenso su base azionaria) che inducano i primi ad assumere decisioni gestionali idonee al perseguimento del valore della società.¹⁰⁷

Tale problema di allineamento, tipico delle *public companies*, che come detto nasce dall'assenza di una sostanziale esposizione economica degli amministratori, è molto attenuato in presenza di un azionista di maggioranza. In tale contesto, l'opportunismo degli amministratori assume minore rilevanza o perché essi si trovano a rispondere a

¹⁰⁶ M. J. Roe, *Corporate Law's Limits*, cit., 242-243 osserva che “*managerial agency costs are the sum of managers' overreaching (unjustifiably high salaries, self-dealing transactions, and so on) and their mismanagement. Economic analyses typically lump these together and call them 'agency costs'. But agency costs come from stealing and from shirking. It is correct to lump them together in economic analyses as costs to shareholders, because costs are visited upon shareholders. But it is incorrect to think that law minimizes each cost to shareholders equally well*”.

¹⁰⁷ J. Armour, H. Hansmann, R. Kraakman, *Agency Problems and Legal Strategies*, in R. Kraakman *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, Oxford University Press, 2009, 35-36.

una controparte forte, in grado di determinare le sorti del loro ufficio, o perché lo stesso azionista di maggioranza riveste la carica di amministratore esecutivo.

In questo caso, nella prospettiva degli azionisti non di controllo, prevale il rischio di *stealing*: l'azionista di maggioranza è infatti indotto a estrarre valore dalla società a suo vantaggio, per godere dei benefici privati del controllo.¹⁰⁸

È meno probabile, invece, che questi provochi un depauperamento della società (direttamente oppure indirettamente con un inefficiente monitoraggio degli amministratori) a causa di decisioni imprenditoriali sbagliate (*shirking*) perché, a differenza del *management* di una genuina *public company*, la conseguente perdita graverà direttamente sul valore della sua (consistente) partecipazione al capitale.¹⁰⁹

Alla luce delle considerazioni che precedono, si può osservare che i benefici privati del controllo e i costi di agenzia manageriale sono analoghi nel risultato ma qualitativamente diversi nella rispettiva forma di espressione.¹¹⁰ Sono analoghi perché l'azione degli *insiders* (amministratori o socio di controllo) si traduce comunque in una sottrazione di valore agli *outside shareholders*.

Sono differenti perché, quando un azionista di controllo estrae risorse sociali, il suo obiettivo principale è convogliare la ricchezza sociale a sé (*diversion*). Il fatto che gli altri azionisti siano penalizzati è una (mera) conseguenza della sua azione.

Quando invece gli amministratori conducono una gestione sbagliata degli affari sociali, ne risulta, in primo luogo, un depauperamento del valore della società (*dissipation*), mentre il trasferimento di ricchezza agli amministratori è un profilo di minore rilevanza.

¹⁰⁸ M. J. Roe, *The Institutions of Corporate Governance*, cit., 374.

¹⁰⁹ M. J. Roe, *Corporate Law's Limits*, cit., 243.

¹¹⁰ M. J. Roe, *Corporate Law's Limits*, cit., 246-247.

L'associazione dello *stealing* e dello *shirking*, a strutture, rispettivamente, a proprietà concentrata e a proprietà diffusa risponde alla necessità di delineare in teoria le differenze principali tra i due sistemi ed è di carattere tendenziale. L'interesse all'analisi delle *dual class* sorge proprio perché, come si vedrà, tale tecnica è potenzialmente in grado di incidere sull'entità di entrambi i costi.

4. L'interazione tra benefici privati del controllo e costi di agenzia nelle società *dual class*

4.1. Gli effetti delle *dual class* sulla gestione

Secondo la classica letteratura in tema di *takeovers*, una società quotata dovrebbe essere amministrata da coloro che sono meglio in grado di incrementare il valore della stessa, come riflesso nel prezzo di mercato delle azioni. In società a struttura azionaria diffusa, il mercato dei capitali svolge in teoria la funzione di promuovere un ricambio efficiente di *underperforming management teams*.¹¹¹

Sulla scorta del pensiero tradizionale, assumendo che il mercato sia in grado di anticipare correttamente gli scarsi rendimenti che saranno generati dalle attuali scelte degli amministratori, le azioni della società dovrebbero essere negoziate a sconto e, in conseguenza del deprezzamento, un terzo in grado di apportare una più efficiente gestione delle risorse sociali¹¹² potrebbe acquisire una partecipazione rilevante a un prezzo scontato e poi sostituire i correnti *insiders*.¹¹³

¹¹¹ Cfr. H. G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, 1965, 112 ss.; H. G. Manne, *Some Theoretical Aspects of Share Voting: An Essay in Honor of Adolf A. Berle*, 64 COLUM. L. REV., 1964, 1430 ss.

¹¹² Cfr. R. Kraakman, *Taking Discounts Seriously: The Implications of "Discounted" Share Prices as an Acquisition Motive*, 88 COLUM. L. REV., 1988, 893 ss. per una sintesi delle diverse ipotesi che spiegano l'esistenza di un *takeover premium*. La giustificazione tradizionale è che un *takeover* conduca a un

Seguendo questa logica, la contendibilità del controllo costituisce lo strumento più importante per la protezione delle minoranze azionarie: laddove il merito di decisioni gestionali sbagliate non può essere soggetto al sindacato del giudice, la concorrenza del mercato, guidata dai potenziali guadagni ricavabili da un rialzo del prezzo delle azioni (acquistate a sconto),¹¹⁴ disciplina la condotta dei *managers* e, in tale modo, riduce il costo del disallineamento di interessi rispetto agli azionisti.

In pratica, il ricambio dei vertici societari non sempre funziona come la teoria suppone. Un mercato per il controllo societario dinamico non necessariamente conduce a trasferimenti del controllo efficienti perché l'efficienza non è, in concreto, l'unica ragione che giustifica operazioni di acquisizione: presunzione (*hubris*)¹¹⁵ e ambizioni espansionistiche (*empire building*)¹¹⁶ possono risultare in transazioni che, invece di aumentare, riducono il valore della società *target*. In questo senso i *takeovers*, più che una soluzione ai problemi di agenzia, possono costituirne la diretta espressione.¹¹⁷

In alternativa alle forze di mercato, il conflitto di interessi tra *insiderse* azionisti può essere attenuato dalla formazione di una posizione di controllo.

Più specificamente, una partecipazione rilevante al capitale in capo a uno o a un gruppo ristretto di azionisti conferisce in linea teorica sia l'incentivo sia

utilizzo migliore delle risorse societarie (“*redeployment or better management of assets*”) e alla creazione di “*synergy benefits*”.

¹¹³ Il valore del *corporate control* risiede infatti nel potere di nominare, revocare e fissare il compenso degli amministratori esecutivi. Cfr. E. F. Fama, M. C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, cit., p. 311; M. C. Jensen, R. S. Ruback, *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, 11 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 1983, 5.

¹¹⁴ H. G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, cit., 113.

¹¹⁵ R. Roll, *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*, 59 JOURNAL OF BUSINESS, 1986, 199-200.

¹¹⁶ M. C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover*, cit., 323. V. anche G. W. Dent, *Dual Class Capitalization: A Reply to Professor Seligman*, 54 GEO. WASH. L. REV., 1986, 738 e 748.

¹¹⁷ M. Burkart, S. Lee, *One-Share, One-Vote: the Theory*, cit., 26: “*actual takeovers can be a manifestation as much as a cure of agency problems*”. Allo stesso tempo, la sola minaccia che la società sia soggetta a un'acquisizione si può tradurre in una distrazione del *focus* degli amministratori dalla conduzione del *core business* e nell'adozione di una serie di tattiche difensive (concernenti i termini e la stipulazione dei contratti di lavoro, gli investimenti in ricerca e sviluppo, l'attenzione ai profitti di breve termine).

l'opportunità per controllare l'operato degli amministratori, così da limitare la distrazione di risorse sociali (*stealing*) e da correggere un'eventuale gestione inefficiente (*shirking*).

La formazione di una parziale concentrazione azionaria agisce quindi come sostituto del mercato, perché conferisce al primo azionista l'incentivo per assumere una condotta che, diretta a tutelare il proprio investimento, vada altresì a beneficio degli azionisti di minoranza, superando i problemi di apatia razionale e coordinamento che rendono questi ultimi sostanzialmente passivi. La minore contendibilità della società è, di conseguenza, compensata da un maggiore allineamento degli interessi tra azionisti.

Sotto una diversa prospettiva, tuttavia, al progressivo incremento della quota di capitale detenuta si accompagna la possibilità di estrarre i benefici privati del controllo. Anzi, la ragione alla base dell'acquisizione e del mantenimento di un blocco di controllo potrebbe risiedere non (solo) nell'intenzione di incrementare il valore della società bensì in quello di approfittare delle utilità, pecuniarie e non, che a esso si associano.¹¹⁸

Si può quindi sostenere che la concentrazione azionaria può attenuare il conflitto tra amministratori e soci, perché l'azionista di riferimento, nella misura in cui rimanga un *outside shareholder*, svolge una funzione di *monitoring* dei gestori.

Dall'altra parte, la concentrazione azionaria può fondare un conflitto tra soci: quanto più il controllo è forte, tanto più gli interessi degli azionisti di minoranza divergono da quelli del primo azionista il quale, da *insider*, è nella condizione di estrarre i benefici privati del controllo.

Il carattere descrittivo di questa parte rende inevitabile una rappresentazione delle problematiche in forma schematica e modulare: la realtà concreta è invero composta da

¹¹⁸ Sul punto, per una sintesi, v. W. T. Allen, R. Kraakman, G. Subramanian, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organizations*, cit., 417. V. anche D. L. Ratner, *The Government of Business Corporations: Critical Reflections on the rule "One-Share, One-Vote"*, 56 CORNELL L. REV., 1970, 21.

situazioni intermedie, in cui la relazione tra azionisti e amministratori e tra gli stessi azionisti presenta elementi di criticità riconducibili, a seconda, a una struttura proprietaria genuinamente diffusa e a un assetto fortemente concentrato.

Scopo centrale della presente analisi è indagare come le interazioni appena descritte debbano essere ripensate in funzione di un'allocazione del potere che si discosti dal principio di proporzionalità tra partecipazione al capitale e diritto di voto, consentendo a un socio di detenere il controllo con una partecipazione minoritaria di capitale sociale.

Anzitutto si osserva che, applicando la regola un'azione, un voto, la contendibilità del controllo e il rafforzamento del potere di voto sono effetti alternativi.¹¹⁹ L'incremento della quota di capitale detenuta rende una società progressivamente meno scalabile ma al tempo stesso allinea gli interessi tra azionisti di minoranza e *insiders*.¹²⁰

Più in dettaglio, la massimizzazione dell'utilità personale del socio di maggioranza deriva dalla somma del rendimento economico della quota di capitale detenuta e dei benefici privati del controllo. Il ritorno economico dipende dal prezzo di mercato del titolo, che riflette l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri generati dalla gestione sociale, ed è condiviso tra tutti gli azionisti in proporzione alla partecipazione personale.¹²¹ Per contro, i benefici privati sono utilità esclusive e non proporzionali all'investimento economico sopportato.

Siccome gli effetti della riduzione del *firm value* si riflettono sul prezzo delle azioni, ciò comporta una penalizzazione per tutti gli azionisti, sia di minoranza sia di controllo. Tale calo è tanto più sentito quanto maggiore è la quota di capitale detenuta

¹¹⁹ M. Burkart, S. Lee, *One-Share, One-Vote: the Theory*, cit., 24.

¹²⁰ M. Burkart, S. Lee, *One-Share, One-Vote: the Theory*, cit., 19: “Indeed, concentrated ownership has been advocated as a simple governance mechanism to promote value maximization by firms through monitoring or through alignment of interests”.

¹²¹ Al netto del valore estratto sotto forma di benefici privati del controllo, che costituisce il secondo elemento dell'utilità personale del socio di controllo.

dal singolo. Ne discende che, siccome il costo del depauperamento del valore della società riduce la sua utilità complessiva, il socio di maggioranza è razionalmente incentivato ad assumere un corso d'azione che sia apprezzato o comunque non penalizzato dal mercato.¹²²

La deviazione dalla regola un'azione, un voto, invece, indebolisce entrambi gli effetti sopra citati perché rende una società meno contendibile e aggrava il divario tra azionisti non di controllo e *insiders*.

Nella prospettiva del socio di controllo che detenga le azioni con potere di voto superiore, si rileva infatti che, con il calare della quota di capitale detenuta, la sua utilità personale dipenderà in misura minore dal rendimento economico delle azioni, e sarà invece maggiormente legata alla misura dei benefici privati del controllo.

A tal proposito, un autorevole studio che ha analizzato gli effetti della divergenza tra rischio economico e potere di voto su specifiche decisioni assunte dal socio di controllo ha dimostrato che, con l'aumentare di tale dissociazione, i costi di agenzia si accrescono in maniera esponenziale.¹²³ Ad esempio, tra due progetti che differiscano per i benefici privati del controllo che ciascuno di essi attribuisce, tanto meno la sua utilità personale è legata alla profittabilità dei progetti stessi (riflessa sul valore della sua partecipazione azionaria), tanto più elevata è la probabilità che il socio di controllo

¹²² Si osserva inoltre che, nel caso in cui la società debba reperire finanziamenti dall'esterno, lo sconto al quale sono negoziate le azioni rende l'emissione più costosa per l'emittente e diluisce la quota dell'azionista di controllo.

¹²³ L. A. Bebchuk, R. Kraakman, G. Triantis, *Stock Pyramids, Share Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights*, NBER Working Paper, 1999, 27 (conclusioni): "We have demonstrated that, all else equal, the agency costs associated with CMS firms increase exponentially as the fraction of equity cash flow rights held by the CMS controllers decline".

scelga il progetto che attribuisca maggiori benefici privati, anche qualora ciò si riveli la scelta più inefficiente (nella prospettiva del ritorno economico per tutti gli azionisti).¹²⁴

Allo stesso modo lo studio in commento ha mostrato che, al momento di decidere l'entità di investimenti da effettuare, il socio di controllo tenderà a investire per espandere le dimensioni aziendali oltre il livello ottimale, evitando la distribuzione di riserve liquide agli altri azionisti, traendo maggiore beneficio e potere dall'incremento di risorse sociali sotto il suo controllo.¹²⁵

Si può quindi concludere che la dissociazione tra rischio economico e voto distorce il processo decisionale del socio di controllo nella conduzione del *business* societario e gli consente di esternalizzare il costo del suo opportunismo (qualificabile, in economia, in termini di azzardo morale).

Tanto specificato rimangono ora da indagare le conseguenze di tale assetto anche nel contesto del trasferimento del controllo.

4.2. Gli effetti delle *dual class* sui trasferimenti del controllo

Quando la struttura di capitale è fortemente concentrata, la presenza di un *blockowner* rende necessario il suo consenso per un eventuale trasferimento del blocco di controllo. Se la società non è scalabile contro la volontà degli *incumbents*, la vendita non può che essere l'esito di una trattativa bilaterale tra il socio di controllo e il potenziale acquirente.

Dal punto di vista del socio di controllo attuale, il trasferimento sarà desiderabile solo a un prezzo che compensi la sua rinuncia al rendimento atteso dalle azioni

¹²⁴ L. A. Bebchuk, R. Kraakman, G. Triantis, *Stock Pyramids, Share Ownership, and Dual Class Equity*, cit., 11 (*Project choice*).

¹²⁵ L. A. Bebchuk, R. Kraakman, G. Triantis, *Stock Pyramids, Share Ownership, and Dual Class Equity*, cit., 13 (*Decision on scope*).

detenute, come riflesso nel valore di mercato, e ai benefici privati del controllo, pecuniari e non pecuniari, che egli estrae. Dal punto di vista del potenziale acquirente, l'acquisizione sarà possibile solo a un prezzo che sia almeno pari o inferiore all'utilità complessiva che questi si attende di ricavare dalla società.

La misura di tale utilità dipende dalla disciplina legale dei trasferimenti del controllo e, in particolare, dall'eventualità che gli azionisti di minoranza abbiano diritto di partecipare ai proventi derivanti dalla transazione. In altri termini, la probabilità che occorra un trasferimento del controllo, e che quindi sia pattuito un prezzo conveniente sia per l'attuale socio di controllo sia per l'acquirente, è legata all'eventuale condivisione con gli azionisti non di controllo di tutto o parte del prezzo pagato per il trasferimento del blocco di controllo.

Considerando, per ragioni di semplicità espositiva, solo i casi paradigmatici, a un regime legale che consente all'acquirente di pagare il premio di controllo unicamente al socio trasferente (*market rule*), si contrappone un regime che prevede la partecipazione degli azionisti di minoranza al trasferimento agli stessi termini (*i.e.* allo stesso prezzo) del socio di controllo (*equal opportunity rule*).

Prima di analizzare l'impatto di ciascuna delle regole sopra menzionate, giova operare alcuni chiarimenti preliminari: considerato, come detto, che l'utilità di un socio di controllo è data dalla somma del rendimento economico della sua quota di capitale, cioè dall'attualizzazione dei flussi di cassa futuri generati dalla società (valore complessivo della società) in proporzione alle azioni detenute, e dai benefici privati del controllo, cioè dalla parte del valore complessivo della società che egli trasferisce a sé, il socio di controllo attuale (*i.e.* il trasferente) e il socio di controllo potenziale (*i.e.* l'acquirente) potrebbero differire sia sotto il profilo della capacità di incrementare il

valore della società (*firm value*) sia per quanto riguarda la rispettiva abilità nell'estrarre benefici privati del controllo (cioè di sottrarre parte del valore complessivo della società, a proprio esclusivo vantaggio). Ad esempio, se l'acquirente è a capo di un gruppo in cui operano imprese con un *business* complementare a quello della società *target*, questi potrebbe essere meglio in grado di estrarre i benefici della sinergia attraverso un'operazione tra parti correlate.

Dal punto di vista dell'efficienza complessiva, e quindi a prescindere dalle singole utilità personali, invece, un trasferimento è auspicabile solo qualora il potenziale acquirente sia in grado di incrementare, rispetto al socio di controllo attuale, il valore complessivo della società.¹²⁶

Ne deriva che, nel caso in cui la massimizzazione dell'efficienza complessiva rifletta altresì l'utilità delle parti contraenti, i cambi del controllo saranno efficienti; viceversa, qualora le due dimensioni siano negativamente correlate, acquisizioni efficienti potrebbero non avere luogo e transazioni inefficienti potrebbero invece occorrere.

Tanto premesso, qualora sia in vigore la prima regola, la *market rule*, il trasferimento avrà luogo solo se l'utilità attesa dal potenziale socio di controllo, come sopra calcolata, sia superiore rispetto a quella del controllante attuale. Se tale utilità è dovuta all'incremento del valore della società che l'acquirente sarà in grado di generare

¹²⁶ L. A. Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 109 THE QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS 1994, 963. Come chiarito dall'Autore, la *managerial ability* è solo uno dei fattori che possono incidere sulla creazione di valore della società sotto il controllo di un nuovo socio. Tuttavia, per ragioni di semplificazione, nel suo contributo, l'Autore si riferisce a un migliore (peggiore) socio di controllo come a un miglior (peggiore) amministratore. L. Zingales, *Insider Ownership and the Decision to Go Public*, 62 REVIEW OF ECONOMIC STUDIES, 1995, 425 ss. e L. A. Bebchuk, L. Zingales, *Ownership Structures and the Decision to Go Public*, in R. K. Mork (a cura di), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press, 2000, 55 ss. analizzano in dettaglio la decisione dell'*insider* sulla composizione della struttura azionaria in fase di quotazione, che è funzionale all'estrazione di un maggior *surplus* in una successiva rivendita della quota di controllo a un terzo.

sotto il suo controllo, a parità di estrazione dei benefici privati, il trasferimento sarà non solo conveniente per le parti ma anche efficiente in un'ottica complessiva.

Invece, qualora la maggiore utilità del potenziale acquirente sia determinata dalla sua superiore abilità di estrarre benefici privati del controllo, mentre la capacità di creare valore della società sia pari o inferiore rispetto a quella dell'attuale *blockowner*, ne risulterà una vendita del blocco di controllo conveniente per il trasferente e per l'acquirente ma non efficiente.

L'inefficienza della transazione sarà sopportata dagli azionisti di minoranza perché, con il nuovo acquirente, il valore della società sarà il medesimo o inferiore, mentre l'estrazione dei benefici privati del controllo, e quindi la parte di ricchezza sociale sottratta alla fruizione comune, sarà superiore. Tuttavia, siccome tali costi non sono direttamente sopportati dalle due parti contraenti, il trasferimento avrà comunque luogo.¹²⁷

Alla luce di quanto sopra è intuitivo pensare che, al crescere della quota di capitale detenuta dal socio di controllo, riducendosi le esternalità (negative) sopportate dagli azionisti di minoranza, diminuiranno altresì i costi generati da una transazione inefficiente. Per contro, qualora il controllo sia ottenuto (e venduto) con lo scambio di una partecipazione al capitale ridotta, la quota del capitale sociale affetta dal calo dei rendimenti detenuta dagli altri azionisti sarà maggiore.

Al proposito è stato dimostrato che, con la diminuzione della percentuale di capitale detenuta dal socio di controllo, riducendosi – nella sua prospettiva – l'incidenza del ritorno generato dalle azioni, si accresce la rilevanza dei benefici privati del controllo

¹²⁷ L. A. Bebchuk (1994), *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, cit., 965.

nel determinare l'esito della transazione.¹²⁸ Ne consegue che, qualora questi ultimi siano elevati, aumenterà la probabilità che abbiano luogo trasferimenti del controllo inefficienti. Al contrario, trasferimenti efficienti potrebbero non verificarsi se i benefici privati del controllo del socio attuale siano significativamente¹²⁹ superiori rispetto al valore complessivo della società creato dal potenziale acquirente.

La dissociazione tra rischio economico e potere di voto, pertanto, aumenta la probabilità di transazioni inefficienti e l'insuccesso di acquisizioni efficienti, che si possono verificare quando è in vigore la *market rule*.

Inoltre, dal momento che il premio di controllo per azione aumenta al diminuire del numero delle azioni, perché ciascuna unità acquista un'importanza marginale superiore al fine del trasferimento del blocco di controllo, il socio di controllo (in assenza di divieti legali) potrebbe essere indotto a ridurre ulteriormente il numero di azioni necessarie a ottenere il controllo.¹³⁰

Alla luce di tali rilievi, occorre ora esaminare quali siano gli effetti della *equal opportunity rule* sul trasferimento del blocco di controllo e come gli stessi possano essere amplificati o ridotti in presenza di deviazioni dalla regola un'azione, un voto.

Vigente tale disciplina, che impone la condivisione del premio di controllo, transazioni inefficienti non avranno luogo. Infatti, mentre in presenza della *market rule* gli azionisti di minoranza sopportano il costo delle esternalità negative di transazioni che non incrementano il valore complessivo della società ma sono vantaggiose solo per

¹²⁸ L. A. Bebchuk, R. Kraakman, G. Triantis, *Stock Pyramids, Share Ownership, and Dual Class Equity*, cit., 15 (*CMS control transfers under the market rule*).

¹²⁹ L. A. Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, cit., 974 dimostra che qualora la differenza tra benefici privati del controllo del venditore e dell'acquirente sia minima, sarà determinante, ai fini del trasferimento del controllo, la superiore capacità dell'acquirente di generare valore della società. Invece, in presenza di sostanziali differenze nei benefici privati del controllo, saranno questi ultimi a rivestire un ruolo decisivo nel trasferimento.

¹³⁰ Cfr. M. Burkart, S. Lee, *One-Share, One-Vote: the Theory*, cit., 17.

le due parti contraenti, secondo la regola in oggetto nessun azionista potrebbe essere escluso dal *surplus* generato dall'acquisizione.

In particolare, la transazione avrà luogo solo se il rendimento dell'acquirente, in proporzione alla quota detenuta, derivato dal maggiore valore della società che questi è in grado di generare sia superiore alla somma del rendimento economico pro rata delle azioni e dei benefici privati di cui gode il socio di controllo attuale in assenza del trasferimento.¹³¹

In questo caso, qualora un'acquisizione occorra, gli azionisti di minoranza riceveranno il medesimo prezzo per azione del socio che trasferisce il blocco di controllo, che è superiore rispetto al prezzo per azione che essi avrebbero ottenuto se non ci fosse stata alcuna vendita.¹³²

Tuttavia, la probabilità che una simile transazione abbia luogo è inferiore rispetto a una situazione in cui sia vigente la *market rule* (quando il prezzo dell'acquisizione deve essere corrisposto solo al socio di controllo). Infatti, anche qualora il valore della società creato dall'acquirente sia superiore rispetto al valore della società generato dall'attualesocio di controllo, ciò potrebbe non essere sufficiente a compensare l'entità dei benefici privati del controllo che quest'ultimo estrae dalla società. In altri termini, la transazione per l'acquirente sarebbe troppo onerosa e quindi, anche se efficiente, non avrebbe luogo.¹³³

¹³¹ L. A. Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, cit., 968-969.

¹³² L. A. Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, cit., 971.

¹³³ L. A. Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, cit., 972: “The EOR [Equity Opportunity Rule] impedes efficient transfer because it requires E [the current blockowner] to forgo any advantage over minority shareholders, even though E has an advantage over minority shareholders in the absence of a transfer. In the absence of a transfer, E enjoys a disproportionately large share of the value produced by the company because of E's private benefits. In the event of transfer, however, because N [the buyer] must extend the same offer to all shareholders, E can capture no more than its proportionate fraction of the value received by the existing shareholders. Even if the total value produced by the company under N is greater than the total value of the company under E, the value of E's

Pertanto, in presenza di una deviazione dalla regola un'azione, un voto, dal momento che, per il socio trasferente, aumenta la rilevanza dei benefici privati del controllo rispetto al rendimento economico delle azioni in proporzione alla quota di capitale detenuta, si ridurrà la probabilità che occorran trasferimenti, sia efficienti sia inefficienti.¹³⁴

Tale scenario sarà tanto più plausibile quanto minore è la percentuale di azioni con potere di voto perché, avendo le stesse un'importanza maggiore, il trasferimento richiederebbe il pagamento di un premio di controllo – a favore del primo azionista e, per estensione, agli altri – più elevato.¹³⁵

Si può pertanto concludere che la presenza di una struttura *dualclass*, analizzata nel contesto dei cambi del controllo, rende il mercato per il controllo societario meno attivo e rafforza la permanenza dei soci di controllo esistenti (effetto di *entrenchment*).

5. L'evidenza empirica sudiffusione e *performance* delle società *dual class*

La struttura *dualclass* non è particolarmente diffusa tra le società quotate negli Stati Uniti: secondo le statistiche di qualche anno fa, solo il 6% delle società incluse nel *database* Compustat,¹³⁶ per una capitalizzazione pari all'8% del mercato, presenta un simile assetto.

disproportionate share of the lower-valued company may be greater than E's proportionate share of the higher-valued company. When this occurs, E cannot be induced to sell the control block to N”.

¹³⁴ L. A. Bebchuk, R. Kraakman, G. Triantis, *Stock Pyramids, Share Ownership, and Dual Class Equity*, cit., 15 (*CMS control transfers under the market rule*), e 17.

¹³⁵ M. Burkart, S. Lee, *One-Share, One-Vote: the Theory*, cit., 18.

¹³⁶ P. A. Gompers, J. Ishii, A. Metrick, *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, cit., 1052. Compustat è un *database* che contiene statistiche e informazioni riguardanti i mercati finanziari negli Stati Uniti e a livello globale, gestito da Standard & Poor's. Il dato riportato trova conferma in R. W. Masulis, C. Wang, F. Xie, *Agency Problems at Dual Class Companies*, 64 J. FIN., 2009, 1700 e S. W. Bauguess, M. B. Slovin, M. E. Sushka, *Large Shareholder Diversification, Corporate Risk Taking and the Benefits of Changing to Differential Voting Rights*, 36 JOURNAL OF BANKING AND

Tipicamente, una categoria è composta da azioni che singolarmente attribuiscono un solo voto, mentre l'altra comprende azioni con dieci voti ciascuna.¹³⁷ Quest'ultima categoria, nell'85% dei casi, non è quotata. Meno del 15% del potere di voto degli *insiders* deriva dalla detenzione delle azioni a voto unitario e, in un terzo del campione, il socio di controllo detiene la maggioranza dei voti ma non del capitale sociale.¹³⁸

Le *dualclass* non sembrano, in ogni caso, un fenomeno in via di estinzione: un'altra recente indagine empirica¹³⁹ ha registrato un incremento del numero degli emittenti controllati da un azionista attraverso una *multiclass capital structure*. Il numero degli emittenti a proprietà concentrata appartenenti all'indice S&P 1500 Composite¹⁴⁰ è aumentato del 31%, passando da 87 nel 2002 a 114 nel 2012. Di questi ultimi, 79 presentano due o più categorie di azioni, mentre i restanti 35 hanno una sola categoria azionaria e sono controllati da un socio che detiene almeno il 30% del capitale.¹⁴¹

Le conseguenze dell'impiego delle *dualclass* sono già state in parte analizzate e verranno approfondite nella Parte II del presente lavoro con specifico riguardo al settore editoriale. A questo punto, è invece utile indagare se e quali siano nella realtà gli effetti di una struttura azionaria *dualclass* sul valore della società.

FINANCE, 2012, 1245. Pur utilizzando un campione diverso, anche R. Daines, M. Klausner, *Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPOs*, 17 JOURNAL OF LAW, ECONOMICS AND ORGANIZATION, 2001, 94 rilevano che le *dual class* costituiscono l'eccezione e non la regola (20 su 310 società, pari al 6 % del loro campione).

¹³⁷ P. A. Gompers, J. Ishii, A. Metrick, *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, cit., 1052. Lo stesso rapporto è di solito utilizzato anche in Svezia, cfr. H. Cronqvist, M. Nilsson, *Agency Costs of Controlling Minority Shareholders*, cit., 702.

¹³⁸ P. A. Gompers, J. Ishii J., A. Metrick, *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, cit., 1056. Questo gruppo di società, che presenta la separazione più drastica tra potere di voto e partecipazione al capitale, è analizzato separatamente dagli Autori nel loro studio (*Separation sample*).

¹³⁹ Investor Responsibility Research Center Institute (IRRC), *Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A ten year performance and risk review*, Report, ottobre 2012.

¹⁴⁰ L'indice S&P Composite 1500 comprende tre indici principali, S&P 500, S&P MidCap 400 e S&P SmallCap 600, che coprono complessivamente il 90% della capitalizzazione di mercato.

¹⁴¹ 16 delle 79 società operano nel segmento dei *media*. Questo segmento presenta la più alta percentuale di società controllate: 16 su 30, pari al 53,3%.

La relazione tra assetto proprietario e *performance* della società costituisce invero uno dei temi costanti e più dibattuti nel mondo accademico americano. I termini della discussione, peraltro, non hanno una rilevanza meramente astratta: a seconda dell'impostazione teorica assunta, infatti, discende una certa metodologia d'indagine, da cui dipendono i risultati finali. In questo senso, i dati grezzi rinvenibili nei *databases* rappresentano solamente il punto di partenza degli studi, il cui pregio e carattere innovativo si valutano (anche) in base al modello matematico entro cui i dati sono inseriti. Pur senza entrare nel dettaglio della materia, si intende tracciare due tra le principali linee di tendenza che si riscontrano negli studi empirici che verranno di seguito esposti.

Secondo la classica impostazione adottata da Adolf Berle e Gardiner Means (1932),¹⁴² la separazione tra la proprietà e il controllo della società crea una condizione in cui gli interessi dei soci divergono rispetto a quelli degli amministratori i quali, in assenza di un adeguato monitoraggio, sono indotti a perseguire il proprio tornaconto personale e non la massimizzazione del valore della società. Questa tesi implica, tra gli altri, che il grado di dispersione dell'azionariato è inversamente proporzionale alla redditività della società; viceversa, un assetto proprietario concentrato avrebbe l'effetto di ridurre i conflitti di agenzia tra *principals* e *agents* e quindi di incrementare il valore per gli azionisti.

Questa logica è stata messa in discussione a livello teorico da Harold Demsetz (1983),¹⁴³ secondo il quale l'assetto proprietario costituisce il risultato di decisioni che riflettono gli interessi dei soci, attuali e potenziali, alla massimizzazione del valore della

¹⁴² A. A. Berle, G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, cit.

¹⁴³ H. Demsetz, *The Structure of Ownership and the Theory of the Firm*, 26 JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS, 1983, 375 ss.

società, sulla base del contesto concreto di riferimento.¹⁴⁴ In questo senso, un assetto proprietario disperso o concentrato non è, in sé, negativo o positivo ma è l'effetto del processo di adattamento della *governance* della società a una serie di variabili che in concreto ne condizionano lo sviluppo e l'operatività.¹⁴⁵ Di conseguenza, la sola alterazione della struttura azionaria, che conduce alla formazione di un nuovo equilibrio tra vantaggi e svantaggi rispetto all'assetto precedente, non dovrebbe provocare direttamente una variazione nei profitti.¹⁴⁶

In un *paper* successivo, Harold Demsetz e Kenneth Lehn (1985)¹⁴⁷ hanno mostrato che, utilizzando una regressione lineare nella quale la struttura proprietaria è trattata come una variabile endogena, non vi è evidenza di una significativa relazione tra i profitti e il grado di concentrazione azionaria.¹⁴⁸

¹⁴⁴ La stessa negoziazione delle azioni riflette l'intenzione dei soci, attuali e potenziali, di rendere la struttura azionaria più o meno diffusa.

¹⁴⁵ Ad esempio, tra le variabili prese in considerazione per giustificare una struttura concentrata figurano: la dimensione della società in relazione al suo *output* produttivo; i benefici derivanti da un più intenso monitoraggio degli amministratori; la normativa applicabile; il c.d. *amenity potential* (di cui si discuterà in seguito).

¹⁴⁶ Riferendosi a Berle e Means e altri due Autori, Thorstein Veblen (*The Engineer and the Price System*, 1924) e John Kennet Gbraith (*The New Industrial State*, 1967), H. Demsetz, Harold, L. Kenneth, *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, 93 JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, 1985, 1174 affermano che le loro teorie: “*unanimously imply a positive correlation between ownership concentration and profit rate. If diffuseness in control allows managers to serve their need rather than tend to the profits of owners, then more concentrated ownership, by establishing a stronger link between managerial behavior and owner interests, ought to yield higher profit rates. We expect no such relationship. A decision by shareholders to alter the ownership structure of their firm from concentrated to diffuse should be a decision made in awareness of its consequences for loosening control over professional management. The higher cost and reduced profit that would be associated with this loosening in owner control should be offset by lower capital acquisition cost or other profit-enhancing aspects of diffuse ownership if shareholders choose to broaden ownership. Standardizing on other determinants of profits Demsetz (1983) has argued that ownership concentration and profit rate should be unrelated*”.

¹⁴⁷ H. Demsetz, L. Kenneth, *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, cit., 1155.

¹⁴⁸ H. Demsetz, B. Villalonga, *Ownership Structure and Corporate Performance*, 7 JOURNAL OF CORPORATE FINANCE, 2001, 210.

Esula dal presente lavoro ogni discussione sul merito dell'impostazione sopra citata (non da tutti condivisa).¹⁴⁹ Si osserva però che l'intuizione che la *performance* di una società non sia legata solo alla struttura azionaria ma costituisca il prodotto di una serie di concause rende difficile stabilire (non una mera correlazione bensì) un nesso di causalità diretto tra composizione qualitativa del capitale e creazione di valore della società. Si comprende allora l'importanza di impiegare una formula di calcolo che, minimizzando l'effetto¹⁵⁰ delle altre variabili, consenta di isolare l'incidenza dell'*ownershipstructure* sui risultati economici e finanziari della società.

Tanto precisato quanto al "trattamento" della struttura azionaria, giova operare un'ulteriore precisazione sul calcolo della *performance*. Gli studi in tema utilizzano generalmente due metodologie: un primo approccio sta nel verificare la reazione del prezzo delle azioni quotate di fronte a un cambiamento che avviene in un preciso momento temporale, come ad esempio l'annuncio dell'emissione di una categoria di azioni senza voto (*eventstudy*).

Un secondo approccio utilizza la regressione di parametri che approssimano la *performance* della società, quali il *market-to-book ratio*¹⁵¹ o il *Tobin's q*,¹⁵² rispetto al grado di separazione tra potere di voto e partecipazione di capitale. Questo secondo metodo prescinde da un evento preciso e può essere impiegato per valutare l'andamento della società nel corso del tempo.

Ad ogni modo, in entrambi i casi, a essere oggetto della valutazione sono le azioni quotate con potere di voto inferiore. Quindi, a ben vedere, la letteratura empirica

¹⁴⁹ Si veda, in particolare, R. Morck, A. Shleifer, R. Vishny, *Managerial Ownership and Market Valuation*, 20 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 1988, 295 che commentano (in maniera critica) la formula impiegata da Demsetz e Lehn (1985).

¹⁵⁰ In statistica, si usa l'espressione "*controlling for a variable*" per indicare il tentativo di ridurre l'effetto di altri fattori che sono correlati con la variabile considerata.

¹⁵¹ Il *market-to-book ratio* è il rapporto tra il valore di mercato e il valore contabile del patrimonio netto.

¹⁵² Il *Tobin's q* è il rapporto tra il valore di mercato della società e il costo di rimpiazzo (*replacement value*) del suo *stock* di capitale (*total asset value*).

analizza gli effetti del controllo non proporzionale (solo) sul valore di quella parte di capitale sociale che è diffusa nel mercato (*outsideequity*).¹⁵³

Questa premessa di carattere tecnico è volta, da un lato, a fornire una parziale spiegazione della divergenza degli esiti dei vari studi, che non dipendono solo dal campione utilizzato e dal contesto di riferimento, ma dalla stessa metodologia d'analisi; dall'altro lato, invita alla cautela nella formulazione di conclusioni nette sugli effetti delle deviazioni dal principio di proporzionalità.

Passando a un esame nel merito, si rileva che gli studi che rinvergono una correlazione neutrale o positiva tra *dualclass* e valore delle azioni quotate paiono, numericamente, in minoranza.

Tra i primi studi condotti in tema, un'Atrice ha analizzato l'andamento del prezzo dei titoli tra il 1962 e il 1984 di 44 società che avevano creato una seconda categoria di azioni con voto limitato per consentire agli *insiders* di mantenere il controllo senza diluire la propria partecipazione. La sua indagine non ha evidenziato alcuna reazione negativa nel prezzo delle azioni in conseguenza dell'annuncio della ricapitalizzazione.¹⁵⁴

Altri ricercatori hanno analizzato le conseguenze dell'emissione di una seconda categoria di azioni da parte di 178 società tra il 1979 e il 1998 e hanno appurato che la ricapitalizzazione ha generato rendimenti superiori ("*positive abnormalreturns*") a uno, due, tre e quattro anni di distanza da tale evento.¹⁵⁵ Nell'interpretazione degli Autori, questi rendimenti non sono che la materializzazione delle aspettative di crescita che in

¹⁵³ R. Adams, D. Ferreira, *One-Share, One-Vote: The Empirical Evidence*, 12 REVIEW OF FINANCE, 2008, 15, il quale sottolinea come "*This is an important qualification which is not always acknowledged*".

¹⁵⁴ M. M. Partch, *The Creation of a Class of Limited Common Stock and Shareholder Wealth*, 18 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 1987, 314.

¹⁵⁵ V. Dimitrov, J. C. Prem, *Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual Class: Growth and Long Run Stock Returns*, 12 JOURNAL OF CORPORATE FINANCE, 2006, 347. Il rendimento a 4 anni di distanza è pari al 23,11%.

principio avevano indotto gli amministratori a decidere per una ricapitalizzazione, con l'obiettivo di reperire sul mercato risorse per finanziare l'atteso sviluppo.

Un altro studio ha preso in esame l'andamento di 142 società tra il 1978 e il 1998 che avevano subito una ricapitalizzazione con la quale era stata introdotta una struttura con “*differentialvotingrights*”, registrando una *performance* complessivamente superiore rispetto a quella di società *single class* operanti nello stesso settore.¹⁵⁶

Secondo gli Autori, la possibilità per l'azionista di maggioranza di diversificare i propri investimenti pur mantenendo il controllo della società incide positivamente sulle decisioni gestionali, traducendosi in: disinvestimenti nei settori di interesse considerati marginali, consolidamento del *core business*, assunzione di investimenti maggiormente rischiosi ma anche più profittevoli.

Queste osservazioni mettono in evidenza in effetti l'idoneità di un assetto *dualclassa* risolvere alcune criticità conseguenti all'applicazione della regola un'azione, un voto. In presenza di tale regola, infatti, l'azionista di maggioranza vede limitata la propria capacità di diversificazione del patrimonio personale, a cui si accompagna una ridotta capacità di disimpiego (e quindi di disponibilità liquide), che aumenta il rischio dell'investimento. In tale situazione, l'azionista di maggioranza, che non può diversificare il rischio a livello individuale, tenderà a ridurlo tramite la società. In altri termini, questi sarà indotto (o “indurrà” gli amministratori) ad ampliare il raggio di investimenti della società, al di fuori del *core business*, per evitare di subire perdite eccessive in un unico settore. È però evidente che, così facendo, la società potrebbe rinunciare a iniziative volte al perseguimento dell'oggetto sociale perché considerate eccessivamente rischiose, anche se potenzialmente più profittevoli.

¹⁵⁶ S. W. Bauguess, M. B. Slovin, M. E. Sushka, *Large Shareholder Diversification, Corporate Risk Taking and the Benefits of Changing to Differential Voting Rights*, cit., 1244, parlano di “*superior industry-adjusted profitability*”.

Diviene così comprensibile perché le ricapitalizzazioni dello studio in oggetto siano state valutate positivamente: il minor rischio a livello personale sopportato dagli azionisti di controllo, grazie all'utilizzo delle *dualclass*, ha consentito di focalizzare gli investimenti delle società nel settore di riferimento, dismettendo interessi economici ulteriori.

Giudizi molto diversi sono stati invece formulati da altri Autori. Uno studio che ha proseguito e ampliato la prima delle indagini qui citate, che non aveva rinvenuto effetti significativi sui prezzi azionari in seguito alla creazione di una categoria di azioni a voto inferiore,¹⁵⁷ ha riscontrato invece un forte deprezzamento delle azioni (“*negative abnormal stock price returns*”) all’annuncio della ricapitalizzazione.¹⁵⁸

Analisi più recenti hanno rilevato come la sproporzione tra partecipazione al capitale sociale e potere di voto incrementi l'estrazione dei benefici privati del controllo da parte degli *insiders*, generando ricavi (“*returns*”) inferiori per la società. In particolare, le riserve di liquidità, che costituiscono un'importante risorsa per attenuare problemi di sottoinvestimento quando il finanziamento dai canali esterni è troppo oneroso, sono utilizzate per gratifiche personali, incrementi nei compensi, supporto di divisioni aziendali non più produttive, acquisizioni non profittevoli. In sintesi, nella prospettiva degli azionisti di minoranza, il valore marginale di un dollaro nelle casse della società diminuisce, perché parte del suo potere di spesa viene deviato per fini extrasociali.¹⁵⁹

¹⁵⁷ M. M. Partch, *The Creation of a Class of Limited Common Stock and Shareholder Wealth*, cit., 313 ss.

¹⁵⁸ G. M. Jarrell, A. M. Poulsen, *Dual-class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms*, 20 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 1988, 129 ss. hanno analizzato un campione di 94 società tra il 1976 e il 1986, rilevando che 67 società hanno modificato la struttura azionaria dal 1983 in poi.

¹⁵⁹ R. W. Masulis, C. Wang, F. Xie, *Agency Problems at Dual Class Companies*, cit., 1701. Gli Autori analizzano quattro aree inclini a favorire l'estrazione di benefici privati del controllo: le riserve liquide (*cash reserves*), il compenso degli amministratori esecutivi (*CEO compensation*), le acquisizioni (*acquisition decisions*) e gli investimenti di capitale (*capital expenditures*).

Altri Autori, analizzando un campione di 2.622 società, di cui 253 con *dualclass*, quotatesi tra il 1990 e il 1998,¹⁶⁰ osservano che le azioni con potere di voto inferiore subiscono uno sconto dal mercato sia in fase di quotazione sia nei cinque anni successivi e attribuiscono tale valutazione al timore degli investitori di non avere il potere di sostituire l'amministratore delegato quando occorra. Nelle società *dual class*, la prestazione professionale dell'amministratore delegato risulta infatti meno sensibile alla *performance* della società: mentre negli emittenti *single class* il cambiamento del C.E.O. avviene, a seguito di un calo di rendimenti, senza che occorra alcun trasferimento del controllo, nelle società *dualclass* la revoca dell'amministratore delegato è possibile solo dopo un cambio dei soci di controllo, in conseguenza di un grave calo di produttività che rende l'acquisto del pacchetto di controllo meno costoso.¹⁶¹ Osservando questa dinamica, si potrebbe quindi sostenere che nelle società il cui capitale azionario è omogeneo il sistema di *governance* stimola un ricambio interno in presenza di risultati di gestione insoddisfacenti; al contrario, nelle società *dualclass* non esiste un simile meccanismo disciplinante e, pertanto, l'eventualità di un cambio del *management* è più remota.

Uno degli studi recenti ritenuti tra i più accurati e completi, che ha preso in considerazione tutte le società quotate negli Stati Uniti incluse nel *database* Compustat tra il 1995 e il 2002, ha rinvenuto una correlazione positiva tra valore della società e detenzione di quote di capitale da parte degli *insiders* ma una correlazione negativa tra valore della società e potere di voto degli stessi nonché tra valore della società e grado

¹⁶⁰ S. B. Scott, R. S. Thirumalai, C. J. Zutter, *What's in a Vote? The Short and Long Run Impact of Dual Class Equity on IPO firm value*, 45 JOURNAL OF ACCOUNTING AND ECONOMICS, 2008, 90.

¹⁶¹ S. B. Smart, R. S. Thirumalai, C. J. Zutter, *What's in a Vote? The Short and Long Run Impact of Dual Class Equity on IPO firm value*, cit., 112: "For single-class firms, poor stock returns occur prior to internal turnover, but no prior to external turnover. Duals exhibit just the opposite pattern. Before, during, and after internal turnover events, the stock performance of duals is unremarkable. In contrast, dual-class external turnover events are preceded by severe underperformance and followed by significant positive abnormal returns".

di separazione tra potere e capitale detenuto. In altre parole, il valore della società diminuisce con l'aumento della concentrazione dei diritti di voto tramite *dualclass*.¹⁶²

Un'altra indagine empirica¹⁶³ ha rilevato che, in termini di *totalshareholderreturn* (TSR), le società con azionariato disperso hanno prodotto un rendimento superiore rispetto agli emittenti a proprietà concentrata in un arco temporale decennale, dal 2002 al 2012. Le società *multiple class* hanno generato un TSR pari al 7,52%, rispetto al 9,76% delle società non controllate e al 14,26% delle società controllate da un'azionista secondo la regola della proporzionalità. Solo nel breve periodo (un anno), le società *multiple class* hanno registrato un TSR superiore (17,48%) rispetto alle altre società controllate (13,78%) e agli emittenti a proprietà diffusa (14,81%).¹⁶⁴

Anche al di fuori degli Stati Uniti,¹⁶⁵ le *controlling minority structures* paiono essere penalizzate dal mercato: le azioni quotate sono negoziate a sconto,¹⁶⁶ che è tanto più elevato quanto maggiore è la sproporzione tra partecipazione al capitale e potere di voto

¹⁶² P. A. Gompers, J. Ishii, A. Metrick, *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, cit., 1082.

¹⁶³ IRRC, *Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A ten year performance and risk review*, cit., ha preso in considerazione le società incluse nell'indice S&P 1500 Composite.

¹⁶⁴ IRRC, *Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A ten year performance and risk review*, cit., 8.

¹⁶⁵ H. Cronqvist, M. Nilsson, *Agency Costs of Controlling Minority Shareholders*, cit., 696. analizzano un campione di 309 società quotate nella borsa svedese tra il 1991 e il 1997 utilizzando il *Tobin's q*. S. Claessens, S. Djankov, J. P. H. Fan, L. P. H. Lang, *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholders*, 57 JOURNAL OF FINANCE, 2002, 2743-2744 esaminano 1.301 società quotate nei paesi dell'Asia Orientale (Honk Hong, Indonesia, Sud Corea, Malesia, Filippine, Singapore, Taiwan, Thailandia) utilizzando il parametro del *market-to-book-ratio*.

¹⁶⁶ Con riferimento al contesto svedese, per H. Cronqvist, M. Nilsson, *Agency Costs of Controlling Minority Shareholders*, cit., 696 le ragioni dello sconto dipendono principalmente da due fattori: aspettative di un *Return on Assets* (ROA) inferiore e il fatto che le famiglie mantengono il controllo troppo a lungo, prevenendo cambi benefici (sul controllo da parte di clan familiari si discuterà in seguito). In questa sede gli Autori mettono in luce che gli elevati benefici privati del controllo per le famiglie rendono difficile un trasferimento, perché il potenziale acquirente dovrebbe attribuire come minimo un pari valore a tali benefici oppure, in alternativa, apportare una gestione molto più efficiente nella società). Non così S. B. Smart, R. S. Thirumalai, C. J. Zutter, *What's in a Vote? The Short and Long Run Impact of Dual Class Equity on IPO firm value*, cit., 108 che, pur rinvenendo uno sconto del mercato, non lo attribuiscono a una variazione nell'*operating performance*.

del gruppo di controllo.¹⁶⁷ Quest'ultimo è spesso costituito da famiglie,¹⁶⁸ alle quali è associata una svalutazione di mercato ancora più severa.

In sintesi, alla luce delle evidenze sopra esposte e sulla base di altri studi che hanno condotto una recensione sullo stato dell'arte della letteratura in tema, la conclusione più cauta è che i risultati empirici non sono univoci. Il problema del carattere endogeno della struttura proprietaria impedisce di stabilire un chiaro rapporto di causalità (e non di mera correlazione) tra *dualclass* e *firmvalue*.

In ogni caso, gli esiti empirici sembrano conferire maggiore supporto alla tesi secondo cui le deviazioni dalla regola un'azione, un voto incidono negativamente sul valore delle azioni con diritto di voto inferiore che sono quotate sul mercato, a detrimento degli azionisti di minoranza.¹⁶⁹ Occorre tuttavia notare che non risultano esserci indagini che provino espressamente che le *dualclass* riducono il *firm value* complessivo, inteso come la somma del rendimento delle azioni e dei benefici privati del controllo.¹⁷⁰

¹⁶⁷ S. Claessens, S. Djankov, J. P. H. Fan, L. P. H. Lang, *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholders*, cit., 2742 registrano un miglioramento nella valutazione della società (misurata con il *market-to-book-ratio*) con l'incremento della percentuale di capitale in mano all'azionista principale. All'opposto, con la diminuzione della partecipazione, prevale l'effetto negativo di *entrenchment* dell'azionista di controllo e la conseguente svalutazione delle azioni quotate.

¹⁶⁸ Per H. Cronqvist, M. Nilsson, *Agency Costs of Controlling Minority Shareholders*, cit., 696 le famiglie ricorrono all'uso di CEM con una frequenza di 1,5-2 volte superiore rispetto a quella di altri azionisti di controllo.

¹⁶⁹ R. Adams, D. Ferreira, *One-Share, One-Vote: The Empirical Evidence*, cit., 45, hanno passato in rassegna gli studi empirici principali sugli effetti dei meccanismi di deviazione dal principio di proporzionalità concludendo che “overall, there is some support in the literature for the hypothesis that deviations from one share-one vote affect the value of outside equity negatively”. Gli Autori individuano due ragioni per tale risultato: la prima riguarda l'estrazione inefficiente dei benefici privati del controllo. Il valore estratto dall'azionista di controllo è inferiore rispetto al valore perso dagli azionisti di minoranza. La seconda ragione riguarda invece l'incremento del costo del capitale: per le società con *dual class* ricevere finanziamento dall'esterno potrebbe risultare più oneroso e questo porterebbe, di conseguenza, a un livello sub-ottimale degli investimenti.

¹⁷⁰ M. Burkart, and S. Lee, *One-Share, One-Vote: the Theory*, cit., 29: “There exists virtually no evidence that deviations reduce total firm value, that is the sum of security benefits and private benefits”.

6. Le teorie sull'impiego delle *dual class* per isolare le società dalle inefficienze del mercato

6.1. Sintesi dell'analisi effettuata e ulteriori profili d'indagine

L'analisi teorica condotta fino a ora ha messo in luce che le *dual class* sono in sostanza uno strumento per consolidare il controllo in mano a uno o a un gruppo ristretto di azionisti, così accentuando i benefici e gli svantaggi che caratterizzano una struttura proprietaria tendenzialmente concentrata.

Nella misura in cui la concentrazione del potere di voto agevola un più efficace *monitoring* degli amministratori, perché consente di superare i tradizionali problemi di apatia razionale e azione collettiva degli investitori, un assetto *dual class* potrebbe essere considerato preferibile rispetto alla regola un'azione, un voto.

L'acquisizione e il mantenimento di una partecipazione rilevante di capitale, infatti, non è senza costi: si riduce la possibilità di diversificazione del patrimonio personale e quindi aumenta il rischio connesso alla detenzione di un investimento non facilmente liquidabile. Come rilevato in precedenza, un azionista di maggioranza potrebbe essere indotto a ridurre il proprio rischio attraverso una diversificazione degli investimenti a livello societario, a scapito di scelte più rischiose ma anche potenzialmente più profittevoli per il *core business* (e quindi per tutti gli azionisti).

In quest'ottica, una struttura *dual class* consente di attribuire il potere di voto all'azionista principale senza gravare lo stesso e, indirettamente, la società dei costi connessi a una partecipazione di maggioranza al capitale.

I vantaggi di un *monitoring* più efficace, che riduce il problema di agenzia tra amministratori e azionisti tipico di una struttura azionaria diffusa, possono tuttavia

essere compromessi dalla divergenza di interessi che si viene a creare tra il socio di controllo e gli azionisti di minoranza. Tale disallineamento si aggrava con l'ampliamento del grado di dissociazione tra diritto di voto e partecipazione detenuta poiché rende più severa la potenziale distorsione delle scelte del socio di controllo e più difficile il trasferimento della quota di controllo.

In altri termini, una struttura *dual class* non aggrava solo il conflitto tra socio di controllo e soci di minoranza, tipico di un assetto azionario concentrato, siccome aumenta l'opportunità per l'estrazione di benefici privati del controllo, ma introduce nella dimensione societaria anche il conflitto tra *management* e soci, proprio di un assetto diffuso. Riducendosi il rischio (e il rendimento) economico connesso alla detenzione di una partecipazione al capitale, il socio di controllo sopporta in minima parte le conseguenze di decisioni non orientate alla massimizzazione del valore della società. In questo senso, il rendimento economico delle azioni (*security benefits*) è ridotto non solo a causa dalla sottrazione di ricchezza sociale prodotta (*stealing*) ma altresì per le decisioni inefficienti che riducono la creazione di valore della società (*shirking*).

Tale condizione è destinata a perpetuarsi laddove la concentrazione del potere di voto sia tale da rendere una società poco o non scalabile da un *bidder* ostile, impendendo così l'azione correttiva del mercato per il controllo societario.

In sintesi, una struttura *dual class* indebolisce i due meccanismi – contendibilità del controllo e concentrazione parziale di capitale – che, alternativamente, attenuano il conflitto di interessi tra *insiders* (amministratori / socio di controllo) e *outside shareholders* (investitori dispersi / azionisti di minoranza).

Se, in che termini e entro quale orizzonte temporale tali dinamiche, accuratamente descritte dalla letteratura teorica, si traducano in concreto in uno sviamento di risorse sociali a detrimento dei soci di minoranza e, possibilmente, in una diminuzione del valore complessivo della società, è oggetto di dibattito: gli studi esposti nella sezione precedente mostrano che non esiste un'evidenza univoca sugli effetti generati da una struttura *dual class* sulla *performance* di una società.

L'ambiguità dei risultati empirici induce pertanto a proseguire l'approfondimento, esaminando quelle argomentazioni secondo cui le *dual class* non andrebbero considerate solo nella restrittiva accezione di sistemi di (rafforzamento del) controllo a beneficio di un gruppo ristretto di azionisti bensì come strumenti che favoriscono il perseguimento del valore della società. In particolare, la teoria che più di recente è tornata ad animare il dibattito sia nel contesto accademico sia in quello politico-istituzionale riguarda l'impiego di strutture *dual class* per contrastare il c.d. *short-termism* dei mercati.

6.2. I presupposti dello *short-termism* dei mercati azionari

Pur in assenza di una definizione universalmente concordata, lo *short-termism* può essere descritto come la tendenza di investitori, analisti finanziari e amministratori di emittenti quotati a focalizzarsi sui dati relativi all'andamento economico della società nel breve periodo (ad es., utili trimestrali *quarterly earnings*), senza valorizzare adeguatamente le prospettive di crescita aziendale nel medio-lungo termine.¹⁷¹

¹⁷¹ Tra le varie definizioni di *short-termism* si rimanda a L. L. Dallas, *Short-Termism, the Financial Crisis and Corporate Governance*, 37 JOURNAL OF CORPORATION LAW, 2012, 268, ove ulteriori riferimenti (nota 7): “*short-termism or myopia, which is defined as the excessive focus of corporate managers, asset managers, investors, and analysts on short-term results, whether quarterly earnings or short-term portfolio returns, and a repudiation of concern for long-term value creation and the fundamental value of firms*”.

Il fenomeno ha contorni incerti e non si intende approfondirlo al di là dei profili che interessano in questa tesi. Di seguito, si analizzeranno le argomentazioni che, in ragione dello *short-termism*, avallano l'adozione di sistemi di differenziazione del potere di voto tra azionisti nelle società quotate.

In breve, le teorie che con varia intensità considerano lo *short-termism* come un elemento critico dell'attuale funzionamento dei mercati finanziari, con ripercussioni potenzialmente negative sulla *governance* e la gestione delle società emittenti (di seguito "le teorie sullo *short-termism*"), si basano sostanzialmente su due premesse, tra loro interconnesse: la prima è che gli investitori abbiano orizzonti temporali di investimento molto ridotti; la seconda è che i prezzi di mercato siano inefficienti a livello informativo.

In merito al primo profilo, un numero crescente di studi e indagini, registrando, tra gli altri, un aumento anomalo del volume degli scambi sui mercati azionari, ha rilevato la progressiva riduzione della durata degli investimenti, con periodi di detenzione anche inferiori a un anno.¹⁷²

Gli investitori con un simile orizzonte¹⁷³ maturano aspettative di risultati economici in crescita nel breve (o brevissimo) arco temporale in cui rimangono azionisti, così da trarre profitto dalla successiva rivendita delle azioni. Tali investitori mirano a

¹⁷² Cfr. L. E. Strine Jr., *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?*, 66 THE BUSINESS LAWYER, 2010, 10-11 ove ulteriori riferimenti che sono stati così sintetizzati dall'Autore: "For a variety of reasons, these institutional investors often have a myopic concern for short-term performance. Responsible commentators estimate hedge fund turnover at around 300 percent annually. What is even more disturbing than hedge fund turnover is the gerbil-like activity of the mutual fund industry which is the primary investor of Americans' 401 (k) contributions. The average portfolio turnover at actively managed mutual funds, for example, is approximately 100 percent a year. Median turnover is in the 65 percent range. Sadly, there appears to be a basis to believe that pension funds also engage in turnover of their equity investments at a similar rate. Given that institutions dominate ownership, these trends now consistently result in annualized turnover of stocks traded on the New York Stock Exchange of well over 100 percent, with turnover approaching 138 percent in 2008". Si veda anche P. Bolton, *L-Shares: Rewarding Long Term Investors*, ECGI Finance Working Paper, 2013, 3.

¹⁷³ Per il momento, si utilizza il termine "investitori" in senso generale, senza specificazioni.

guadagnare dalle oscillazioni del prezzo azionario, indipendentemente dal fatto che le fluttuazioni rispecchino cambiamenti permanenti.¹⁷⁴

Questa tendenza, di per sé, riguarda le caratteristiche degli operatori e il funzionamento dei mercati finanziari e potrebbe essere studiata unicamente in tale prospettiva. Tuttavia, essa non è priva di implicazioni per la dimensione propriamente societaria degli emittenti: in altre parole, l'attitudine *short-termista* di una parte del mercato, che si riflette sul prezzo dei titoli (il cui andamento varia in funzione del *trading* delle azioni), "penetrerebbe" nella *corporation*, inducendo gli amministratori a orientare la gestione sociale in funzione del limitato orizzonte temporale degli investitori e non in base alle esigenze di sviluppo e continuità aziendale.

Più precisamente, tale influenza si dispiega attraverso "transmission mechanisms",¹⁷⁵ come il sistema di compenso degli amministratori mediante *stock-options* e le manifestazioni di attivismo societario: essi rappresentano – nella forma, rispettivamente, di incentivi e di correttivi – strumenti per disciplinare l'attività amministrativa rispetto al parametro di riferimento dello *shareholder value*: il prezzo di mercato.

È proprio la formazione del prezzo di mercato che, secondo le tesi sullo *short-termism*, costituirebbe l'origine delle distorsioni sopra descritte: la determinazione del prezzo, influenzata dall'orizzonte temporale di breve periodo di parte degli agenti economici, non darebbe luogo a una stima veritiera del valore reale della società (*fundamental value*).

¹⁷⁴ "The core short-termist concept is that because securities traders hold their stock for such a short duration, they look for strong corporate results during the period they hold the corporation's stock, so that they can sell profitably". Così: M. J. Roe, *Corporate Short-Termism - In the Boardroom and in the Courtroom*, 68 THE BUSINESS LAWYER, 2013, 985, par. II, A. Per evitare ogni fraintendimento, si rileva che l'Autore sta riassumendo le posizioni di coloro che ritengono lo *short-termism* un problema di diritto societario che deve essere risolto. Posizione che, come si vedrà nel prosieguo, l'Autore non condivide.

¹⁷⁵ M. J. Roe, *Corporate Short-Termism - In the Boardroom and in the Courtroom*, cit., 985, par. II, A.

I *transmission mechanisms*, basandosi su un prezzo “falsato”, convoglierebbero nella dimensione societaria le pressioni *short-termiste* del mercato all’adozione di decisioni che incrementino il prezzo delle azioni nel breve periodo, a prescindere da una corrispondente crescita aziendale.¹⁷⁶

Come si può ricavare dalle considerazioni che precedono, alla base di questo ragionamento sta l’assunto che la fissazione dei prezzi non sia insensibile rispetto alle attitudini degli investitori e non sia legata esclusivamente ai “fondamentali” della società. Se, infatti, il prezzo del titolo rappresentasse fedelmente il valore della società, decisioni gestionali tese ad aumentare il rendimento delle azioni nel breve periodo, ma non nel medio-lungo termine, non dovrebbero avere alcuna significativa ripercussione sul prezzo.

Questa osservazione conduce ad approfondire la seconda delle premesse logiche su cui si basano le tesi sullo *short-termism*, e segnatamente che i mercati azionari non siano efficienti.

Secondo la teoria dei mercati finanziari efficienti (“ECMH”),¹⁷⁷ il prezzo del titolo azionario riflette in ogni momento le informazioni pubblicamente disponibili sull’emittente.¹⁷⁸

Pur senza entrare nei dettagli, tale proposizione richiede alcune precisazioni sul concetto di “efficienza” dei mercati reali (*i.e.* non ideali, e quindi perfetti) che l’ECMH

¹⁷⁶ J. B. Jacobs, “*Patient Capital*”: *Can Delaware Corporate Law Help Revive It?*, 68 WASHINGTON AND LEE LAW REVIEW, 2011, 1651-1652 identifica tre fattori che indurrebbero gli amministratori a una gestione sociale orientata al breve periodo: l’orizzonte temporale di breve termine degli azionisti; il sistema di compenso degli amministratori esecutivi; le raccomandazioni di investimento degli analisti finanziari, che suggerirebbero di vendere ogniqualvolta le relazioni trimestrali (*quarterly earnings*) non evidenziassero una crescita economica della società. Nello stesso senso anche I. Anabtawi, L. Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 STAN. L. REV., 2008, 1290.

¹⁷⁷ “ECMH”: *Efficient Capital Market Hypothesis*.

¹⁷⁸ E. F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. FIN., 1970, 383: “...security prices at any time ‘fully reflect’ all available information. A market in which prices always ‘fully reflect’ available information is called ‘efficient’”.

supporta. Un mercato è considerato efficiente sotto il profilo informativo (*informationally efficient*) se il prezzo dell'azione risponde “velocemente” alle nuove rilevanti informazioni rese pubbliche sull'emittente. La rapidità con cui tali informazioni sono incorporate nel prezzo del titolo è invero la misura dell'efficienza informativa (relativa) del mercato.

In altri termini, un mercato è considerato efficiente sotto il profilo informativo se il lasso temporale tra il momento in cui l'informazione è resa pubblica e quello in cui il prezzo dell'azione si modifica di conseguenza è così ridotto da non consentire a singoli investitori di avvantaggiarsi della notizia per ricavare un profitto anormale dalla negoziazione delle azioni della società oggetto della *disclosure*, in tal modo “battendo il mercato”.¹⁷⁹

Così intesa, l'efficienza informativa, di per sé, non significa che i prezzi del mercato riflettano il valore reale della società (*fundamental value*),¹⁸⁰ e cioè che rappresentino correttamente l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi come scontati secondo un determinato modello di calcolo (*valuation model*).¹⁸¹ In altri termini, l'efficienza informativa dei mercati non è necessariamente sinonimo di *fundamental efficiency*.

I mercati reali potrebbero, infatti, essere affetti sia da asimmetrie informative rispetto all'emittente sia dall'esistenza di frizioni nell'assorbimento delle informazioni, che impediscano una corretta valutazione del titolo. Ad esempio, considerato che il

¹⁷⁹ R. J. Gilson, R. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 VA. L. REV., 1984, 560. L'idea che il mercato sia in grado di rispondere istantaneamente alla pubblicazione di nuove informazioni è propria di un mercato perfetto, non di un mercato reale. Per questa ragione, gli Autori parlano di “efficienza relativa”: affinché il mercato (reale) sia efficiente, le informazioni devono essere incorporate “*rapidly enough to foreclose any exploitable trading opportunity*”.

¹⁸⁰ R. J. Gilson, R. Kraakman, *Market Efficiency After the Financial Crisis*, 100 VA. L. REV., 2014, 321: “*Note that this definition says nothing about the relationship between informational efficiency and the fundamental value of the securities*”.

¹⁸¹ R. J. Gilson, R. Kraakman, *Market Efficiency After the Financial Crisis*, cit., 321: “*the fundamental value of a security is conventionally understood to be the true present value of its expected future cash flows as these cash flows are estimated and discounted by the market's valuation model, which is usually presumed to be fixed across markets and assets*”.

mercato si basa solamente sulle notizie pubblicamente disponibili,¹⁸² non si possono escludere ipotesi in cui vi siano informazioni non pubbliche (che non sono pertanto stimabili dagli operatori) che sono essenziali per la determinazione del corretto valore aziendale; oppure le informazioni, anche se pubbliche, potrebbero non essere fruibili senza costi da parte di tutti gli agenti del mercato e quindi non entrare a far parte della valutazione di ognuno.¹⁸³

Si tratta di fattori di disturbo nella corretta formazione dei prezzi che sono stati presi in considerazione dagli studi teorici e empirici sul tema, i quali hanno messo in rilievo che, generalmente, tali deviazioni sono corrette dalle forze di mercato e non assumono una rilevanza tale da impedire la qualificazione di un mercato come “efficiente”,¹⁸⁴ volendosi adeguare a uno *standard* di efficienza relativa.¹⁸⁵

Alla luce di quanto sopra, si può quindi rilevare che, in un mercato reale, l'efficienza informativa non coincide di per sé con l'efficienza “fondamentale” del mercato ma ne costituisce senz'altro un presupposto. Non è possibile che il mercato determini correttamente il prezzo dei titoli azionari se è a priori incapace di assorbire e valutare quasi immediatamente, in conformità al modello di valutazione adottato, le informazioni rese pubblicamente disponibili.

¹⁸² Il riferimento alle informazioni “pubblicamente disponibili” riflette un livello informativo c.d. *semi-strong*, che appare l'ipotesi più frequente nei mercati reali. Più precisamente: la valutazione del mercato sul titolo azionario è basata sulle informazioni concernenti l'emittente. Il livello minimo (*weak*) di informazioni ottenibile concerne la prestazione passata, mentre il livello massimo (*strong*) comprende tutte le informazioni rilevanti che un *insider* possiede sulla società. Il livello informativo *semi-strong* si colloca in posizione intermedia, comprendendo tutte le informazioni sulla *performance* non solo passata ma anche prospettica che sono state rese note. Cfr. E. F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, cit., 383; 388.

¹⁸³R. J. Gilson, R. Kraakman, *Market Efficiency After the Financial Crisis*, cit., 321.

¹⁸⁴ E. F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, cit., 387 enumera le tre condizioni che rendono un mercato *frictionless*: l'inesistenza di costi di transazione nella negoziazione dei titoli; la reperibilità di tutte le informazioni pubbliche senza alcun costo; l'uniformità delle valutazioni degli investitori sulla base delle informazioni disponibili. Sulla terza condizione si discuterà a breve nel testo. In ogni caso, l'Autore mette in evidenza che tali condizioni “*are sufficient but not necessary for efficient markets*”, rilevando l'esistenza di meccanismi correttivi che annullano le deviazioni presenti.

¹⁸⁵ R. J. Gilson, R. Kraakman, *Market Efficiency After the Financial Crisis*, cit., 322.

Tanto specificato, dagli anni '70 del secolo scorso fino ai tempi più recenti le indagini empiriche sull'applicazione della teoria dei mercati efficienti hanno mostrato che i mercati finanziari reali, come quello statunitense, sono efficienti a livello informativo, e che quindi riflettono pienamente e in ogni momento le informazioni pubblicamente disponibili. Non è pertanto possibile che singoli investitori generino profitti anormali approfittando di divergenze nella valutazione dei prezzi. Altrimenti detto, “*if the ECMH holds, the market truly knows best*”.¹⁸⁶

Negli ultimi due decenni la solidità di questa proposizione è stata tuttavia messa in discussione, sia sotto il profilo teorico sia sotto quello empirico, da una crescente letteratura che ha osservato come i meccanismi del mercato non siano sempre in grado di correggere le deviazioni dall'efficienza che si possono creare.

In questa sede, si fa specificamente riferimento a quell'area di ricerca nota come “finanza comportamentale”,¹⁸⁷ la quale è volta alla comprensione del processo mentale che conduce gli agenti economici all'assunzione delle proprie decisioni di investimento.

Esula dal presente lavoro ogni approfondimento della materia. Piuttosto, senza pretesa di completezza, si intende mettere in luce in che modo gli appartenenti a tale filone di studi abbiano criticato i fondamenti dell'ECMH e che ripercussioni essi presentino, secondo alcuni Autori, nella relazione tra mercato dei capitali e *governance* delle società emittenti.

Una delle premesse logiche su cui si basa l'ECMH è che tutti gli investitori siano razionali, cioè egualmente capaci di apprezzare il valore reale della società sulla base

¹⁸⁶ Così, A. Shleifer, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford, Oxford University Press, 2000, 1, ove numerosi riferimenti.

¹⁸⁷ C.d. *behavioral finance*.

delle informazioni disponibili.¹⁸⁸ In presenza del medesimo bagaglio informativo, pertanto, ciascun investitore dovrebbe essere in grado di stimare il valore della società, e quindi l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri, alla stessa maniera degli altri.

Le casuali divergenze di opinioni che possono occasionalmente crearsi tra investitori non sono tali da minare l'efficiente formazione dei prezzi.¹⁸⁹ esse si compenseranno a vicenda e, anche qualora ciò non sia sufficiente a eliminare le deviazioni, l'arbitraggio operato dagli agenti razionali del mercato, e quindi l'alterazione dei volumi di scambio che essi provocano per trarre un profitto approfittando della diversità di valutazioni, riporterà il prezzo dei titoli a un livello di equilibrio.¹⁹⁰

Senonché gli studi di finanza comportamentale hanno messo in luce che simili sviamenti non sono riducibili a scelte erratiche di singoli individui che deviano dall'opinione maggioritaria, bensì riflettono un errore di giudizio di un numero significativo di essi, che si influenzano vicendevolmente, accrescendo così la parte di mercato che assume decisioni di investimento basate su valutazioni erranee.¹⁹¹

Soprattutto, è stato rilevato che, di fronte al "sentimento di mercato", l'azione correttiva dell'arbitraggio è limitata perché tale pratica risulta, in concreto, troppo

¹⁸⁸ Cfr. E. F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, cit., 387: "all agree on the implications of current information for the current price and distributions of future prices of each security".

¹⁸⁹ Cfr. E. F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, cit., 388: "Disagreement among investors about the implications of a given information does not in itself imply market inefficiency unless there are investors who can consistently make better evaluations of available information than are implicit in market prices".

¹⁹⁰ Per un resoconto delle premesse logiche dell'ECMH si veda A. Shleifer, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, cit.

¹⁹¹ Si può pertanto parlare di "market sentiment": "investor sentiment reflects the common judgment errors made by a substantial number of investors rather than uncorrelated random mistakes". Così, Andrei S., *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, cit., 12.

costosa e rischiosa per essere adottata sistematicamente ed efficacemente contro i fallimenti del mercato.¹⁹²

Basandosi sull'osservazione che, a parità di informazioni, vi siano consistenti e significative divergenze di opinioni tra investitori sul valore degli strumenti finanziari, è stata prospettata l'ipotesi che la formazione dei prezzi di mercato non risponda ai canoni di efficienza informativa dell'ECMH. In altri termini, il prezzo del titolo azionario non riflettere fedelmente il valore reale della società, essendo il prodotto di "aspettative eterogenee"¹⁹³ degli investitori.

In particolare, secondo una certa corrente, l'esistenza di aspettative eterogenee creerebbe opportunità di speculazione sull'evoluzione del (sentimento di) mercato, con la conseguenza di generare un volume anormale di negoziazioni che provocherebbe un incremento anomalo e sostanzialmente ingiustificato dei prezzi correnti delle azioni (che, nelle ipotesi estreme, porta alla formazione delle c.d. "bolle speculative").¹⁹⁴

Sulla scorta di tale ragionamento, alcuni Autori hanno elaborato un modello di calcolo che scompone il prezzo delle azioni in due componenti: un primo fattore riflette il valore reale della società (come determinato da un agente razionale sulla base delle

¹⁹² Per una sintetica esposizione dei limiti dell'arbitraggio, cfr. M. T. Moore, E. Walker-Arnott, *A Fresh Look at Stock Market Short-termism*, 41 JOURNAL OF LAW AND SOCIETY, 2014, 421-422, ove ulteriori riferimenti.

¹⁹³ Come rilevato da W. W. Bratton, M. L. Watcher, *The Case Against Shareholder Empowerment*, 158 U. PA. L. REV., 2010, 706 un modello costruito attorno alle aspettative eterogenee degli investitori si basa su due presupposti: in primo luogo non esiste un'asimmetria informativa né tra investitori né tra investitori e *insiders* della società. In secondo luogo, nonostante siano in possesso delle medesime informazioni, gli investitori elaborano valutazioni differenti del valore della società ("*Here, each investor is informed by the same set of information but develops her own estimate of fundamental value, an estimate that at any given moment differs from market price*"). Ciò presenta tre implicazioni: il prezzo delle azioni non riflette la visione del complesso dei soci; il prezzo di mercato potrebbe non rappresentare una corretta stima del valore della società; tale *mispricing* può portare a un'alterazione delle scelte di investimento all'interno della società. Sul punto si ritornerà nel testo.

¹⁹⁴ Come riportato da P. Bolton, J. Scheinkman, W. Xiong, *Pay for Short-Term Performance: Executive Compensation in Speculative Markets*, 30 IOWA JOURNAL OF CORPORATION LAW, 2005, 727-728 "*researchers have found that stock valuations are positively related corresponding to their trading volume. In other words, firms with more intense speculation are also valued higher. Investor overconfidence and the resulting heterogeneous beliefs provide a plausible mechanism to generate both tremendous trading volume and high stock valuations*".

informazioni pubblicamente disponibili), mentre una seconda componente rappresenta l'elemento speculativo ingenerato dalle attitudini psicologiche degli investitori, che è slegato dal *fundamental value*.¹⁹⁵

Questo modello di valutazione ammette quindi l'eventualità di una speculazione, che genera uno scostamento dal valore reale della società, tanto più accentuato quanto maggiore è la componente speculativa.

In sintesi, secondo alcuni, in conseguenza delle prospettive di detenzione a breve termine degli investitori, i mercati finanziari generano una forte pressione sugli amministratori per una gestione che accresca il prezzo di mercato delle azioni. Il prezzo, tuttavia, non riflette il valore reale della società perché la sua formazione è compromessa dall'inefficienza informativa del mercato. Tale inefficienza è il prodotto, tra gli altri, di valutazioni eterogenee degli investitori sull'andamento dell'emittente, che dà luogo a un *trading* di natura speculativa. Ne deriva che i prezzi di mercato delle azioni nel breve termine non mantengono un'esatta corrispondenza con il *fundamental value* della società.

¹⁹⁵ Il modello economico è stato elaborato da J. Scheinkman, W. Xiong, *Overconfidence and Speculative Bubbles*, 111 JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, 2003, 1183 ss., ed è stato ripreso, per quanto riguarda le implicazioni sul sistema di compenso degli amministratori esecutivi, da P. Bolton, J. Scheinkman, W. Xiong, *Pay for Short-Term Performance: Executive Compensation in Speculative Markets*, cit., 721 ss. In estrema sintesi, gli investitori sarebbero affetti da "overconfidence", attribuendo eccessivo rilievo alla propria capacità di valutazione e previsione, quando in realtà hanno scarsa capacità di assorbimento di tutte le informazioni rilevanti e di rielaborazione delle stesse: ciò li può portare a seguire *trend* collettivi e a non includere nelle loro decisioni dati che invece sono essenziali per una corretta valutazione degli strumenti finanziari. Questo eccesso di sicurezza porta a una divergenza di opinioni tra investitori, che a sua volta genera speculazione. Più specificamente, se da una parte esistono investitori più ottimisti di altri sulle prospettive di crescita aziendali e che sono quindi disposti ad acquistare le azioni a un prezzo superiore rispetto a quello corrispondente al valore effettivo, vi sono dall'altra parte investitori meno ottimisti che, pur valutando la società a un livello inferiore, prevedono di poter rivendere le azioni a un prezzo elevato. Sulla base di tale previsione, questi ultimi sono disponibili ad acquistare le azioni della società sopravvalutata nella convinzione che in futuro troveranno acquirenti che pagheranno un prezzo ancora superiore. Ciò genera un incremento del volume corrente di negoziazione delle azioni, che nei casi estremi può portare alla formazione delle c.d. bolle speculative, che riflettono le aspettative di crescita degli investitori più ottimisti. Alla luce di tale situazione, pertanto, gli Autori hanno elaborato (sulla base di precedenti modelli) un modello di *asset pricing* che suddivida il prezzo di mercato in due componenti: il valore reale della società e la componente speculativa, consistente nell'opzione di rivendita delle azioni in futuro a investitori più ottimisti.

Tanto precisato è ora necessario approfondire che ripercussioni la dissociazione sopra descritta possa produrre sulle società emittenti.

6.3. Le ripercussioni negative sull' gestione degli emittenti e le ipotesi di soluzione

Come già accennato, l'idea che il prezzo delle azioni possa non rappresentare il valore reale della società induce a riflettere sulle implicazioni che ciò comporta per tutti quei meccanismi societari – come il compenso con *stock options*, le varie forme di attivismo societario, lo stesso mercato per il controllo societario – che utilizzano tale prezzo (e quindi la valutazione del mercato) come una misura ragionevolmente vicina al *fundamental value*.¹⁹⁶

È stato infatti sostenuto che l'efficacia di tali meccanismi nell'orientare la gestione degli amministratori alla massimizzazione del valore della società sarebbe compromessa qualora il parametro su cui questi si basano, il prezzo di mercato, non rispecchiasse il *firm value*.¹⁹⁷

In questo caso il (mal)funzionamento del mercato farebbe prevalere non l'interesse della collettività degli azionisti, bensì quello di certe categorie di investitori, che mirano a un profitto economico immediato, senza considerazione della crescita aziendale nel medio-lungo termine.¹⁹⁸

Sulla scorta di tale ragionamento, sono state avanzate diverse tesi che favoriscono l'introduzione di accorgimenti in grado di attenuare l'influenza dei *transmission*

¹⁹⁶ Secondo J. Scheinkman, W. Xiong, *Overconfidence and Speculative Bubbles*, cit., 1209: “If prices contain a large nonfundamental component, many standard views in both corporate finance and asset pricing that use stock prices as a measure of fundamental value will be substantially altered”.

¹⁹⁷ P. Bolton, *L-Shares: Rewarding Long Term Investors*, cit., 5 “Under these circumstances [i.e. short-run stock-price movements may have little relation with changes in fundamental value] an exclusive focus on share price as a performance measure may produce highly destructive short-termist pressure on publicly traded firms”.

¹⁹⁸ “More generally, what is ‘shareholder value’ in such a speculative market?”, così: P. Bolton, J. Scheinkman, W. Wong, *Executive Compensation and Speculative Markets*, 73 REVIEW OF ECONOMIC STUDIES, 2006, 578.

mechanisms sopra citati, proteggendo gli amministratori dalle intemperanze del mercato.

A tal proposito, prima di proseguire l'approfondimento, si precisa che ci si focalizzerà sulle proposte che favoriscono una più estesa *board insulation* assumendo che il fine dell'attività gestoria sia e rimanga la massimizzazione del valore degli azionisti.¹⁹⁹ Il profilo di criticità sta cioè nel fatto che le inefficienze del mercato farebbero prevalere istanze *short-termiste*che, influenzando il prezzo delle azioni, si riverberano poi in ambito societario e spingono per una gestione mirata a soddisfare le aspettative degli investitori con un arco temporale di breve termine. Non si discuteranno invece quelle tesi che considerano la protezione dal mercato come necessaria per consentire agli amministratori di perseguire gli interessi anche di altre categorie di *stakeholders*, oltre agli azionisti (teorie afferenti alla branca di ricerca nota come *corporate social responsibility*).²⁰⁰

¹⁹⁹ L. E. Strine Jr., *Can we do better by ordinary investors? A pragmatic reaction to the duelling ideological mythologists of corporate law*, 114 COL. LAW REVIEW, 2014, 455, tra i più vivaci sostenitori della *board insulation* afferma che: “*More nuanced participants in the debate do not quibble with the notion that the end goal of for-profit corporations is the best interests of stockholders. But these participants argue that the best way to ensure that corporations generate wealth for diversified shareholders is to give the managers of corporations a strong hand to take risks and implement strategies without constant disruption by shifting stock market sentiment*”. H. Hansmann, R. Kraakman, *Reflections on the End of History for Corporate Law*, cit., 4, che non condividono la posizione di Strine sullo *short-termism*, osservano che anche coloro che oppongono un maggior coinvolgimento degli azionisti nelle dinamiche societarie non negano in ogni caso che obiettivo della società sia la massimizzazione del valore per gli azionisti: “*Although there are a few dissenters, for all practical purposes the SSM [standard shareholder-oriented model] has come to dominate discourse about corporate governance in the U.S...even advocates of greater managerial autonomy no longer defend the managerial paternalism popular in the 1950s. Instead, they argue that seemingly pro-shareholder reform such as proxy access actually undercuts the SSM by empowering atypical shareholders such as hedge funds and union pension funds to feather their own nest at the expense of shareholders as a class*”.

²⁰⁰ Come precisato da L. A. Bebchuk, *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, 113 COL. L. REV., 2013, 1645, la protezione del *board* dalle pressioni del mercato può essere vista sia come “*an instrument for serving the interests of long-term shareholders*” sia come “*an instrument for protecting the interests of stakeholders like employees*”. Nello stesso senso, M. J. Roe, *Corporate Short-Termism - In the Boardroom and in the Courtroom*, cit., 1003, par. V, A (*The Short-Termist Argument as Proxy for the Need for Managerial Insulation*) e 1004, par. V, B (*The Short-Termist Argument as Proxy for the Need to Attend Stakeholders*).

Tanto precisato, negli Stati Uniti il dibattito sullo *short-termism* assume connotati specifici alla struttura tendenzialmente dispersa delle società quotate e alla composizione della base azionaria. In particolare, nell'ottica del già discusso problema di agenzia in senso verticale (*i.e.* tra azionisti e *managers*), lo *short-termism* si inserisce nell'ininterrotta discussione sull'opportunità e le modalità di un rafforzamento del potere degli azionisti nei confronti del *board*.²⁰¹ In questa cornice, le argomentazioni secondo cui lo *short-termism* costituisce una valida ragione per proteggere gli amministratori dalle forze di mercato, sono considerate come un ulteriore elemento di supporto alla corrente di pensiero che, in generale, è in favore del mantenimento della più ampia autonomia in capo agli amministratori. In altre parole, la questione dello *short-termism* si inserisce in un più ampio dibattito circa i rapporti di forza tra *management* e azionisti, che è particolarmente sentito negli Stati Uniti.

In ogni caso, le peculiarità del contesto statunitense non fanno venire meno l'utilità dell'analisi del fenomeno dello *short-termism*, perché le proposte avanzate per contrastarlo hanno una logica che si ritrova anche nel dibattito accademico e politico-istituzionale che sta interessando da qualche tempo l'Unione Europea.

Le soluzioni che sono state ipotizzate per affrontare il fenomeno in oggetto hanno una provenienza varia, da esponenti del mondo accademico a istituzioni politiche a enti privati *profit* e *non-profit*, ed effetti molto diversi sulla *governance* delle società quotate e non è scopo del presente lavoro farne una recensione completa.

In breve, il presupposto che pare accumunare le diverse tesi è che la lunghezza del periodo di detenzione di una partecipazione azionaria sia un parametro plausibile per

²⁰¹ Per i termini del dibattito si rimanda a L. A. Bebchuk, *Let Shareholders Set the Rules*, 119 HARV. L. REV., 2006, 1784 ss.; L. A. Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 HARV. L. REV., 2005, 833 ss.; S. M. Bainbridge, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 HARV. L. REV., 2006, 1735 ss.; L. E. Strine Jr., *Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Solutions for Improving Corporate America*, 119 HARV. L. REV., 2006, 1759 ss.

considerare un investitore anche un *good shareholder*. Un *good shareholder* sarebbe cioè un azionista in condizione di operare una stima del valore della società che si approssimi al *fundamental value*. L'azionista ideale, detenendo le azioni per un periodo prolungato di tempo, può apprezzare il merito delle scelte gestorie in un arco temporale di medio-lungo termine e quindi focalizzarsi sui risultati aziendali, piuttosto che (solo) sui prezzi inefficientemente fissati dal mercato.

In quest'ottica, sono state elaborate proposte volte a "premiare" la fedeltà degli azionisti, nel tentativo di incentivarli a un più intenso coinvolgimento nelle dinamiche societarie. Al proposito, tra i modelli che sono stati ritenuti idonei a favorire gli azionisti *loyal*, si segnalano la concessione di un *call-warrant*, con il diritto di acquistare un certo numero di azioni a un prezzo predeterminato, a coloro che abbiano detenuto continuativamente le azioni per un dato arco temporale (*loyalty period*),²⁰² l'attribuzione di un voto maggiorato agli azionisti "fedeli"²⁰³ o la quotazione *ab origine*

²⁰² P. Bolton, *L-Shares: Rewarding Long Term Investors*, cit., 13 ss. propone di concedere l'esercizio di un *call-warrant*, che conferisca il diritto di comprare un certo numero di nuove azioni a un prezzo predeterminato, agli azionisti che abbiano detenuto la propria partecipazione per un determinato periodo di tempo (*loyalty period*).

²⁰³ Con riferimento agli Stati Uniti, J. Fox, J. W. Lorsch, *What Good Are Shareholders?*, HARVARD BUS. REV., luglio-agosto 2012, 56 guardano con favore a "a sliding scale on which voting power increases with length of ownership" e, a complemento, l'esclusione del diritto di voto "in corporate elections of any kind" di coloro che non hanno detenuto azioni per almeno un anno. Cfr. anche S. C. Y. Wong, *Rethinking "One Share, One Vote"*, Harvard Business Review blog network online, 2013; MERCER, STIKEMAN ELLIOTT LLP, THE GENERATION FOUNDATION, *Building a Long-Term Shareholder Base: Assessing the Potential of Loyalty-Driven Securities*, Report, 2013. Mercer è una società di consulenza nel settore finanziario e il rapporto è stato elaborato in collaborazione con General Foundation, che è una branca di General Investment Management, una società di investimento. Con riferimento all'Unione Europea si rimanda, senza pretesa di completezza, a COMMISSIONE EUROPEA, *Long Term Financing of the European Economy*, Green Paper, 2013, 15; A. Barker, *Brussels aims to reward investor loyalty*, THE FINANCIAL TIMES, 23 gennaio 2013. Cfr. anche THE ECONOMIST, *A different class: would giving long-term shareholders more clout improve corporate governance?*, 18 febbraio 2010, che riporta sia la proposta di incrementare il voto degli azionisti di lungo termine ("shareholders of long tenure could get extra voting rights") sia quella di impedirne l'esercizio a quelli che rimangono in società per pochissimo tempo ("new ones could be barred from voting for a spell"). Già negli anni '80, una struttura *dual class* era considerata idonea a prevenire la possibilità di *takeovers* inefficienti che andassero a spese di azionisti di lungo periodo. Cfr. M. Lipton, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, 136 U. PA. L. REV., 1987, 28-30.

con una struttura *dual class*,²⁰⁴ in cui la categoria di azioni a voto superiore sia detenuta da una certa tipologia di investitori, come fondatori o famiglie.²⁰⁵

Si tratta, come evidente, di proposte che discriminano tra azionisti, ciascuna con ripercussioni potenzialmente molto diverse a livello societario e che negli Stati Uniti sono rimaste più ipotesi di scuola nel senso che, nel quadro di una legislazione ampiamente permissiva, l'autonomia statutaria ne ha fatto raramente uso.

Quanto alle *dual class*, esse sono storicamente il sistema per eccellenza per consolidare il potere degli *insiders* e isolarli dal mercato. In questo senso, se si considera che il mercato non operi in maniera efficiente, si comprende la linea di pensiero di chi ritiene le *dual class* una soluzione al problema dello *short-termism*. Questa posizione è tuttavia opposta da coloro che mettono in dubbio che lo *short-termism* sia effettivamente un "problema", o meglio, che sia un problema di diritto societario, in tal modo togliendo fondamento a una delle principali ragioni a sostegno delle *dual class* nell'attuale momento storico.

²⁰⁴ A testimonianza dell'attualità del tema negli Stati Uniti, si rimanda agli atti del convegno del Millstein Center Governance Forum tenutosi nel giugno 2013 a Columbia University. Il titolo di una delle sessioni plenarie è indicativo: "*Segmenting Ownership: Revisiting Dual Class Stocks and Extended Holding Periods: Can Dual Class Stock Structures Help Alleviate Short-term Pressures in Favor of Long-term Sustainability?*". Si rimanda al link: <http://web.law.columbia.edu/millsteincenter/upcoming-events/millstein-governance-forum/preliminary-agenda>.

²⁰⁵ M. T. Moore, E. Walker-Arnott, *A Fresh Look at Stock Market Short-termism*, cit., 440, dopo aver offerto una sintesi della principale letteratura sullo *short-termism*, focalizzandosi in particolare sul contesto di mercato e politico-istituzionale inglese, adottano un approccio graduale per contrastare il fenomeno. In prima battuta, essi propongono un ripensamento della funzione di *Investor Relations*: quest'ultima sarebbe chiamata a intrattenere un dialogo continuativo con gli azionisti più stabili della società, che entrerebbero a far parte di una sorta di circolo elitario ("*inner circle*") in cui essi siano in condizione di collaborare costruttivamente con gli amministratori nell'elaborazione del corso di azione per la società. Secondo gli Autori, da questo approccio "discriminatorio" nei canali relazionali si potrebbe passare, nei casi in cui la necessità di protezione degli amministratori dalle pressioni del mercato sia più sentita, a un approccio discriminatorio nell'allocazione del potere di voto, attribuendo il controllo della società a *corporate insiders*, come le famiglie e gli imprenditori fondatori. Più specificamente, citando le parole degli Autori, "*the two-tires concept of investor relations...taken to its logical extreme, can reasonably be regarded as additionally supporting a novel discriminatory approach to apportioning voting control over listed companies...Such a governance framework would potentially enable self-selecting groups of committed investors to develop cooperative and sustained governance relations with management, unencumbered by externally imposed mandates to meet short-term financial-performance outcomes*".

6.4. Le critiche alle tesi sullo *short-termism* come problema di diritto societario

Una premessa su cui si fondano le tesi sullo *short-termism* riguarda la brevità dell'orizzonte temporale degli investitori. Al riguardo, è necessario in prima battuta chiarire a quali “investitori” ci si stia riferendo. Il periodo di detenzione delle partecipazioni per i c.d. *index funds* e *pension funds* non risulta diminuito ma, semmai, è aumentato nel corso degli anni.²⁰⁶ I giudizi sul *turnover* dei *mutual funds* non sono univoci²⁰⁷ e anche quelli sugli *hedge funds* (attivisti), notoriamente considerati gli investitori più “miopi”,²⁰⁸ sono dibattuti.²⁰⁹

A ciò occorre aggiungere che l'aumento del volume degli scambi registrato sul mercato è in parte dovuto all'incidenza del c.d. *high-frequency trading*, cioè negoziazioni a elevata frequenza praticate da una minoranza di operatori che si servono di complessi strumenti *software* e operano in base ad algoritmi matematici per compravendere strumenti finanziari, che sono detenuti anche solo per pochi istanti.²¹⁰ Tale modalità di investimento provoca un incremento nella volatilità dei prezzi

²⁰⁶ Sia L. A. Bebchuk, *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, cit., 1661, nota 115, sia M. J. Roe, *Corporate Short-Termism - In the Boardroom and in the Courtroom*, cit., 1000, nota 108, citano Martijn Cremers, Ankur Pareekm and Zacharias Sautner, *Stock Duration and Misvaluation* 11 (14 febbraio, 2013), a supporto (<http://ssrn.com/abstract=2190437>). Sulle considerazioni dei *pension funds* come investitori di lungo termine, si veda anche I. Anabtawi, L. Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, cit., 1290 e I. Anabtawi, *Some Skepticism about Increasing Shareholder Power*, 53 *UCLA L. REV.*, 2006, 580, che sono a favore di riforme per contrastare lo *short-termism*.

²⁰⁷ M. J. Roe, *Corporate Short-Termism - In the Boardroom and in the Courtroom*, cit., 981 e in diversi punti del testo. In senso contrario, L. E. Strine Jr., *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?*, cit., 10 e I. Anabtawi, L. Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, cit., 1290.

²⁰⁸ Si veda, per esempio, M. Lipton, *Bite the Apple; Poison the Apple; Paralyze the Company; Wreck the Economy*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, [www.http://corpgov.law.harvard.edu/](http://corpgov.law.harvard.edu/), 26 febbraio 2013.

²⁰⁹ D. Katelozou, *Myths and Realities of Hedge Fund Activism: Some Empirical Evidence*, 7 *VA. L. & BUS. REV.*, 2013, 473 analizzando un campione di più di un centinaio di *hedge funds* attivisti in 17 paesi (esclusi gli Stati Uniti) dal 1° gennaio 2000 al 31 dicembre 2012 ha rilevato che la maggior parte di essi (73%) detiene le azioni per più di un anno.

²¹⁰ L. A. Bebchuk, *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, cit., 1661; M. J. Roe, *Corporate Short-Termism - In the Boardroom and in the Courtroom*, cit., 981; nello stesso senso anche M. T. Moore, E. Walker-Arnott, *A Fresh Look at Stock Market Short-termism*, cit., 425 (“the main

degli strumenti finanziari, senza una diretta correlazione con la *performance* e, ancor meno, con il *fundamental value* delle società emittenti. In questo senso, pertanto, l'*high-frequency trading* non è da considerarsi una strategia di investimento legata alle aspettative eterogenee degli azionisti in funzione del rispettivo orizzonte temporale di investimento e, in sé, non è all'origine di quel genere di *short-termism* che asseritamente interferisce con le dinamiche societarie.

Invero, l'orizzonte temporale di investimento che, per la sua brevità, si ritiene possa avere ripercussioni sulla dimensione societaria è quello assunto dagli azionisti "attivisti". Questi ultimi rappresentano una parte di azionisti di minoranza che, in possesso di mezzi, competenze e di una partecipazione qualificata al capitale tali da superare i problemi di azione collettiva, incalzano il *management* all'adozione di una varietà di cambiamenti riguardanti sia la struttura (*governance changes*) sia la gestione (*operational changes*)²¹¹ della società.

Con particolare riguardo, per quel che qui rileva, ai profili di carattere gestionale e operativo, gli attivisti indurrebbero il *management* ad assumere decisioni e adottare strategie che abbiano un immediato impatto al rialzo sui prezzi azionari, ma che nel lungo termine, quando tali investitori saranno già usciti dalla società,²¹² si rivelino

adverse effect of high-frequency trading is increased stock market volatility in both directions. For this reason, it can be said that speculative equity trading bears no necessary relation to corporate financial performance. As such...it is not in itself a cause of managerial short-termism within individual companies").

²¹¹ Cfr. L. A. Bebchuk, *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, cit., 1659. I cambiamenti alla *governance* comprendono, ad esempio, l'eliminazione di previsioni statutarie che impediscano o ostacolino l'influenza degli azionisti sugli amministratori (come, ad esempio, gli *staggered boards*). I cambiamenti operativi riguardano le scelte gestionali degli amministratori, come ad esempio le decisioni sugli investimenti, sull'impiego delle riserve, etc.

²¹² L'obiezione che viene mossa a questi investitori, infatti, è di indurre i gestori a decisioni che soddisfino il loro interesse di profitto immediato, senza curarsi delle conseguenze di tali azioni, perché quando queste si manifesteranno essi avranno già disinvestito dalla società, senza dover "eat their own cooking". Così: L. E. Strine Jr., *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?*, cit., 8.

irrilevanti, se non dannose per la creazione di valore della società a beneficio della collettività degli azionisti.²¹³

La minaccia di una reazione punitiva del mercato (*i.e.* il calo del prezzo del titolo), in cui tali investitori istituzionali rivestono un ruolo preponderante,²¹⁴ indurrebbe gli amministratori all'assunzione di scelte gestionali, come le distribuzioni speciali di dividendi o l'acquisto di azioni proprie, e anche all'adozione di strategie durature, inclusa la dismissione di investimenti, la vendita di rami d'azienda, la riduzione dei costi (ad esempio le spese di ricerca e sviluppo) col fine di aumentare il prezzo di mercato e soddisfare le aspettative degli azionisti più *noisy*.

Di fronte all'elencazione di tali rilievi critici, la tendenza alla generalizzazione e l'assenza di contestualizzazione rischia di essere fuorviante. Si potrebbe replicare che, ad esempio, la ripartizione di riserve monetarie tra gli azionisti non necessariamente deve essere interpretata come una sottrazione di risorse altrimenti utilizzabili per incrementare gli investimenti della società. Al contrario, la mancata redistribuzione di ricchezza tra gli azionisti potrebbe lasciare spazio a iniziative che espandano indebitamente le dimensioni aziendali (*empire building*), e quindi l'aumento di *assets* sotto il controllo degli *insiders*, consentendo, potenzialmente, una maggiore estrazione di benefici privati del controllo.

Quanto al livello degli investimenti, come ad esempio quelli di ricerca e sviluppo, la tesi che l'"impazienza" degli investitori porterebbe a una riduzione dei costi correnti è

²¹³ I. Anabtawi, L. Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, cit., 1292: "From a social welfare perspective, strong arguments can be raised for deterring short-term activists' attempts to profit from temporarily raising prices. At best it is nonproductive 'rent-seeking' (acquiring wealth by taking it from someone else, rather than by creating it) that distracts managers and requires companies to spend time and money either resisting, or arranging, transactions that do not improve performance. At worst, it drains companies of resources they need for a healthy future".

²¹⁴ Come osservato da S. Wahal, J. J. McConnell, *Do Institutional Investor Exacerbate Managerial Myopia?*, 6 JOURNAL OF CORPORATE FINANCE, 2000, 309: "A fundamental premise underlying this argument is that institutional investment managers are a dominant force in setting stock prices and that they focus on reported short-term corporate earnings".

contraddetta da studi che mostrano come la presenza di investitori istituzionali sia positivamente correlata con il grado di innovazione della società.²¹⁵

Per altro verso, alcuni Autori hanno dimostrato che la “miopia” degli amministratori e la pressione ad aumentare il prezzo delle azioni nel breve periodo possa condurre non a un problema di *under-investment* bensì a un eccesso di investimenti.²¹⁶

Ancora, in taluni settori, in particolare quello tecnologico, si è assistito negli anni passati a una sovrastima delle potenzialità di società senza prospettive di rendimenti immediati ma considerate un buon investimento nel lungo termine. In condizioni di sopravvalutazione, è stato rilevato come le società siano portate a investire in misura superiore a quella ottimale.²¹⁷ A ben vedere, questa condizione non è sintomo di un'eccessiva attenzione ai risultati di breve termine, ma semmai a una sovrastima dei rendimenti futuri, nota come *long-termism*.

²¹⁵ S. Wahal, J. J. McConnell, *Do Institutional Investor Exacerbate Managerial Myopia?*, cit., 327-328 conducono la propria indagine su un campione di più di 2.500 società statunitensi osservate tra il 1988 e il 1994 sostenendo che le spese di PPE (*Property, Plant and Equipment*) e di R&D (*Research and Development*) aumentano in presenza di investitori istituzionali. Nello stesso senso, recentemente, P. Aghion, J. Van Reenen, L. Zingales, *Innovation and Institutional Ownership*, 103 AMERICAN ECONOMIC REVIEW, 2013 277 ss. che hanno analizzato un campione di 800 tra le maggiori società statunitensi nel corso degli anni '90.

²¹⁶ L. A. Bebchuk, L. A. Stole, *Do Short-Term Objectives Lead to Under or Overinvestment in Long-Term Projects?*, 48 J. FIN., 1993, 719 ss. dimostrano che quando gli amministratori hanno obiettivi di breve-termini (e cioè intendono rispondere alle aspettative degli investitori a un aumento del prezzo delle azioni), la decisione del livello di investimento dipende dal tipo di informazioni che sono note (e, per converso, sconosciute) agli investitori, cioè dalla natura dell'asimmetria informativa tra *insiders* e mercato. Nel caso in cui gli investitori non possano osservare il livello di investimenti richiesto per progetti di lungo-termini (come nel caso dei c.d. *soft-investments*, quali il tempo e le risorse dedicate dagli amministratori al loro lavoro o gli investimenti che devono essere mantenuti segreti dai concorrenti), gli amministratori tenderanno a sotto-investire perché un aumento degli investimenti provocherebbe un calo dei prezzi non compensato da un incremento immediato di valore della società. Al contrario, nel caso in cui al mercato sia noto il livello di investimenti (ad esempio, la costruzione di un impianto, o le spese di ricerca e sviluppo rese pubbliche) ma non la produttività di tali investimenti, gli amministratori tenderanno a sovra-investire, per segnalare al mercato la fiducia riposta nel progetto.

²¹⁷ M. J. Roe, *Corporate Short-Termism - In the Boardroom and in the Courtroom*, cit., 993, par. IV, B, ove ulteriori riferimenti, tra cui M. Campello, J. R. Graham, *Do Stock Prices Influence Corporate Decisions? Evidence from the Technology Bubble*, 107 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 2013, 102 i quali analizzano il rialzo dei prezzi delle azioni di società non operanti nel settore tecnologico durante la bolla speculativa delle società *hi-tech*. Gli Autori mostrano che tale rialzo sia stato dovuto a un effetto di “contagio” dal mondo *hi-tech* e che sia quindi slegato da un aumento del valore aziendale (*fundamental value*). Tuttavia, questa sopravvalutazione del mercato ha consentito a tali società di superare i propri vincoli di bilancio e quindi incrementare il livello dei propri investimenti.

Gli esempi sopra citati, in sintesi, non sconfessano l'esistenza di deviazioni nella corretta formazione dei prezzi (anche se la portata sistematica di tali deviazioni, come visto, è dibattuta) ma dimostrano che una sopravvalutazione o un deprezzamento delle azioni non in linea con i "fondamentali" possa indurre sia a una riduzione degli investimenti sia a sovrainvestimenti. In altre parole, in presenza di un mercato imperfetto, non è irragionevole aspettarsi che: "*sometimes it overshoots, sometimes it undershoots, and sometimes it is on target*".²¹⁸

Inoltre, anche assumendo che il mercato non sia sempre del tutto efficiente, ciò non significa che le prospettive di breve e di lungo termine tendano per forza in direzioni opposte. Cambiamenti che siano valutati positivamente nel breve termine (come, ad esempio, l'abbandono di un progetto di scarso valore, c.d. *pet project*) possono essere coerenti con la creazione di valore della società: in questo caso, pertanto, le variazioni di valore nel breve e nel lungo termine sono positivamente correlate.²¹⁹

La descrizione dei profili critici e delle relative repliche potrebbe continuare; di fronte a un fenomeno dai contorni e le implicazioni così incerte, non è remoto il rischio di cadere in generalizzazioni inappropriate. L'invocazione di meccanismi di *governance* per contrastare lo *short-termism* richiede un'attenta analisi dei costi e benefici che ne derivano in funzione del contesto in cui essi sono applicati.

Quanto alla previsione del voto maggiorato, valorizzare la lunghezza del periodo di detenzione delle azioni può essere uno strumento a doppio taglio:²²⁰ se l'obiettivo è di

²¹⁸ M. J. Roe, *Corporate Short-Termism - In the Boardroom and in the Courtroom*, cit., 980.

²¹⁹ L. A. Bebchuk, *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, cit., 1663.

²²⁰ Si esprime in tono dubitativo anche E. B. Rock, *Shareholder Eugenics in the Public Corporation*, 97 CORNELL L. REV., 2012, 901: "*If length of ownership is a reasonable proxy for being a good shareholder (a highly contestable proposition on which I take no position)*".

promuovere il coinvolgimento degli azionisti non *insiders*,²²¹ scoraggiando forme di attivismo pernicioso, il voto maggiorato, di per sé, non pare costituire un incentivo adeguato. Come l'esperienza dei fondi pensione americani dimostra, essere investitori di lungo termine, con una partecipazione rilevante al capitale, non è sufficiente a superare le barriere all'*engagement*, che trovano semmai causa nella struttura di *governance*, nella missione statutaria e nel sistema premiante relativo alla gestione di questi fondi.²²²

Anche ammettendo l'esistenza di un problema di *short-termism* sul piano societario la cui portata e gravità richieda un intervento di *policy*, il voto maggiorato non pare di per sé sufficiente a stimolare una partecipazione costruttiva dei *good shareholders*, nel senso già definito. Il rischio, in definitiva, è di complicare la struttura azionaria senza ottenere sostanziali benefici ai fini di una gestione lungimirante dell'emittente.

Per altro verso, in società con una struttura proprietaria già concentrata, il voto maggiorato non farebbe che consolidare il potere degli azionisti di controllo, che sono per definizione di lungo termine. In questo rispetto, la tesi a favore di un "antidoto" alla trasmissione dei fallimenti del mercato nella dimensione societaria perderebbe la sua giustificazione più fondata.

Anzi, l'applicazione del voto maggiorato consentirebbe agli azionisti di maggioranza di cedere nel tempo parte della propria quota di *equity*, pur mantenendo il controllo; ciò che riproporrebbe buona parte delle considerazioni svolte nelle sezioni

²²¹THE ECONOMIST, *A different class: would giving long-term shareholders more clout improve corporate governance?*, 18 febbraio 2010: "The real issue is not how to encourage investors to keep hold of their shares for longer, but how to encourage more of them to take their duties as owners seriously, irrespective of the length of their tenure".

²²²THE ECONOMIST, *A different class: would giving long-term shareholders more clout improve corporate governance?*, cit.: "The investing public, whose retirement saving have atrophied in the financial crisis thanks in part to the short-term way in which they were invested, may sort things out themselves, by demanding a longer-term perspective from the pension and mutual funds that they have entrusted with their money".

precedenti relative agli effetti di una struttura *dual class*, fermo restando che *dual class* e voto maggiorato sono due fattispecie diverse.

L'originaria quotazione con una struttura *dualclass*, e quindi l'assenza di un sistema premiante come il voto maggiorato o le *loyalty shares*, è, sotto certi aspetti, una soluzione più lineare. In primo luogo perché richiede *ab origine* una valutazione del mercato sui costi e benefici dell'attribuzione tendenzialmente perpetua del controllo a un nucleo definito di azionisti (assumendo che la formazione del prezzo in sede di quotazione sia efficiente). In secondo luogo, perché non crea confusione sull'identità di coloro che hanno avuto, hanno, potrebbero avere una partecipazione più o meno rilevante al capitale.

Se quindi la struttura *dual class* può essere considerata preferibile rispetto a meccanismi di "fidelizzazione", rimane da chiedersi quando essa sia preferibile anche rispetto alla regola un'azione, un voto, sempre nell'ottica della massimizzazione del valore della società.

A questo proposito, l'identità degli azionisti titolari delle *super voting shares* costituisce un elemento essenziale dell'indagine: se si ritiene che tali azionisti apportino un valore aggiunto alla società, che non sarebbe altrimenti replicabile, l'allocatione non proporzionale del diritto di voto potrebbe essere vista sia come un incentivo sia come una forma di ricompensa alla creazione di valore della società, che va a beneficio anche degli *outside shareholders*.

Si tratta allora di capire che tipologia di azionisti si distingue rispetto agli altri e quale valore aggiunto da essi contribuito possa giustificare una struttura *dual class*. A tal fine, la parte che segue verrà dedicata allo studio del settore editoriale che, per le sue caratteristiche, offre diversi elementi di interesse.

7. Osservazioni preliminari

Alla luce dell'inquadramento teorico delle sezioni precedenti sulle determinanti e gli effetti di una struttura azionaria *dual class* in una società quotata, ci si propone ora di verificarne l'effettiva applicazione tra le società editrici (*publishing companies*) dei principali quotidiani statunitensi a diffusione nazionale.

La scelta è stata motivata dalle seguenti ragioni: il settore editoriale è caratterizzato da società a proprietà concentrata; la concentrazione della proprietà azionaria è ottenuta mediante l'impiego di *dual class*; storicamente, le azioni a voto superiore sono state detenute da membri di una stessa famiglia, legata alla nascita o allo sviluppo del quotidiano; si tratta di un *business* maturo che, nel momento storico corrente, non sta producendo grandi profitti e ciò consente di prevenire l'obiezione che il mercato investa comunque in tali società perché un'allocatione di voti non proporzionale è grandemente compensata dagli utili distribuiti o dalle prospettive di futuri guadagni (come potrebbe dirsi per le società *high-tech*); i quotidiani selezionati come casi di studio hanno una storia pluridecennale, accuratamente documentata, che permette (non di misurare ma almeno) di discutere l'impatto delle *dual class* nel medio-lungo periodo e quindi di prendere in considerazione gli effetti della trasmissione delle *voting shares* a successive generazioni familiari (ciò che non è ancora possibile, invece, per le società *high-tech*); infine, la proprietà di un giornale, specie se prestigioso, è associata alla presenza di benefici privati del controllo non pecuniari, come l'*amenity potential* e la reputazione,

che costituiscono un tema ancora non pienamente esplorato, anche per le difficoltà di trovare dei parametri (*proxies*) per una loro puntuale identificazione.

Tanto premesso, nella letteratura giuridica ed economica si fa sovente riferimento all'impiego di *dual class* nelle società editrici controllate da famiglie sostenendo che tale struttura sarebbe funzionale alla protezione dell'integrità editoriale del giornale. La validità di tale affermazione, tuttavia, non è stata dimostrata: pur essendoci numerosi studi specialistici in tema di valori del giornalismo da una parte, e di *dual class* dall'altra, manca un'indagine interdisciplinare che analizzi se e in che modo la struttura proprietaria in parola sia (meglio di altre) idonea a tutelare l'integrità editoriale e come questa finalità si relazioni con l'obiettivo della creazione di *firm value*, che ispira l'amministrazione di una società quotata. Questa parte affronta l'argomento, cercando di rispondere alle seguenti domande: che cosa si intenda per integrità editoriale; se sia desiderabile tutelarla; ammesso che lo sia, se un assetto *dual class* sia funzionale allo scopo e se tale obiettivo sia coerente con la massimizzazione del valore per tutti gli azionisti.

La suddivisione delle sezioni che seguono riflette la progressione della ricerca. In primo luogo, si è tentato di contestualizzare e qualificare il contenuto della "integrità editoriale". A tal fine, la Sezione 8 analizza il ruolo degli organi di stampa in una società democratica e retta da un sistema economico-produttivo di tipo capitalista,²²³ mentre la Sezione 9 è dedicata all'esame dei principi e dei valori che ispirano la professione giornalistica.²²⁴

Gli esiti di tale analisi preliminare costituiscono le basi per avviare l'indagine sull'idoneità di una struttura *dual class* a tutelare la tradizione di integrità editoriale di

²²³ Nel presente lavoro non ci si occuperà degli organi di stampa controllati dallo Stato.

²²⁴ In entrambe le sezioni, per fedeltà alle fonti bibliografiche, si troveranno riferimenti sia alla stampa in generale sia ai quotidiani.

un giornale: la Sezione 11 presenta tre casi di studio riguardanti la storia e le vicende che hanno interessato il New York Times, il Wall Street Journal e il Washington Post negli ultimi anni.

Sulla scorta dell'analisi teorica effettuata nella Parte I e degli esiti dell'indagine empirica della presente parte, la Sezione 12 propone alcune riflessioni sul controllo familiare tramite un struttura *dual class*, esplorando le ragioni che possono sostenere o, al contrario, porre in dubbio la desiderabilità di tale accorgimento in una società editrice quotata.

8. Il ruolo della stampa in una società democratica

Una compiuta analisi dei principi che informano il giornalismo richiede una preliminare riflessione sulla funzione che la stampa, intesa come il complesso degli organi di informazione e delle pubblicazioni attraverso cui l'attività giornalistica si esplica, aspira a perseguire nella società civile. Solo una volta chiarito in linea teorica quale sia il ruolo che la stampa dovrebbe rivestire, diviene più agevole individuare i caratteri tipologici della professione giornalistica, che la qualificano come tale e la distinguono rispetto ad altre forme di divulgazione e comunicazione pubblica.

Al proposito, è concordemente affermato che in una società democratica, fondata sui principi della sovranità popolare e della libertà di espressione, la stampa abbia il compito di diffondere informazioni al pubblico affinché i singoli possano assolvere il loro ruolo di cittadini.²²⁵

²²⁵ Cfr., *inter alia*, G. J. Stigler, *The Economics of Information*, 69 JOURNAL OF POLITICAL ECONOMICS, 1961, 213 ss.; B. Kovach, T. Rosenstiel, *The Elements of Journalism: What Newspeople Should Know and the Public Should Expect*, New York, Three Rivers Press, 17: "The primary purpose of journalism is to provide citizens with the information they need to be free and self-governing"; S. M. Kirchoff, *The*

La “diffusione di informazioni al pubblico” è invero il cuore dell’attività giornalistica: anche solo a un livello superficiale, si può intuire che la pubblicazione di qualsiasi notizia dipenda da un processo decisionale prodromico su che cosa sia(o non sia) meritevole di essere reso noto e sul modo in cui ciò debba essere presentato. L’opera di selezione e la conseguente narrativa rivestono pertanto un rilievo primario, costituendo la base informativa su cui ogni individuo elabora i propri convincimenti e giudizi nonché le preferenze che in qualità di cittadino ha il diritto e dovere di esprimere.

In quest’ottica, in uno stato di democrazia, la stampa si pone al servizio del cittadino (“*the governed*”) e non di chi è al potere (“*the governors*”).²²⁶ Essa fornisce al singolo gli elementi conoscitivi e le chiavi di lettura attraverso cui interpretare la realtà e contribuire a plasmare la comunità in cui vive, anche (ma non solo) attraverso la scelta dei propri rappresentanti politici e la valutazione critica del loro operato.

Ne deriva che l’autonomia della stampa rispetto a potenziali condizionamenti da parte del corpo politico è una premessa essenziale per promuovere un dibattito pluralistico e garantire una partecipazione collettiva che sia informata, consapevole e non discriminatoria.

Il rapporto tra la stampa e il potere politico costituisce un nodo nevralgico nella comprensione degli elementi fondanti uno stato democratico ed esula dal presente lavoro ogni approfondimento della tematica. Piuttosto, per acquisire una visione

U.S. Newspaper Industry in Transition, in J. R. Detrani, *Journalism: Theory and Practice*, Oackville, Apple Academic Press, 2011, 272; C. K. McClatchy, *How Newspapers Are Owned – And Does It Matter?*, NIEMAN REPORTS v. 42, 1988, p. 22.

²²⁶ In una storica decisione riguardante la pubblicazione da parte del New York Times dei c.d. *Pentagon Papers*, documenti del Dipartimento di Difesa americano in cui emergeva il reale coinvolgimento politico e militare degli Stati Uniti nella guerra del Vietnam, che era stato falsamente rappresentato ai cittadini e al Congresso, la Suprema Corte ha affermato che: “*In the First Amendment the Founding Fathers gave the free press the protection it must have to fulfill its essential role in our democracy. The press was to serve the governed, not the governors*”. *New York Times Co. v. United States*, 439 U.S. 713 (1971).

d'insieme, risulta opportuno accennare a un'altra sfera, rispetto a quella pubblicistica, in cui è particolarmente marcato il ruolo della stampa nel formare, informare e influenzare la collettività.

Se si sposta l'accento dalla dimensione "democratica" a quella "capitalistica" della società, idealmente anche i termini di riferimento cambiano. Il singolo individuo non è più solo un "cittadino" e un "elettore" ma assume la veste di "consumatore", "utente", "investitore". In questo metaforico gioco delle parti, il potere politico "lascia il posto" al potere economico come oggetto di scrutinio da parte degli organi di stampa, che rispetto a esso sono chiamati a rivendicare la propria indipendenza e autonomia di giudizio.

Al riguardo, la stampa economica (*business press*) è considerata un elemento chiave affinché il mercato dei capitali funzioni in modo efficiente. Il lavoro di collazione, organizzazione e lettura dei dati in un modo che rappresenti fedelmente la situazione economica e finanziaria di un'impresa e il suo andamento in chiave prospettica richiede conoscenze specifiche e capacità di discernimento, considerata l'asimmetria informativa tra gli emittenti, che sono l'originale fonte delle informazioni, e i giornalisti che le recepiscono.²²⁷ Si comprende quindi come l'inevitabile dipendenza da fonti interne debba indurre in linea di principio a un atteggiamento di circospezione e verifica dei dati.

Un esempio da cui emergono gli effetti derivanti da un'interazione impropria tra la stampa economica e le *corporations* è fornito da Enron Corporation, la multinazionale statunitense operante nel settore energetico ingloriosamente fallita nel 2001 a seguito della scoperta di una truffa ai danni degli investitori causata da una sistematica e persistente manipolazione dei dati di bilancio. Si ritiene che una delle ragioni per cui lo

²²⁷ A. A. Schejter, R. Davidson, "...and money is the answer for all things": *The News Corp.-Dow Jones Merger and the Separation of Editorial and Business Practices*, 2 INTERNATIONAL JOURNAL OF COMMUNICATION, 2008, 516-517.

scandalo sia emerso in maniera tanto drammatica e inaspettata, cogliendo di sorpresa non solo il pubblico in generale ma la stessa comunità finanziaria, sia stata una sostanziale passività da parte di analisti e giornalisti, i quali avevano maturato una valutazione così soddisfacente del modello economico di Enron, abilmente convogliato dalla funzione di *Investor Relator*, da non aver attivato alcuna verifica più minuziosa sui dati che la società andava rilasciando. Qualche tempo dopo, il direttore del Financial Times sintetizzò in poche parole il *faux pas*, ammettendo che la stampa “aveva ciecamente adottato Enron come il nuovo paradigma di società capitalistica dell’era *post-deregulation*, quando sarebbe invece dovuta essere molto più vigile e predisposta ad assoggettarla a un’analisi critica”.²²⁸

L’esempio citato è indicativo degli effetti perniciosi che possono verificarsi quando, a causa di un atteggiamento di deferenza e di una mancanza di distacco rispetto alle fonti informative, il giornalismo perde il senso della sua missione, volta a fornire una rappresentazione veritiera e un’interpretazione ragionata dellarealtà dei fatti. Per elaborare quindi un metro di giudizio della qualità dell’attività giornalistica, che consenta di valutare a che condizioni gli organi di stampa e, per quel che qui interessa, i quotidiani, svolgano un’utile funzione civile, occorre indagare più a fondo quali siano i principi ispiratori della professione.

²²⁸ Andrew Gowers, direttore del Financial Times, citato in G. Doyle, *Financial News Journalism. A Post-Enron Analysis of Approaches Towards Economic and Financial News Production in the UK*, 7 JOURNALISM, 2006, 433. La dichiarazione in lingua originale è la seguente: “*The press blindly accepted Enron as the epitome of a new post-deregulation corporate model, when it should have been much more interested in probing the company*”.

9. Il contenuto dell'integrità editoriale

9.1. Verità

Nel 1942, Henry R. Luce, potente magnate del mondo dell'editoria statunitense, si rivolse a Robert M. Hutchins, Rettore dell'Università di Chicago, per commissionargli un'indagine sulla condizione corrente e il futuro della libertà di stampa, in un'epoca in cui si stava assistendo a una progressiva scomparsa di quotidiani indipendenti e alla parallela concentrazione degli organi di informazione (televisioni, radio, giornali) in pochi, enormi conglomerati in grado di esercitare un potere quasi monopolistico sul mercato dei *media*.

Fu allora costituita una commissione (*Commission on Freedom of the Press*, nota come "Commissione Hutchins"), composta da illustri esponenti del mondo accademico e istituzionale americano²²⁹ che, nel 1946, all'esito della propria inchiesta, pubblicò un Rapporto significativamente intitolato "*A Free and Responsible Press*".²³⁰ In esso la Commissione espone cinque canoni ai quali la stampa si sarebbe dovuta attenere per offrire "*the current intelligent needed by a free society*".²³¹

²²⁹ La commissione era formata da tredici membri, insigni professori di economia, diritto, filosofia e scienze politiche delle principali università americane (Harvard, Yale, Columbia), il presidente della Federal Reserve Bank di New York e un ex assistente del Segretario di Stato americano, coadiuvati da quattro consulenti stranieri.

²³⁰ COMMISSION ON FREEDOM OF PRESS, *A Free and Responsible Press: a General Report on Mass Communication: Newspaper, Radio, Motion Pictures, Magazines, and Books*, Chicago, University of Chicago Press, 1947.

²³¹ COMMISSION ON FREEDOM OF PRESS, *A Free and Responsible Press*, cit., 20. I cinque principi, che verranno solo in parte discussi nel testo, sono i seguenti: un resoconto veritiero, equilibrato e obiettivo degli eventi quotidiani, calati in un contesto che consenta di coglierli nella loro complessità e relatività; un foro per il dibattito e lo scambio di opinioni e critiche; una rappresentazione veritiera dei diversi gruppi sociali, che ne rifletta i principali caratteri, senza porre in una luce indebita singoli accadimenti che potrebbero offrirne un'immagine distorta; la sintesi e l'esposizione degli obiettivi e dei valori di una data società; la diffusione delle notizie a ogni livello sociale, senza discriminazioni (fondate, ad es., sul potere economico e di spesa di un certo pubblico).

Il primo principio si fonda sul diritto²³² dei cittadini a ricevere un resoconto veritiero, equilibrato e obiettivo degli eventi quotidiani, calati entro un contesto che consenta di coglierli nella loro complessità e relatività.²³³

Lo standard così enunciato costituisce il parametro tradizionale di valutazione della qualità editoriale di un testo giornalistico (*Full Standard* o *Social Responsibility Model*), che è tuttora considerato quello prevalente, nonostante alcuni autori abbiano di recente sostenuto un'impostazione meno rigida.²³⁴ Per comprendere appieno questa regola, e quindi le legittime aspettative del pubblico,²³⁵ è necessario chiarire il significato di "verità giornalistica" e di "obiettività".

In primo luogo, nessun accadimento, evento naturale o atto umano può essere compiutamente descritto avulso dalle circostanze contingenti in cui si è verificato (o ha mancato di verificarsi): la cronaca di un fatto isolato, per quanto precisa, può risultare

²³² La Commissione si esprime in termini di diritto morale dei cittadini a ricevere il servizio da parte di una stampa indipendente: "*The need of the consumer to have adequate and uncontaminated mental food is such that he is under a duty to get it; and, because of this duty, his interest acquires the stature of a right. It becomes legitimate to speak of the moral right of men to the news they can use*". Cfr. COMMISSION ON FREEDOM OF PRESS, *A Free and Responsible Press*, cit., 125.

²³³ Nelle parole della Commissione: "*Our society needs, first, a truthful, comprehensive, and intelligent account of the day's events in a context which gives them meaning*". Cfr. COMMISSION ON FREEDOM OF PRESS, *A Free and Responsible Press*, cit., 21.

²³⁴ Il riferimento è al c.d. *Burglar Alarm Standard*, proposto da J. Zaller, *A New Standard of News Quality: Burglar Alarms for the Monitorial Citizen*, 20 POLITICAL COMMUNICATION, 2008, 109 ss. e la cui filosofia di base è ulteriormente discussa da T. E. Patterson, *The Search for a Standard: Markets and Media*, 20 POLITICAL COMMUNICATION, 2003, 139 ss. Zaller sostiene che un resoconto dettagliato e omnicomprendente degli eventi non venga realmente incontro alle necessità della maggioranza della popolazione. Da una parte, i lettori non hanno il tempo né l'inclinazione per leggere articoli lunghi e complessi; dall'altra parte, essi sono difficilmente disposti a cambiare le proprie convinzioni di base. In particolare, con riferimento alle scelte politiche, secondo l'Autore i cittadini votano un partito piuttosto che un altro non a seguito di una specifica riflessione su un certo candidato e la sua agenda, come discussa e commentata dagli organi di stampa, ma sulla base di un complesso di valori e convincimenti che hanno maturato negli anni e che rimangono sostanzialmente invariati. Pertanto, Zaller sostiene che, fatta eccezione per le testate giornalistiche "elitarie", i cronisti dovrebbero fornire all'*audience* un set di notizie concise, brevi e dirette, idonee a "allertare" i cittadini sulle questioni principali, che reclamano la loro attenzione. Considerato il taglio di questo lavoro, che si concentra sulla qualità editoriale dei quotidiani considerati "elitari" dall'Autore, non si ritiene di approfondire ulteriormente questa corrente di pensiero.

²³⁵ J. B. Singer, *The Socially Responsible Existentialist: A Normative Emphasis for Journalists in a New Media Environment*, 7 JOURNALISM STUDIES, 2006, 5 discute il tema esponendo le varie teorie giornalistiche che, alternativamente, valorizzano il profilo dell'autonomia e della libertà del giornalista nell'assumere le scelte professionali (*Existentialism*) e quello della responsabilità, in termini di *accountability*, che questi ha nei confronti del pubblico (*Social Responsibility*).

fuorviante e, in ultima analisi, non veritiera se sono omesse le circostanze che a tale fatto afferiscono.²³⁶

In secondo luogo, anche la semplice esposizione di elementi fattuali non è mai del tutto “incorrotta” rispetto alle attitudini e inclinazioni personali (*bias*) del cronista che li riporta:²³⁷ in questo campo, l’obiettività di carattere scientifico non è possibile né, sotto certi versi, auspicabile.²³⁸

Assumendo quindi “verità” e “obiettività” un’accezione relativa e funzionale, il valore dell’attività giornalistica si coglie nel metodo impiegato affinché la narrativa rifletta in maniera fedele, ancorché non identica, la realtà. In quelle fasi del processo che, muovendo da un *input* – l’informazione – crea il prodotto finale – la notizia – si ritrova l’essenza del giornalismo, che lo distingue rispetto ad altre forme di divulgazione, propaganda e intrattenimento del pubblico.

Tale metodologia deve essere rigorosa, verificabile e trasparente.²³⁹ A livello operativo, ciò implica un esercizio di verifica (*verification*) che non può limitarsi a un mero riscontro diretto degli accadimenti o all’accertamento dell’affidabilità della fonte informativa, ma richiede altresì capacità, prontezza e preparazione per porsi domande, cogliere incoerenze, rendere rilevante (*significant*) ciò che è importante (*relevant*).

Un simile esercizio intellettuale richiede, come intuibile, l’utilizzo di un criterio di selezione, basato su un giudizio di meritevolezza (*worthiness*) di quello che in prospettiva è idoneo e utile a costituire il bagaglio conoscitivo dei cittadini, in un’epoca

²³⁶ “*It is no longer enough to report the fact truthfully. It is now necessary to report the truth about the fact*”: COMMISSION ON FREEDOM OF PRESS, *A Free and Responsible Press*, cit., 22.

²³⁷ “*There is no fact without a context and no factual report which is uncolored by the opinions of the reporter*”: COMMISSION ON FREEDOM OF PRESS, *A Free and Responsible Press*, cit., 22.

²³⁸ La professione di giornalista include l’adozione di uno stile di scrittura e di narrativa personali, che si adattano in funzione del tipo di *audience* e del genere di notizia. Questi fattori comportano inevitabilmente un “tocco” personale che si discosta dai parametri dell’obiettività scientifica.

²³⁹ Al riguardo è stato osservato che: “*The real meaning of objectivity has more to do with transparency than to the absence of bias*”. Così B. Kovach, T. Rosenstiel, *The Elements of Journalism*, cit., xiv. Si veda anche p. 10.

in cui il sovraccarico nozionistico e informativo rende impossibile assimilare la quantità di notizie diffuse. Questo giudizio ricade nel novero delle scelte editoriali, sia del singolo cronista sia del direttore di un giornale (*editor*), ed è basato su una molteplicità di fattori che acquisiscono un peso differente caso per caso, in funzione dello scopo della notizia, del pubblico di lettori e del taglio della testata giornalistica.²⁴⁰

L'innovazione tecnologica e digitale ha avuto un impatto misto sull'espletamento di tale compito: per un verso, ha reso materialmente più agevole il reperimento di dati, materiali e fonti. Per altro verso, non ha favorito la suddetta attività di verifica, filtro e ponderazione, perché pare premiare, almeno in parte, un diverso, più immediato, approccio all'informazione: la popolarità di *social networks* e *information providers* è anche dovuta alla velocità con cui le notizie sono trasmesse e al loro continuo ricambio.

Tuttavia, a tale rapidità si accompagna inevitabilmente un certo grado di inesattezza, parzialità e inattendibilità. Inoltre, la disponibilità di una moltitudine di notizie di qualità e contenuto indiscriminati tende a facilitare la contestazione e la polemica, che generalmente inducono una parte a un tentativo di persuasione dell'interlocutore. Questa attitudine porta a enfatizzare (se non a reinterpretare) determinati aspetti o profili di una notizia a supporto di un certo argomento, e ciò risulta non solo in una "trasformazione" delle informazioni originariamente disponibili ma anche in una rinuncia alla ricerca di prove ulteriori che possano contribuire a una più completa comprensione dell'accaduto.

²⁴⁰ Tali fattori includono: il momento dell'evento (*timeline*), il numero (*impact*) e l'eventuale notorietà (*prominence*) dei soggetti coinvolti, la vicinanza dell'evento rispetto alla sede dell'organo che ne pubblica la notizia (*proximity*), il grado di controversia che l'evento è destinato a suscitare (*controversy*), la singolarità dell'accaduto (*oddity*). Cfr. D. Potter, *Handbook of Independent Journalism*, in J. R. Detrani, *Journalism: Theory and Practice*, cit., 78-79 e T. Harcup, voce: *News Values*, in T. Harcup, *A Dictionary of Journalism*, Oxford, Oxford University Press, 2014, consultato *online*.

Con ciò non si intende dire che le nuove tecnologie, e in particolare internet, debbano essere giudicate in un'accezione negativa. Occorre piuttosto riconoscere che il *web* ha radicalmente cambiato le modalità di creazione²⁴¹ e diffusione delle notizie nonché, come si discuterà in seguito, le strategie di *marketing*, incidendo sulla struttura di mercato monopolistica in cui i quotidiani hanno tradizionalmente operato. Tuttavia, essa non ha fatto concettualmente venire meno la giustificazione e la necessità di perseguire un giornalismo di qualità. Anzi, la qualità rappresenta forse l'unico elemento rispetto al quale internet non può offrire un'alternativa più efficiente.²⁴²

Si comprende allora come il dibattito corrente sul giornalismo sia incentrato non tanto sui principi e gli standard di condotta che dovrebbero in teoria connotarlo bensì sull'abilità dei giornalisti a utilizzare le potenzialità degli strumenti che il progresso tecnologico ha reso disponibili a tutti per offrire un prodotto di qualità, che a tali standard si conformi.²⁴³

9.2. Controllo del potere

Nella sezione dedicata al ruolo della stampa nella società si è evidenziata l'importanza del mantenimento dell'autonomia degli organi di informazione rispetto

²⁴¹ Un recente fenomeno oggetto di diverse analisi è Twitter. È stato osservato che questo servizio di *blogging* e *networking* stia mutando la concezione stessa di "notizia". Nella sua accezione tradizionale, la notizia è il prodotto finale di un'attività di reperimento e filtro delle informazioni disponibili: essa include gli elementi essenziali che descrivono un fenomeno in un dato momento e, come tale, non è soggetta a modifiche. Al contrario, Twitter consente la revisione e l'aggiornamento continui delle precedenti pubblicazioni (*posts*), con la conseguenza che la notizia perde il suo carattere statico e si identifica invece con un flusso di dati e informazioni che si aggiungono nel tempo e sono sempre soggetti a modifiche, correzioni e integrazioni. Sul punto, M. Revers, *The Twitterization of News Making: Transparency and Journalistic Professionalism*, 64 JOURNAL OF COMMUNICATION, 2014, 815.

²⁴² P. Meyer, *The Vanishing Newspaper: Saving Journalism in the Information Age*, Columbia, University of Missouri Press, 2009, 63.

²⁴³ Come espresso da B. Kovach, T. Rosenstiel, *The Elements of Journalism*, cit., 19-20, "Every generation creates its own journalism largely in reaction to technological advances that allow production and/or distribution of content more effectively. But the purpose and the underlying elements of journalism, we have found, have proven remarkably constant (...)". Cfr. anche D. C. Hallin, P. Mancini, *Comparing Media Systems: Three Models of Media and Politics*, Cambridge, Cambridge University Press, 2004, 261.

alle istituzioni di potere, con tali intendendosi non solo la componente governativa e politica, e più generalmente l'autorità pubblica, ma anche i centri economici e i poli finanziari di uno stato.²⁴⁴

Il giornalismo, in altri termini, vigila su ogni forma di potere idonea ad avere un impatto sulla collettività (*independent monitor of power*), dovendo non solo renderne trasparente le modalità di esercizio e svolgimento, ma anche verificarne le conseguenze, richiamando l'attenzione del cittadino su quei meccanismi che non funzionano correttamente, avendo a riferimento il set valoriale e di principi della società.

Affinché tale sistema di *accountability* operi, la professione del giornalista non si esaurisce in un acritico recepimento delle versioni ufficiali di un determinato fatto o evento, ma richiede un'indagine approfondita, dedicata e indipendente. È questa l'essenza del giornalismo d'inchiesta, di cui si possono individuare principalmente due tipologie.

La prima forma di inchiesta, la più nota comunemente, è quella che svela fatti che precedentemente non erano conosciuti al pubblico. Si tratta delle tipiche situazioni in cui, a seguito dello "scoop", si apre un'indagine pubblica diretta a chiarire cause e responsabilità di quanto emerso. In questi casi, la stampa agisce idealmente per conto della collettività nel sollecitare un intervento dell'autorità pubblica al fine di ristabilire la legalità.

Anche la seconda modalità di inchiesta comporta l'impiego di strumenti e strategie investigative ma richiede, in aggiunta, un elevato livello di sofisticazione e conoscenza della materia indagata. Nei casi in cui l'oggetto dell'indagine è molto tecnico, diviene infatti necessaria un'attività di assemblaggio e interpretazione dei dati senza la quale le

²⁴⁴ B. Kovach, T. Rosenstiel, *The Elements of Journalism*, cit., xiv. Si veda anche p. 171.

medesime informazioni non risulterebbero rilevanti o comunque significative per la maggior parte del pubblico.²⁴⁵

In sintesi, si può osservare che l'inchiesta giornalistica, da un lato, serve la funzione di denunciare situazioni di illegittimità (non immediatamente manifeste) e, dall'altro lato, può fungere da deterrente di condotte illecite, che non vengono realizzate per il timore che le stesse siano pubblicamente esposte.

9.3. Selezione delle informazioni da rendere pubbliche

Tradizionalmente, il giornalismo è associato a una funzione di filtro nella trasmissione delle informazioni: come già accennato, il cronista seleziona quali siano i fatti meritevoli di essere resi noti. La moltiplicazione dei canali informativi, e in particolare la diffusione di internet, rende la suddetta attività apparentemente non più utile: se il New York Times non pubblica una determinata informazione, questa sarà in ogni caso disponibile *online*. La rete, anzi, ha la capacità di “battere sul tempo” le testate giornalistiche, divulgando in tempo reale qualsiasi accadimento nel mondo.

È lecito allora domandarsi se la storica funzione di *gatekeeping* della professione giornalistica abbia perso il proprio significato. È stato invece affermato il contrario. Il fatto che chiunque possa produrre e diffondere informazioni su larga scala non sostituisce il lavoro dei giornalisti. Rendere un'informazione disponibile non equivale

²⁴⁵ Uno degli esempi più notevoli del genere in oggetto è costituito dai *Pentagon Papers*. I *Pentagon Papers*, come descritto in precedenza, erano dei rapporti segreti preparati dal Dipartimento di Difesa americano che descrivevano il reale coinvolgimento degli Stati Uniti nella guerra del Vietnam. Nel 1971, un cronista del New York Times riuscì a ottenerne una copia e, insieme a un team di cronisti e corrispondenti esperti in politica estera, si occupò di riorganizzare e interpretare tali documenti, facendo emergere le incongruenze tra la versione dei *Papers* e quello che era stato ufficialmente reso pubblico. La serie di articoli pubblicati all'esito di tale investigazione suscitò enorme clamore nell'opinione pubblica. Tuttavia, senza l'interpretazione ragionata contenuta nella serie di articoli del New York Times (e in seguito di altre testate giornalistiche), la maggioranza dei cittadini non avrebbe probabilmente colto l'importanza dei *Papers*. Cfr. B. Kovach, T. Rosenstiel, *The Elements of Journalism*, cit., xiv. Si veda anche pp. 177-178.

ad alimentare la conoscenza, intesa nel senso di un apprendimento consapevole, multidisciplinare e in qualche modo mirato, né a favorire un dibattito costruttivo. Come già osservato, è un dato di fatto che internet abbia reso i canali di comunicazione più accessibili, veloci ed economici. È dubbio (e in ogni caso difficilmente stimabile) se alla disponibilità degli strumenti sia conseguito un miglioramento qualitativo dell'informazione.

Paradossalmente, l'esistenza di troppe fonti può propagare ignoranza: senza un filtro ragionato e intelligente al flusso di informazioni, vi è il rischio che le notizie di effettiva rilevanza per la collettività passino inosservate in favore di quelle con impatto più immediato o dal contenuto più dilettevole (c.d. *soft news*).

Inoltre, come il più recente giornalismo d'inchiesta dimostra, non tutto quello che realmente conta è pubblico: la conduzione professionale di indagini, che richiedono competenza, tempo, risorse e dedizione è tuttora uno strumento necessario per garantire trasparenza.

Pare pertanto corretto sostenere che la funzione di *gatekeeping* oggi mantiene il suo significato originario, cioè di rendere pubblico ciò che è sconosciuto ai più. Sotto altro profilo, essa acquista un ruolo segnaletico, richiamando l'attenzione su tematiche di interesse collettivo, che altrimenti verrebbero ignorate.²⁴⁶ Visibilità immediata e sovraesposizione gratuita non garantiscono, infatti, che a un determinato fenomeno venga dedicato il giusto grado di analisi e commento.

²⁴⁶ B. Kovach, T. Rosenstiel, *The Elements of Journalism*, cit., 35 qualificano il ruolo dei giornalisti come "agenda setters – trying to signal to the audience what news is important".

9.4. Foro di dibattito

Il secondo principio enunciato nel Rapporto della Commissione Hutchins enfatizza il ruolo della stampa come un foro di dialogo e dibattito.²⁴⁷

Il punto può essere sviluppato a diversi livelli. Come accennato in precedenza, all'epoca in cui la Commissione svolse la propria indagine, il settore dei *media* stava subendo una trasformazione strutturale: giornali indipendenti e piccole reti televisive locali furono assorbiti da conglomerati mediatici, spesso controllati da magnati, che tendevano a utilizzare i mezzi di comunicazione per veicolare opinioni politiche personali e perseguire i propri affari.²⁴⁸

Tuttora il mercato è caratterizzato da un elevato livello di concentrazione ma, a quel tempo, in assenza di una tecnologia (internet) e di una legislazione (antitrust) avanzate, che potessero fare da contraltare al monopolio, la Commissione aveva richiamato il rischio che la libertà di stampa fosse compromessa dalla condotta irresponsabile (nei confronti della società civile) dei proprietari degli organi di informazione.²⁴⁹ In quest'ottica, dopo aver preso atto che non è realisticamente praticabile né teoricamente desiderabile che la stampa esponga il pensiero di ognuno, la Commissione affermò la necessità, “*as a matter of objective reporting, distinct from their proper function of advocacy*”, che venisse sempre garantito uno spazio ai giudizi e alle opinioni di una

²⁴⁷ “A forum for the exchange of comment and criticism”. Così, COMMISSION ON FREEDOM OF PRESS, *A Free and Responsible Press*, cit., 21.

²⁴⁸ Per alcuni esempi, B. M. Compaine, *The Newspaper Industry*, in B. M. Compaine, D. Gomery, *Who Owns the Media?*, Londra, Lawrence Erlbaum Associates, 2000, 19.

²⁴⁹ Il primo capitolo del Rapporto inizia col seguente inciso: “*The Commission set out to answer the question: Is the freedom of the press in danger? Its answer to that question is: Yes*”. Tra le ragioni per cui la libertà di stampa è da considerarsi in pericolo, la Commissione menziona: “*those who direct the machinery of the press have engaged from time to time in practices which the society condemns and which, if continued, it will inevitably undertake to regulate or control*”. Cfr. COMMISSION ON FREEDOM OF PRESS, *A Free and Responsible Press*, cit., 1.

parte significativa e rappresentativa²⁵⁰ della popolazione, anche se contrari o critici nei confronti della posizione sostenuta dall'organo di stampa.²⁵¹

Il rischio che le ideologie e le istanze di determinati gruppi sociali non siano adeguatamente rappresentate o vengano escluse dal dibattito pubblico può apparire anacronistico al giorno d'oggi: potrebbe infatti sostenersi che, quand'anche a certe posizioni non sia concessa visibilità tramite i canali informativi tradizionali, internet permette di aggirare le barriere di un eventuale *screening* e, almeno tecnicamente, consente la libera circolazione di qualsiasi contenuto. E' proprio questa apparente libertà che, secondo taluni, costituisce un ostacolo al dialogo e una minaccia alla democrazia: studi comportamentali²⁵² hanno mostrato che, in un sistema in cui esiste facile accesso individuale a ogni tipo di argomento, i singoli tendono a cercare il confronto con coloro che condividono la medesima posizione, finendo per rafforzare (e verosimilmente radicalizzare) le proprie idee, rinunciando così allo stimolo intellettuale e all'esplorazione di un substrato comune di discussione con altri interlocutori.

È possibile allora meglio apprezzare il senso e l'utilità per la collettività di fori di discussione e scambio, come quelli offerti dai quotidiani, i cui temi e termini costituiscono il frutto di una selezione ragionata e di precise scelte editoriali da parte dei *gatekeepers* dell'informazione.

²⁵⁰ In quest'ottica, gli organi di stampa non dovrebbero assicurare spazio e visibilità solo ai gruppi sociali più prominenti o economicamente o demograficamente attraenti in qualità di potenziali consumatori. Il punto verrà ripreso in seguito, a proposito del condizionamento della pubblicità sui contenuti (non pubblicitari) dei giornali.

²⁵¹ Come esplicitato nel Rapporto, "*It does belong to the intention of the freedom of the press that an idea shall have its chance even if it is not shared by those who own or manage the press. The press is not free if those who operate it behave as though their position conferred on them the privilege of being deaf to ideas which the processes of free speech have brought to public attention*", cfr. COMMISSION ON FREEDOM OF PRESS, *A Free and Responsible Press*, cit., 9. Per enfatizzare il punto, nel Rapporto, p. 60, vengono riportate le parole di Virginius Dabney, editore del Richmond Times-Dispatch, per cui l'editore (*publisher*) "*looks upon the paper primarily as a 'property' rather than an instrument for public service*".

²⁵² C. E. Baker, *Media, Markets, and Democracy*, Cambridge, Cambridge University Press, 2002, 290, ove ulteriori riferimenti.

9.5. Linea editoriale e orientamento politico

Nelle sezioni precedenti si è tratteggiata la figura del giornalista professionista nei panni di testimone e interprete della realtà sociale, politica ed economica di un paese democratico, descrivendo l'impiego di un'impostazione metodologica volta a una rappresentazione veritiera, obiettiva e fedele dei fenomeni che riguardano e interessano la collettività.

La professione giornalistica non si esaurisce però nella sola attività di *reporting* (intesa in senso lato). Se si guarda ai quotidiani, gli editoriali e le opinioni delle "firme" costituiscono un'altrettanto valida forma di espressione del giornalismo. Come si vedrà in seguito all'analisi casistica, avere a mente tale distinzione è importante per valutare sotto quali profili l'integrità giornalistica di un quotidiano possa essere compromessa.

A tal fine, è opportuno chiarire preliminarmente quando la manifestazione di un'opinione, incluso un determinato orientamento politico, rientri nell'ambito dell'esercizio della professione giornalistica e quando, invece, costituisca propaganda politica, promozione, pubblicità.

Se i principi di verità, accuratezza e obiettività sono da considerarsi criteri essenziali della professione, ne deriva che essi siano applicabili non solo al lavoro di cronaca ma anche alla cosciente e motivata assunzione di una posizione non neutra né imparziale su un dato argomento.

Da ciò derivano due principali implicazioni: in primo luogo, la difesa di un punto di vista non fa venire meno il dovere di mantenere aderenza ai dati fattuali (*hard facts*),

astenendosi da una selezione impropria che, distorcendo la realtà, favorisca il raggiungimento di una conclusione preferita *ex ante*.²⁵³

In secondo luogo, il giornalista non agisce come rappresentante o portavoce di un dato gruppo sociale o politico ma risponde al pubblico di lettori. Il punto è essenziale per individuare il parametro in base al quale misurare la qualità del suo lavoro. Poiché il pubblico di lettori non è omogeneo per educazione, formazione e attitudini, la responsabilità di chi scrive è in linea di principio valutata non rispetto al merito dell'opinione espressa (condivisibile o meno) bensì alla condotta professionale, che costituisce il fondamento del suo *asset* più importante: la credibilità.²⁵⁴

Anche nell'espressione di un giudizio, pertanto, è richiesta quella stessa dedizione all'accuratezza, alla verifica e al perseguimento dell'interesse della collettività che caratterizzano l'attività più propriamente di cronaca e resoconto. La credibilità che ne deriva fonda il rapporto di fiducia dei lettori sia nei confronti del singolo giornalista sia nei confronti della testata. Il punto merita una trattazione specifica.

9.6. Fiducia dei lettori

La verità, come già affermato, è un concetto relativo. E ciò appare tanto più comprensibile in un campo in cui la narrativa e lo stile di scrittura personali sono parte integrante del mestiere e segno distintivo del professionista.

²⁵³ J. H. Gans, *Deciding What's News. A Study of CBS Evening News, NBC Nightly News, Newsweek, and Time*, Evanston, Northwestern University Press, 2004, 183: "In making the selection, journalists strive to be objective, both in intent, by applying personal detachment; and in effect, by disregarding the implications of the news. They do not choose the news on the basis of whom it will help or hurt; and when they cannot ignore implications, they try to be fair. Objectivity so defined even enables journalists to reach evaluative conclusions and to state opinions. As long as their intent is to exclude conscious personal values, then opinions become 'subjective reactions', which follow from objectively gathered facts".

²⁵⁴ B. Kovach, T. Rosenstiel, *The Elements of Journalism*, cit., 142.

Vi è allora da chiedersi che cosa conduca un lettore a credere che un giornalista racconti la verità, o meglio, che abbia ottemperato a quei doveri di verifica e accuratezza sopra descritti. La stessa domanda, peraltro, può avere a oggetto non il singolo giornalista ma un giornale: l'organizzazione gerarchica della redazione, che ha al suo vertice il direttore del giornale, ha un ruolo determinante nella definizione delle modalità con cui i singoli *reporters* conducono la propria attività e, in ultima analisi, nella selezione e nel contenuto delle notizie destinate alla pubblicazione.²⁵⁵

La risposta risiede nel concetto di fiducia, che è stata qualificata come il prodotto essenziale della professione giornalistica,²⁵⁶ e cioè l'affidamento che l'*audience* ripone nel fatto che il contenuto pubblicato sia sincero e non coscientemente manipolato, che le decisioni editoriali prese a monte, per quanto giuste o sbagliate possano rivelarsi, siano state assunte in maniera indipendente dai centri di potere che gravitano intorno alla *newsroom* (incluse le agenzie di pubblicità, di cui si discuterà più approfonditamente in seguito).

In quest'ottica, la relazione che si instaura tra il lettore e la redazione di un giornale esula dalle logiche del *marketing* tradizionale, dirette a vendere un prodotto al consumatore. Il giornalismo, infatti, è più verosimilmente assimilato a un servizio pubblico, a un'attività per favorire conoscenza e coesione sociale, piuttosto che a un contenitore di storie e messaggi pubblicitari.²⁵⁷

²⁵⁵ L'organizzazione gerarchica di una redazione è discussa da B. H. Sparrow, *A Research Agenda for an Institutional Media*, 23 POLITICAL COMMUNICATION, 2006, 148.

²⁵⁶ B. Kovach, T. Rosenstiel, *The Elements of Journalism*, cit., 83. P. Meyer, *The Vanishing Newspaper: Saving Journalism in the Information Age*, cit., 67, basandosi anche su studi condotti da altri autori, ha stilato una lista di parametri tra quelli che i lettori utilizzano più comunemente per misurare la credibilità (*believability*) del giornale, su cui si fonda la fiducia del pubblico. Essi comprendono onestà (*fairness*), obiettività (*unbiased*), esaustività (*tells the whole story*), accuratezza (*accurate*) e affidabilità (*can be trusted*).

²⁵⁷ B. Kovach, T. Rosenstiel, *The Elements of Journalism*, cit., 18.

Questo speciale rapporto di fiducia, che non si crea né tendenzialmente si distrugge in una singola occasione ma è alimentato nel tempo da una costante e reciproca interazione tra “offerta” e “domanda”, è difficilmente riconducibile entro le logiche del *business*.

Variabili come *performance* e redditività paiono, infatti, poco compatibili con un parametro, la fiducia, che si fonda sulla convinzione che le scelte editoriali (e, di conseguenza, la qualità del giornalismo di cui esse costituiscono espressione) non siano state assunte nell’ottica di generare ricavi ma di assolvere la funzione pubblica che la stampa dovrebbe (asseritamente) perseguire.

La coesistenza tra esigenze di profitto della società editrice e ideale di servizio nei confronti della società civile, e non semplicemente dei clienti-lettori del giornale, costituisce invero un elemento essenziale nell’approfondimento che seguirà, relativo agli assetti proprietari nel settore editoriale.

10. Alcune caratteristiche del settore dei quotidiani

10.1. Il fenomeno delle esternalità

“*We are not in the news business, not even in the information business. We are in the influence business*”.²⁵⁸ Con queste parole, più di quarant’anni fa, un *senior manager* di Knight-Ridder, una delle principali case editrici statunitensi²⁵⁹, sintetizzò quello che sulla base della sua esperienza costituiva il tratto distintivo del settore dei quotidiani.

La sua testimonianza offre lo spunto per avviare un’analisi della struttura e delle logiche, economiche e non, che regolano il mercato in cui i quotidiani operano,

²⁵⁸ Hans Jurgensmeyer, 1978, citato in P. Meyer, *The Vanishing Newspaper: Saving Journalism in the Information Age*, cit., 11.

²⁵⁹ Nel 2006 Knight-Ridder è stata acquisita da un altro gruppo editoriale, McClatchy Company.

rileggendo gli elementi essenziali della professione giornalistica fino ad ora considerati per lo più in un'ottica individuale (cioè riferita al singolo giornalista) nell'ambito dell'organizzazione in cui questi opera. Al riguardo, si rammenta che il presente lavoro è incentrato sui giornali che sono controllati da società editrici partecipate da azionisti privati e non dallo Stato.

Nelle sezioni introduttive è emerso che la professione giornalistica non assolve una funzione meramente informativa bensì, esplicandosi in un'attività di indagine, selezione e commento, fornisce spunti di riflessione e stimoli di carattere intellettuale che consentono ai singoli non solo di maturare una visione personale della realtà ma anche di esercitare i propri diritti ed effettuare le scelte che riguardano i più svariati ambiti della vita in forma critica e consapevole.

Si ricorderà, al proposito, che si è fatto riferimento a due contesti in particolare: il primo è quello pubblicistico (*public affairs*) in cui il singolo è considerato nella veste di cittadino in un paese fondato sulla libertà di pensiero, espressione e partecipazione in forma democratica del popolo all'amministrazione della *res publica*; il secondo è quello economico, che vede il singolo come potenziale "consumatore" e "investitore" in un sistema sociale organizzato secondo le regole del capitalismo. Nella realtà le due dimensioni non sono nettamente separate, giacché il singolo assume contemporaneamente molteplici ruoli nella società, ma astrattamente la distinzione risulta utile per comprendere in che modo la stampa interagisca con e influenzi tali ambiti.

Assumendo infatti che il ruolo della stampa vada al di là di una mera divulgazione materiale di informazioni, e che debba contribuire a formare e influenzare l'opinione e le scelte degli individui, è necessario proseguire l'analisi in una duplice direzione: in

primo luogo, si deve identificare più precisamente la platea di destinatari che subiscono l'influenza della stampa. Secondariamente, occorre individuare da quali gruppi di interesse la stampa sia, a sua volta, influenzata.

Sotto il primo profilo, è opportuno mettere in luce che l'influenza della stampa, nello specifico, di un quotidiano non si manifesta solo nei confronti dei lettori che pagano un prezzo per la copia cartacea o digitale. Invero, i fatti riportati e le idee espresse in un giornale, una volta pubblicato, circolano tra la popolazione per mezzo delle più svariate forme di interazione sociale.

La circolazione diffusa e libera dell'informazione deriva dalla sua stessa natura di "bene pubblico"²⁶⁰ che, secondo la sua definizione economica, presenta due caratteri distintivi: è un bene il cui consumo da parte di un individuo non implica l'impossibilità per un altro individuo di consumarlo allo stesso tempo (assenza di rivalità nel consumo); una volta prodotto, è difficile o impossibile impedirne la fruizione da parte di soggetti che non hanno pagato per goderlo (non escludibilità nel consumo).

Sempre in una prospettiva economica, ciò conduce al fenomeno delle "esternalità". Si è in presenza di esternalità negative quando determinati costi generati da un agente non vengono completamente internalizzati dallo stesso ma sono sopportati dagli altri partecipanti del mercato; viceversa, si definiscono esternalità positive gli effetti benefici generati da un singolo che si riverberano anche su altri soggetti, nonostante questi ultimi non ne abbiano sostenuto il costo. In una prospettiva di *policy*, se le conseguenze negative provocate dalle decisioni e azioni di un soggetto non vengono fatte ricadere sullo stesso, questi sarà indotto a un comportamento irresponsabile, diretto esclusivamente alla massimizzazione del profitto personale; all'opposto, se gli effetti

²⁶⁰ S. Djankov, C. McLiesh, T. Nenova, A. Shleifer, *Who Owns the Media?*, 46 JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS, 2003, 341-342.

positivi per la collettività non generano una sufficiente ricompensa per chi li ha prodotti, ciò risulterà in un livello di *output* meno che ottimale rispetto a quello che sarebbe ottenuto in un mercato efficiente.

Con riferimento al mercato dei quotidiani, ci si domanda quali siano le esternalità positive che un giornale può originare.²⁶¹ Si prenda l'esempio del giornalismo d'inchiesta, di cui si è parlato a proposito della funzione di *gatekeeping* degli organi di stampa in generale. Si tratta di un'attività che richiede tempo, competenze e risorse per essere condotta, sussistendo il rischio che venga seguita una pista falsa o che la ricerca si incagli, ma anche la possibilità che sia fatta luce su complesse e oscure²⁶² situazioni di illegalità, abuso, corruzione.²⁶³ L'elenco degli esempi potrebbe continuare con i reportage, gli editoriali, le analisi di settore: essi costituiscono servizi rivolti formalmente ai lettori, ma i cui contributi sono sostanzialmente condivisi dalla collettività indistinta.²⁶⁴

Se si concorda che queste espressioni di giornalismo siano importanti in un sistema democratico, perché contribuiscono a formare l'opinione pubblica mediante una *coverage* (intesa in senso lato) esauriente e intelligente dei fenomeni secondo uno standard qualitativo che altri strumenti di comunicazione, costruiti intorno all'immediatezza e alla gratuità di una certa offerta informativa, non sono in grado di

²⁶¹ C. E. Baker, *Media, Markets, and Democracy*, cit., 44, individua dieci esternalità (positive e negative), tra le quali si annoverano: il livello di qualità dell'opinione pubblica e la partecipazione dei cittadini al dibattito politico; il tipo di interazione dei lettori con i non lettori; l'effetto deterrente determinato dall'esposizione pubblica di abusi di potere; comportamenti (virtuosi) indotti dal timore di una pubblicità altrimenti negativa.

²⁶² C. E. Baker, *Media, Markets, and Democracy*, cit., 50 discute questo aspetto sottolineando l'enfasi sproporzionata attribuita dagli organi di stampa a crimini violenti o reati di strada rispetto all'attenzione dedicata a reati di diritto penale commerciale (es. *white-collar crimes*) che possono avere conseguenze socialmente molto più pesanti.

²⁶³ Potrebbe anche darsi il caso intermedio, di un'inchiesta che sveli informazioni di rilievo per la collettività ma che abbia altresì ricadute negative per taluni (ad es. violazione della *privacy*, esposizione di dati sensibili, fuga di notizie confidenziali).

²⁶⁴ Cfr. C. E. Baker, *Media Concentration and Democracy: Why Ownership Matters*, Cambridge, Cambridge University Press, 2007, 28.

raggiungere, allora si dovrà ammettere che il servizio prestato non è commisurato al prezzo pagato dall'*audience*.²⁶⁵

La differenza tra il valore generato e il corrispettivo ricevuto dal giornale è causata dal fatto che il prezzo della singola copia non include i benefici che il giornalismo di qualità produce anche per i non-lettori e questa discrepanza ha carattere strutturale, non essendo destinata a colmarsi con alcun aggiustamento del prezzo di vendita (né con un abbattimento dei costi).²⁶⁶

Una simile mancanza di proporzionalità, peraltro, occorre anche nel caso opposto di esternalità negative. Gli stessi mezzi impiegati per un grande giornalismo possono essere utilizzati in maniera distorta per convogliare informazioni parziali, ingannevoli o tardive, praticare l'arte della demagogia politica e fare leva sul sensazionalismo con la conseguenza, nel lungo termine, di deprimere, polarizzare e fuorviare il dibattito sociale o l'efficienza dei mercati.

Si è fino a qui sviluppato il primo profilo dell'indagine sulle caratteristiche del mercato dei giornali quotidiani: chi siano i "consumatori dell'informazione". Come visto, l'*audience* (*rectius*: i lettori) non è che una parte minoritaria del pubblico e pertanto non è adatta a costituire un metro affidabile per definire e misurare l'influenza di un giornale quotidiano.

Manca ora da approfondire il secondo profilo dell'analisi, relativo ai fattori idonei a incidere sulla qualità del giornalismo e, quindi, indirettamente, sulle esternalità positive e negative che esso genera.

²⁶⁵ C. E. Baker, *Media, Markets, and Democracy*, cit., 50.

²⁶⁶ Se si considera il divario tra il beneficio della comunità (lettori e non-lettori) e l'effettivo profitto del giornale, quest'ultimo avrà sempre un incentivo economico inadeguato a perseguire un giornalismo di qualità. Sul punto, C. E. Baker, *Media Concentration and Democracy: Why Ownership Matters*, cit., 30.

10.2. L'influenza della pubblicità

*“Newspapers’ primary source of revenue comes from selling readers to advertisers rather than newspapers to readers...”*²⁶⁷

L'inciso sintetizza efficacemente quali siano le due forme di profitto di una testata giornalistica: la prima è la vendita delle copie cartacee o delle sottoscrizioni digitali, mentre la seconda è costituita dall'introito derivante dagli inserzionisti e dalle agenzie pubblicitarie i cui clienti pagano per la pubblicazione di messaggi promozionali nelle varie sezioni del giornale. Quest'ultima entrata ha tradizionalmente rappresentato la principale fonte di profitto per i giornali i quali per lungo tempo hanno costituito una sede privilegiata per chi volesse ottenere visibilità nei confronti del grande pubblico. Già prima di internet, il cambiamento nei canali e nelle abitudini di consumo ha significativamente inciso sull'esclusività di tale prerogativa: la crisi che i quotidiani stanno attraversando è essenzialmente dovuta a un forte e costante calo delle entrate pubblicitarie.

In ogni caso, ancor oggi, l'*advertising* gioca un ruolo fondamentale nelle considerazioni di budget di ogni giornale e, pertanto, è opportuno soffermarsi su tale profilo.

Anzitutto, giova osservare che, nella moderna economia di mercato, la pubblicità è il metodo più immediato che consente l'incontro della domanda e dell'offerta, riducendo drasticamente il costo della ricerca tra due parti i cui interessi sono complementari. In particolare, il c.d. *classified advertising*, costituito dagli annunci economici relativi a occupazioni lavorative, compravendita o locazione di immobili,

²⁶⁷ *“...which explains why some papers, especially weeklies, profit by giving their papers away”*: C. E. Baker, *Media, Markets, and Democracy*, cit., 26-27.

autoveicoli, etc., rappresenta lo strumento più efficace per mettere in contatto i partecipanti a un determinato mercato.²⁶⁸

L'introito derivante dalla pubblicità consente la fissazione di un prezzo di vendita del giornale economico e relativamente accessibile a chiunque, andando questa a coprire i costi di produzione, stampa e distribuzione delle copie cartacee, predisposizione e aggiornamento delle versioni tecnologiche nonché supporto delle diverse attività della redazione.

Occorre però valutare se il beneficio che la pubblicità genera dal lato reddituale presenti un risvolto negativo per quel che riguarda la parte editoriale del giornale: il riferimento, in particolare, è alla capacità degli inserzionisti e agenti pubblicitari di condizionare (*rectius*: influenzare) il contenuto non pubblicitario dello stesso.

Il successo di un inserto promozionale non dipende infatti solamente dalla reazione dei lettori al messaggio che esso trasmette esplicitamente ma è determinato anche dalla tipologia e dal tenore di tutte le altre notizie che compongono il giornale. Ad esempio, è contrario all'interesse degli inserzionisti che venga dato spazio ad argomenti e tematiche che direttamente o indirettamente indeboliscano o contrastino le idee (e ideali) che i loro prodotti convogliano,²⁶⁹ mentre sono giudicati positivamente tutti quegli articoli che favoriscono un'inclinazione alla spesa e che stimolano la ricettività dei lettori in quanto consumatori (*buying mood*).

Seguendo questa logica, affinché un messaggio pubblicitario si traduca nel concreto in maggiori profitti per gli inserzionisti, l'*audience* deve essere tanto ben disposta quanto economicamente capace di effettuare l'acquisto desiderato. Ne deriva che i

²⁶⁸ Per un'analisi in termini economici della funzione della pubblicità, si veda G. Stigler, *The Economics of Information*, cit., 216.

²⁶⁹ Si pensi, ad esempio, alla pubblicità di un prodotto dimagrante che contenga un certo ingrediente e a un articolo della sezione Salute e Benessere del giornale che riporti studi scientifici che dimostrano gli effetti nocivi di detto ingrediente.

pubblicitari sono incentivati a collocare i propri inserti in quei giornali quotidiani i cui temi trattano le problematiche e rispecchiano gli interessi e le attitudini del genere di consumatori e utenti a cui essi sono destinati.²⁷⁰

Il problema è che l'obiettivo degli *advertisers* così descritto non necessariamente coincide e anzi è in potenziale conflitto con quello del pubblico: in linea di principio, i lettori si aspettano un contenuto editoriale che sia il frutto del giudizio professionale di giornalisti e direttori e non una versione dei fatti o una manifestazione di opinioni riadattate secondo i canoni di "verità" che risultano più commerciabili.

Formalmente, gli inserzionisti pagano solo per lo spazio pubblicitario mentre i direttori delle testate hanno il dovere di perseguire gli interessi dei lettori (non dei lettori e degli inserzionisti). In pratica, secondo alcuni, "*although often proclaiming editorial or creative independence, most media executives recognize that people or entities who pay can and will influence content*" (enfasi aggiunta).²⁷¹

Non a caso è stato sostenuto che il "mercato del prodotto" dei giornali sia meno definito rispetto ad altri settori, proprio perché non è immediatamente chiaro se ci si debba riferire ai lettori, che pagano il giornale, o agli inserzionisti, che "pagano per l'accesso dei lettori ai giornali".²⁷²

²⁷⁰ Un aneddoto popolare nel mondo dell'editoria riguarda una conversazione tra Rupert Murdoch e un *manager* di Bloomingdale's, una catena statunitense di grandi magazzini di lusso. Murdoch gli chiese perché Bloomingdale's non pubblicasse alcun inserto pubblicitario sul New York Post, un quotidiano di sua proprietà, e il *manager* gli rispose: "*Your readers are our shoplifters*". Sulla crescente attenzione dedicata alle politiche di *marketing* del giornale, dirette a considerare *trend* di mercato, tipologia di lettori e richieste degli inserzionisti, si veda G. Overholser, *State of the American Newspaper. Editor Inc.*, 20 AMERICAN JOURNALISM REVIEW, 1998, par. 8, *Marketers*.

²⁷¹ C. E. Baker, *Media, Markets, and Democracy*, cit., 25. B. M. Compaine, *The Newspaper Industry*, cit., 2. Nigel Wade, direttore del Chicago Sun-Times, commentò la preparazione di un articolo sulle tendenze di moda: "Da direttore del giornale, non mando un giornalista a visitare un negozio che non pubblica i suoi annunci pubblicitari sul giornale e, nella sezione di moda, non pubblico le foto di un capo che proviene da un negozio che non intrattiene affari col giornale": in G. Overholser, *State of the American Newspaper. Editor Inc.*, cit., par. 9, *Compromisers*.

²⁷² B. M. Compaine, *The Newspaper Industry*, cit., 38.

Nel concreto, il timore di perdere una fonte di profitto così rilevante è risultato nella riduzione dello spazio dedicato alle tematiche più sentite dalle classi meno abbienti e nella generale tendenza a elaborare contenuti uniformi e cauti, tali da non suscitare attriti o reazioni particolarmente acute nella maggioranza dei lettori.²⁷³

A conclusione di questa prima parte dell'analisi, si rileva come i giornali quotidiani siano caratterizzati da una singolare e inerente tensione tra la missione di interlocutori privilegiati della comunità, di cui influenzano e al tempo stesso riflettono i valori, le necessità e le tendenze, e i *targets* di redditività imposti dal fatto di essere controllati da società di capitali, spesso quotate sui mercati azionari e senza uno speciale mandato pubblico a perseguire obiettivi diversi dalla massimizzazione del profitto.

Assumendo che il rispetto dei principi e canoni di condotta che definiscono l'essenza dell'integrità editoriale di un giornale e che consentono l'assolvimento della sua "funzione pubblica" sia meritevole di essere tutelato, si può ora avviare l'indagine su come tale valore si integri con le logiche economiche tipiche di una società editrice quotata.

²⁷³ D. Underwood, *When MBAs Rule the Newsroom*, New York, Columbia University Press, 1993, 163. C. E. Baker, *Media, Markets, and Democracy*, cit., 25; B. H. Bagdikian, *The Media Monopoly*, Boston, Beacon Press, 2001, 230; cfr. anche W. B. Blankenburg, *Newspaper Ownership and Control of Circulation to Increase Profits*, 59 JOURNALISM QUARTERLY, 1982, 392-393 e L. Ureneck, *Newspapers Arrive at Economic Crossroads*, NIEMAN REPORTS. Special Issue, 1999, 3 ss., che commentano la politica di deliberata esclusione di una parte dell'*audience* perché non considerata sufficientemente attraente da coloro che pagavano gli annunci pubblicitari.

11. La proprietà dei quotidiani negli Stati Uniti: un'indagine empirica

11.1. L'evoluzione storica e lo stato corrente del settore

Il settore dei quotidiani negli Stati Uniti è caratterizzato da un elevato livello di concentrazione: sia i giornali a diffusione locale sia quelli a tiratura nazionale sono per lo più pubblicati da case editrici che fanno parte di grandi gruppi editoriali.

Questa concentrazione è il frutto di un'evoluzione storica che, a partire dagli anni '50 del XX secolo, vide una progressiva eliminazione dal mercato di giornali locali indipendenti, i quali fallirono o vennero assorbiti da conglomerati con interessi diversificati nelle diverse branche dei *media* (*chain ownership*).

Il processo di consolidamento fu causato da una concomitanza di fattori, tra i quali si annoverano: l'evoluzione tecnica dei macchinari e dei metodi di produzione, stampa e distribuzione; il cambiamento nelle contrattazioni salariali tra gli editori e i sindacati dei lavoratori; alcuni emendamenti alla legislazione fiscale che aumentarono le tasse di successione, rendendo estremamente oneroso il passaggio intergenerazionale della proprietà dei giornali.²⁷⁴

I dati disponibili sono indicativi delle dimensioni del fenomeno: nel 1930, 311 giornali quotidiani, rappresentanti il 16% del totale e il 43% per diffusione (*circulation*) facevano parte di gruppi editoriali, mentre 1.651 erano indipendenti, cioè non affiliati ad altro operatore del settore. Nel 1986, i primi totalizzavano 1.217 (73% del totale e 80%

²⁷⁴ E. M. Neiva, *Chain Building: the Consolidation of the American Newspaper Industry*, 70 THE BUSINESS HISTORY REVIEW, 1996, 3; 16; 26. Sulla tassazione, si veda anche M. B. Compaine, *The Newspaper Industry*, cit., 33-34.

per diffusione), mentre i secondi 440.²⁷⁵ Nel 1998, il numero di giornali indipendenti era sceso a 300 (su un totale di 1.500).²⁷⁶

Le più recenti statistiche riferiscono che attualmente ci sono circa 1.400 giornali quotidiani, di cui i primi 50 contribuiscono a circa un terzo della diffusione totale sul territorio degli Stati Uniti.²⁷⁷ I primi 10 quotidiani per diffusione²⁷⁸ sono sotto il controllo di *holdings*, di cui metà²⁷⁹ sono quotate sul NYSE o sul NASDAQ e hanno (o hanno avuto fino a poco tempo fa) rilevanti partecipazioni in altre pubblicazioni.

Tanto specificato, prima di focalizzare l'analisi su tre tra i più importanti quotidiani del paese, è opportuno fornire una breve panoramica sull'evoluzione storica e lo stato corrente della *newspaper industry*.

²⁷⁵ C. K. McClatchy, *How Newspapers Are Owned – And Does It Matter?*, cit., 19. E. M. Neiva, *Chain Building: the Consolidation of the American Newspaper Industry*, cit., 1 presenta delle statistiche diverse ma comunque coerenti con il *trend* esposto: secondo i dati reperiti dall'Autrice, nel 1953, i giornali indipendenti erano 1.300 su un totale di 1.785, mentre all'inizio degli anni '80 il numero dei giornali indipendenti era sceso a poco più di 700 (i dati dell'Autrice sono basati sulla seguente pubblicazione: *The Mass Media: Aspen Institute Guide to Communication Industry Trends* (New York, 1978), p. 83). Secondo i dati di G. Overholser, *State of the American Newspaper. Editor Inc.*, cit., par. 3, *Corporate Creatures* nel 1940 i giornali indipendenti erano 1.400.

²⁷⁶ G. Overholser, *State of the American Newspaper. Editor Inc.*, cit., par. 3, *Corporate Creatures*; S. M. Kirchhoff, *The U.S. Newspaper Industry in Transition*, cit., 273 riporta che tra il 1960 e il 1980, ben 57 giornali furono venduti a uno dei maggiori gruppi editoriali del paese (Gannett Co.). Inoltre, in base ai suoi dati, nel 1977, 170 gruppi editoriali possedevano circa due terzi dei 1.700 giornali quotidiani statunitensi. E. M. Neiva, *Chain Building: the Consolidation of the American Newspaper Industry*, cit., 27 riporta che, tra il 1960 e il 1980, 587 quotidiani furono venduti a catene editoriali.

²⁷⁷ S. M. Kirchhoff, *The U.S. Newspaper Industry in Transition*, cit., 274.

²⁷⁸ ALLIANCE FOR AUDITED MEDIA (2013), *Top 25 U.S. Newspapers for March 2013. Report*, reperibile al link: <http://auditedmedia.com/news/research-and-data/top-25-us-newspapers-for-march-2013/>. Nel 2013, i primi 10 giornali per diffusione, cartacea e digitale, erano i seguenti (tra parentesi tonde sono indicate le relative società editrici): Wall Street Journal (Dow Jones & Co., quotato sul NYSE), New York Times (The New York Times Company, quotata sul NYSE), USA Today (Gannett Company, quotata sul NYSE), Los Angeles Times (Tribune Publishing Company, quotata sul NYSE), New York Daily News (Daily News L.P., non quotata, facente capo all'imprenditore canadese Mortimer Zuckerman), New York Post (News Corp, quotata sul NASDAQ), Washington Post (Nash Holdings LLC, non quotata, facente capo a Jeff Bezos, fondatore di Amazon.com, Inc.), Chicago Sun-Times (Sun-Times Media Group, facente capo a Wrappports LLC, non quotata), Denver Post (Digital First Media, non quotata), Chicago Tribune (Tribune Publishing Company, quotata sul NYSE).

²⁷⁹ Tribune Publishing Company, quotata sul NYSE, controlla sia il Los Angeles Times sia il Chicago Tribune.

Negli ultimi due decenni è venuta in rilievo la profonda crisi che sta investendo il settore dei quotidiani, tanto più acuta perché considerata di carattere strutturale e non di natura meramente ciclica.

Per coglierne i principali aspetti critici, occorre in via preliminare osservare che, storicamente, questo settore si è rivelato molto profittevole per i pochi fortunati proprietari di quotidiani: da una parte, questi derivavano i propri ricavi principalmente dagli introiti pubblicitari, cioè dalle commissioni che i commercianti e venditori pagavano per vedere i propri annunci pubblicati sulle pagine del giornale. Dall'altra parte, il mercato presentava forti barriere all'ingresso, visti gli ingenti costi fissi (di produzione e circolazione delle copie)²⁸⁰ che chiunque avesse voluto pubblicare un giornale avrebbe dovuto sostenere. Il mercato era quindi composto da un numero limitato di forti e influenti concorrenti con un potere pressoché monopolistico.

Tale posizione di privilegio andò gradualmente erodendosi a partire dalla fine degli anni '80 del secolo scorso: i commercianti, specie al dettaglio, che avevano fino ad allora utilizzato i quotidiani locali per veicolare la loro offerta, collassarono sotto il peso dei debiti che avevano contratto nel decennio precedente e la redditività della loro attività fu compromessa, per certi aspetti irreversibilmente, dall'espansione di grandi catene di *discount stores* (come Walmart).²⁸¹ Questi punti vendita rivoluzionarono il tipo di esperienza associata allo *shopping*, cambiando le modalità di scelta, reperimento e acquisto dei beni. Soprattutto, il successo del loro modello di *business* non dipendeva dalla visibilità ottenuta sui quotidiani: più che la pubblicità dei loro prodotti, i quali erano costantemente venduti in saldo o sotto forma di offerte promozionali, le catene di

²⁸⁰ Per una descrizione sulla tipologia dei costi fissi e variabili delle varie fasi del processo di produzione di un giornale, si rimanda a B. M. Compaine, *The Newspaper Industry*, cit., 36-37.

²⁸¹ L. Ureneck, *Newspapers Arrive at Economic Crossroads*, cit., 6; B. Kovach, T. Rosenstiel, *The Elements of Journalism*, cit., 80-81.

negozi cercavano di fidelizzare la clientela con la riconoscibilità del proprio marchio (*brand identity*), che era meglio veicolato tramite la televisione.²⁸²

Questi cambiamenti nel mondo del consumo al dettaglio non ebbero delle immediate ripercussioni sui giornali: il calo nel livello di *advertising* fu infatti parzialmente compensato da un incremento delle commissioni pubblicitarie. I giornali giustificarono in parte l'alto costo degli inserti perché, per venire incontro ai pubblicitari e grazie all'impiego di tecniche di *marketing*, avevano cominciato a selezionare il proprio bacino di lettori sulla base del loro potere di spesa, e quindi anche in quanto potenziali consumatori.²⁸³ Per qualche tempo, quindi, i profitti di breve termine coprirono il problema di fondo di una crescente inadeguatezza della carta stampata a raggiungere la maggioranza della popolazione.

Il livello di circolazione dei giornali, però, continuò a diminuire²⁸⁴ e la reazione generalizzata fu di tagliare le spese e ripensare la strategia di investimento. Cominciarono così i tagli al personale (da 542.000 dipendenti nel 1989 a 478.000 dipendenti nel 1996)²⁸⁵ e crescente attenzione fu dedicata agli aspetti di *marketing*.

L'esempio più sintomatico del *trend* che andava affermandosi è costituito dalla ridefinizione del ruolo del direttore del giornale (*editor*): questi aveva tradizionalmente rappresentato il lato editoriale dell'istituzione, che rivendicava una netta autonomia

²⁸² L. Ureneck, *Newspapers Arrive at Economic Crossroads*, cit., 6.

²⁸³ Già nei primi anni '80, W. B. Blankenburg, *Newspaper Ownership and Control of Circulation to Increase Profits*, cit., 392, aveva commentato la strategia di *marketing* diretta a selezionare le tipologie di lettori considerati "appetibili" da parte dei pubblicitari, che aveva condotto al taglio della distribuzione del giornale nelle aree geografiche non profittevoli. In tal modo, pur riducendo la circolazione complessiva, i giornali erano in grado di imporre commissioni pubblicitarie elevate.

²⁸⁴ Nel 1998 il grado di circolazione era a quota 56.2 milioni, rispetto ai 62.3 milioni registrati nel 1990. Cfr. B. M. Compaine, *The Newspaper Industry*, cit., 2.

²⁸⁵ L. Ureneck, *Newspapers Arrive at Economic Crossroads*, cit., 8. Questi dati sono coerenti (anche se non perfettamente coincidenti) con quelli di B. M. Compaine, *The Newspaper Industry*, cit., 4. Inoltre, S. M. Kirchhoff, *The U.S. Newspaper Industry in Transition*, cit., 274, basandosi sui dati del Census Bureau, riporta che nel 2002 il totale dei lavoratori (con varie mansioni) impiegati nel settore dei giornali quotidiani era sceso a 400.000. Conferma il taglio di costi e risorse col fine di mantenere il *business* profittevole, G. Overholser, *State of the American Newspaper. Editor Inc.*, cit., par. 4, *Money Makers*.

rispetto alla parte economica, a tutela di quell'integrità giornalistica sulla base della quale il quotidiano aveva costruito la propria reputazione. La metafora comunemente utilizzata per descrivere questo assetto era quella di un muro che divideva lo "stato" dalla "chiesa" (*church-state separation*).²⁸⁶

Questo "muro" fu gradualmente abbattuto con l'avanzamento di una cultura *business-oriented* all'interno della redazione e l'imposizione di obiettivi di *performance* aziendale in capo al direttore del giornale.²⁸⁷ Quest'ultimo fu investito di una più estesa responsabilità riguardante l'andamento economico del giornale e incoraggiato a dedicare maggiore attenzione ai profili dei lettori (consumatori) e alle ricerche di mercato, con l'obiettivo di anticipare e andare incontro alle supposte preferenze del pubblico.²⁸⁸ Ciò risultò, in taluni casi, in un'intenzionale segmentazione dell'*audience*, con esclusione di quelle classi sociali che, per censo o localizzazione, non erano considerate commercialmente attraenti per il dipartimento di *marketing* e pubblicità.²⁸⁹ Tale esclusione era operata o mediante tagli *tout court* alla distribuzione del giornale in certe zone o, più indirettamente, attraverso l'eliminazione dall'agenda dei temi del giornale di quelle problematiche che riguardavano solamente tali categorie.

²⁸⁶ B. M. Compaine, *The Newspaper Industry*, cit., 21.

²⁸⁷ D. Underwood, *When MBAs Rule the Newsroom*, cit., 34. G. Overholser, *State of the American Newspaper. Editor Inc.*, cit., par. 2, *Evolutionary Species* e par. 8, *Nouveaux Riches*. L'Autrice mette in luce che il sistema di compenso noto come "MBO" (*Management by Objective*) ha incrementato notevolmente la paga dei direttori delle testate principali, alcuni dei quali hanno ammesso di essere consciamente influenzati, nell'assunzione delle decisioni editoriali, dalla prospettiva di un guadagno personale ulteriore.

²⁸⁸ Nel suo articolo, significativamente intitolato "Editor Inc.", G. Overholser, *State of the American Newspaper. Editor Inc.*, cit., par. 3, *Corporate Creatures* e par. 6, *Number Crunches*, dipinge la figura di un editore sempre più assente dalla redazione, affannato, e intento a cercare di soddisfare le aspettative economiche dei proprietari e di mantenere al contempo la sua autonomia decisionale. Si vedano anche le testimonianze riportate da D. Underwood, *When MBAs Rule the Newsroom*, cit., 29. Decisamente critico il giudizio di B. H. Bagdikian, *The Media Monopoly*, cit., 233, "Because the country's top editors are being integrated into the managerial imperatives of the corporation, journalists, through their editor, become less responsible for the integrity of the news and more for the profitability of the whole enterprise. That is not journalism. That is advertising and marketing".

²⁸⁹ L. Ureneck, *Newspapers Arrive at Economic Crossroads*, cit., 3. G. Overholser, *State of the American Newspaper. Editor Inc.*, cit., par. 5, *Marketers*, che identifica gli interessi di "women, younger readers, suburbanites and the affluent" come i più considerati dai giornali. Si veda anche D. Underwood, *When MBAs Rule the Newsroom*, cit., 7.

In un contesto siffatto, internet non ha che precipitato una situazione già precaria, che al giorno d'oggi è evidente ai più: il pubblico ha cominciato a dimostrare una generale perdita di fiducia nei confronti dei quotidiani, in parte derivata dalla percezione che l'integrità giornalistica sia stata compromessa per ragioni economiche.²⁹⁰ A ciò si aggiunga che i lettori non sono più gli stessi: le nuove generazioni non dimostrano interesse nella lettura dei quotidiani tradizionali²⁹¹ preferendo o le relative versioni digitali²⁹² oppure strumenti di comunicazione alternativi del tutto diversi,²⁹³ come i *social networks* o i *blogs* che, come discusso in precedenza, hanno cambiato l'approccio stesso all'informazione, valorizzando i profili di immediatezza, novità e intrattenimento.

Più di tutto, la pubblicità, che costituiva la fonte di ricavi principale per i giornali (80% circa),²⁹⁴ è migrata su internet, dove è molto più agevole ed economico pubblicare annunci diretti ai singoli utenti, in funzione degli specifici gusti che vengono registrati durante la navigazione *online*.²⁹⁵

²⁹⁰ B. Kovach, T. Rosenstiel, *The Elements of Journalism*, cit., 3; L. Ureneck, *Newspapers Arrive at Economic Crossroads*, cit., 3.

²⁹¹ La percentuale della popolazione adulta che legge quotidiani è passata dal 58.6% nel 1998 al 48.4% nel 2007: NEWSPAPER ASSOCIATION OF AMERICA, *Daily Newspaper Readership Trend by Total Population (1998-2007)*, reperibile su: <http://www.naa.org/Trends-and-Numbers/Readership/Readership-Archives.aspx>.

²⁹² K. Q. Seelye, *At Newspapers, Some Clipping*, THE NEW YORK TIMES, 10 ottobre 2005 riporta che per alcuni giornali il numero di lettori dell'edizione digitale ha superato quello della versione cartacea.

²⁹³ K. Q. Seelye, *At Newspapers, Some Clipping*, cit.

²⁹⁴ 80% dei ricavi secondo S. M. Kirchhoff, *The U.S. Newspaper Industry in Transition*, cit., 271. Si veda anche J. A. Knee, C. B. Greenwald, A. Seave, *The Curse of the Mogul: What's Wrong with the World's Leading Media Companies*, New York, Portfolio, 2009, 87.

²⁹⁵ Gli inserti che costituivano la principale fonte di ricavi per i giornali erano i c.d. *classified adverts*, relativi a specifici settori (immobiliare, automobilistico, etc.), generalmente pubblicati nelle ultime pagine della versione cartacea. S. M. Kirchhoff, *The U.S. Newspaper Industry in Transition*, cit., 276 riporta che, a livello nazionale, il volume di *classified adverts* di tipo *help-wanted* è calato del 67,4% nel primo trimestre del 2009. K. Q. Seelye, *At Newspapers, Some Clipping*, cit., presenta l'esempio di Hertz, la società di noleggio auto, la quale nel 2005, per sei mesi consecutivi, non ha pubblicato alcun annuncio sul New York Times.

Gli investimenti nelle tecnologie digitali non hanno fino ad ora prodotto risultati economici apprezzabili, o comunque paragonabili a quelli del passato²⁹⁶e, nel tentativo di far fronte a questi cambiamenti, si è assistito a ulteriori tagli alle risorse umane e al budget dedicato allo svolgimento dell'attività di redazione.²⁹⁷

In sintesi, il precario equilibrio tra nuovi investimenti e taglio di costi è sintomatico della crisi economica dei quotidiani in questo momento storico: *“That’s really the problem. And everyone is essentially having the same problem”*.²⁹⁸

11.2. The Wall Street Journal

11.2.1. Le origini e il controllo della famiglia Bancroft

Fondato da Charles Dow e Edward Jones nel 1889, il Wall Street Journal (“Journal”) venne acquisito da Charles Barron, che si assicurò il controllo della relativa società editrice (Dow Jones & Co., Inc., “Dow Jones”), nel 1902. Alla sua morte, nel 1928, la sua partecipazione azionaria fu ereditata dalla figlia Jane, il cui marito Hugh Bancroft divenne il presidente di Dow Jones. Jane ebbe tre figli, da cui attualmente discendono le tre branche del clan familiare dei Bancroft, al quale è tradizionalmente associato il Journal.

²⁹⁶ S. M. Kirchoff, *The U.S. Newspaper Industry in Transition*, cit., 276 riporta che nel 2011 i ricavi derivanti dal settore digitale (pubblicità *online* e abbonamenti alle edizioni digitali) erano inferiori al 10% del totale.

²⁹⁷ Si veda S. M. Kirchoff, *The U.S. Newspaper Industry in Transition*, cit., 274-275, che riporta alcuni dati specifici. Ulteriori tagli, specie per le testate a diffusione locale, comprendono la riduzione delle dimensioni delle edizioni cartacee e addirittura del numero di giorni settimanali di pubblicazione.

²⁹⁸ Così Anthony Ridder, presidente e amministratore delegato di Knight Ridder, uno dei principali gruppi editoriali statunitensi: *“Newsprint costs are up significantly. Wages and health benefits are up. So you have the cost pressure on the one hand and the lack of revenue growth on the other. That’s really the problem. And everyone is essentially having the same problem”*. Le sue parole sono citate da Q. S. Katherine, *At Newspapers, Some Clipping*, cit.

Nel 1963 Dow Jones fu la prima società editrice statunitense a quotarsi, inaugurando un decennio (1963-1973) durante il quale quindici tra le principali *publishing companies* del paese cominciarono a negoziare le proprie azioni sui mercati di borsa²⁹⁹ (NYSE, ASE, OTC),³⁰⁰ tutte con una struttura azionaria o con modalità tali da consentire ai soci originari di mantenere il controllo della società. Nel caso di Dow Jones il capitale era inizialmente costituito da una sola categoria azionaria: tuttavia, solo una frazione minoritaria delle azioni fu immessa in circolazione tra il pubblico di investitori cosicché l'ingresso di terzi in società non avrebbe costituito alcuna seria minaccia per la famiglia.

Successivamente, a metà degli anni '80, Dow Jones subì una ricapitalizzazione a cui seguì la creazione di una doppia categoria azionaria, la quale rimase pressoché inalterata fino al cambio del controllo occorso nel 2007. Tale struttura era così composta: una categoria di azioni (*Common Stock*) con il diritto, in quanto categoria, di eleggere una quota fissa di 7 amministratori oppure, nel caso in cui il numero dei membri del consiglio fosse superiore a 18, il più grande tra 7 e 1/3 del *board*. Per tutte le altre materie che richiedessero il voto degli azionisti, oltre all'elezione dell'organo amministrativo, ciascuna azione di *Common Stock* attribuiva un singolo voto. L'altra categoria (*Class B Common Stock*) aveva il diritto di eleggere (e revocare) i rimanenti componenti del consiglio di amministrazione e a ciascuna azione erano associati 10 voti.³⁰¹ Il consiglio di amministrazione era rinnovato per intero annualmente ed era

²⁹⁹ S. Kuzcan, *Ownership of Newspapers Increasingly Becoming Public*, 55 JOURNALISM & MASS COMMUNICATION QUARTERLY, 1978, 343.

³⁰⁰ NYSE: New York Stock Exchange; ASE: American Stock Exchange; OTC: Over-the-Counter.

³⁰¹ Art. 4, par. 1 (a) Certificate of Incorporation di Dow Jones, nella versione di giugno 2006 (l'ultima versione prima dell'acquisizione).

solitamente composto da un numero di membri compreso tra 16 e 18.³⁰² Il diritto al dividendo era il medesimo per entrambe le categorie.³⁰³

Il *Certificate of Incorporation* conteneva ulteriori specifiche previsioni relative alle azioni di *Class B*: più in dettaglio, i titolari potevano richiedere alla società di convertirle in *Common Stock* in ogni momento³⁰⁴ ma, nel caso in cui avessero voluto trasferirle ad altri, avrebbero dovuto rivolgersi esclusivamente a Acquirenti Autorizzati (*Permitted Transferees*), le cui caratteristiche erano descritte nel *Certificate*, e che sostanzialmente coincidevano con i membri della famiglia o con soggetti ad essa affiliati. Ogni trasferimento a un soggetto diverso dagli Acquirenti Autorizzati sarebbe stato considerato nullo e privo di effetto e l'eventuale avente causa non avrebbe acquisito alcun diritto nei confronti della società.³⁰⁵

Un'altra previsione del *Certificate*³⁰⁶ stabiliva che, qualora il numero di azioni di *Class B* fosse sceso al di sotto di 7.500.000, tutte le azioni di *Class B* sarebbero state automaticamente convertite in *Common Stock*. Sul punto, è necessaria una notazione: il consiglio di amministrazione aveva il potere statutario di emettere 160.000.000 azioni, di cui 135.000.000 di *Common Stock* e 25.000.000 di *Class B*.³⁰⁷ Originariamente, la soglia che avrebbe innescato la conversione automatica era stabilita a 12.500.000, pari alla metà del totale delle azioni di *Class B*. Nel 2005, tuttavia, siccome alcuni membri familiari avevano necessità e/o desiderio di disponibilità liquide, l'assemblea degli

³⁰² Art. 4, par. 5 (a) (b) *Certificate of Incorporation* di Dow Jones, nella versione di giugno 2006.

³⁰³ Art. 4, par. 4 *Certificate of Incorporation* di Dow Jones, nella versione di giugno 2006.

³⁰⁴ Art. 4, par. 3 *Certificate of Incorporation* di Dow Jones, nella versione di giugno 2006.

³⁰⁵ Art. 4, par. 2 (a) (d) *Certificate of Incorporation* di Dow Jones, nella versione di giugno 2006.

³⁰⁶ Art. 4, par. 2 (e) *Certificate of Incorporation* di Dow Jones, nella versione di giugno 2006.

³⁰⁷ Art. 4 *Certificate of Incorporation* di Dow Jones, nella versione di giugno 2006.

azionisti convocata quell'anno deliberò di ridurre il livello a 7.5 milioni, senza che ciò generasse alcuna obiezione da parte degli investitori di minoranza.³⁰⁸

Il controllo dei Bancroft risultava in effetti indiscutibile: la famiglia, attraverso una “serie bizantina di *trusts*”³⁰⁹ variamente collegati tra loro, deteneva il 6,4% di *Common Stock* e l'82,4% di *Class B*, che attribuivano un controllo complessivo pari al 62,4% con una partecipazione al capitale del 24,6%.

La compattezza del controllo azionario non corrispondeva però a una solida unità familiare: i membri della famiglia Bancroft erano numerosi,³¹⁰ di età varia, poco coesi, geograficamente distanti e beneficiari in proporzioni diverse degli interessi economici derivanti dai *trusts* sopra menzionati. Questa divergenza, però, non era mai realmente emersa, o meglio, non aveva mai inciso sulle vicende del *Journal*: la famiglia, infatti, aveva storicamente assunto una politica di non interferenza nella gestione del giornale. Nonostante alcuni dei suoi rappresentanti avessero sempre seduto in consiglio, l'amministrazione del giornale era lasciata al direttore il quale, per tradizione consolidata, era un giornalista che era asceso ai vertici attraverso una progressione interna fin dall'inizio della sua carriera. Le scelte, sia sul fronte editoriale sia su quello economico, erano in altri termini demandate all'*editor* ed era profondamente invalso nella cultura familiare non metterle in discussione.

³⁰⁸ Come riportato da S. Ellison, *War at the Wall Street Journal*, Boston, Houghton Mifflin Harcourt, 2010, 34, “*Such a move flew in the face of modern shareholder democracy, but for the moment, everyone was willing to overlook it in order to keep the Bancroft family happy and in charge*”.

³⁰⁹ Come definita da Joseph Nocera, Ani Hadjian, e Maria Atanasov, *Disgruntled Heiress Leads Revolt at Dow Jones*, *FORTUNE*, 3 febbraio 1997, per descrivere la complessità della struttura di controllo di Dow Jones attraverso i *trusts*.

³¹⁰ Si calcola che, nel momento in cui Dow Jones passò sotto il controllo di News Corp, il numero di beneficiari dei vari *trusts*, in diverse proporzioni, fosse di poco inferiore ai 40. Cfr. E. Gavin, *Trust Ownership and the Future of the News. Media Moguls and White Knights*, Palgrave Macmillan, New York, 2014, p. 112.

Tale politica si mantenne inalterata fino alla fine degli anni '90, quando una serie di risultati finanziari deludenti, in parte risultato di costose acquisizioni,³¹¹ indussero alcuni membri più giovani (appartenenti alla quinta generazione) a criticare pubblicamente la gestione del Journal, evidenziando il mancato ritorno economico in quanto azionisti di Dow Jones.³¹²

La diatriba pubblica che ne seguì provocò qualche lieve cambiamento nella *governance* della società: il numero dei membri indipendenti del consiglio di amministrazione venne incrementato³¹³ e nel 2007, per la prima volta, venne eletto un amministratore delegato (Richard Zannino) che non era un giornalista, nella speranza che il contributo di un *manager* professionista³¹⁴ potesse riportare i risultati economici della società ai livelli passati. Tuttavia, i rapporti tra i membri della famiglia, se prima erano stati superficiali, ormai erano profondamente incrinati: e questo conflitto non mancò di suscitare l'attenzione di un noto imprenditore del mondo dei *media*.

11.2.2. L'acquisizione da parte di News Corp

Nel marzo del 2007, a una colazione di lavoro, Rupert Murdoch, presidente di News Corporation ("News Corp"), uno dei principali conglomerati mediatici statunitensi, manifestò a Richard Zannino, amministratore delegato di Dow Jones, il

³¹¹ In particolare Telerate, una società di dati finanziari, acquistata per 1,6 miliardi di dollari. Cfr. J. Nocera, M. Atanasov, *Attention, Dow Jones: Ms. Goth Wants Results Now! Her rebellion has spurred the company into action. Now it's showtime*, FORTUNE, 2 marzo 1998 e E. Gavin, *Trust Ownership and the Future of the News*, cit., 113.

³¹² Un paio di articoli sulla rivista Fortune scatenò una diatriba familiare pubblica tra i membri più giovani e i membri più anziani. In un articolo di J. Nocera, M. Atanasov, *Attention, Dow Jones: Ms. Goth Wants Results Now!*, cit., Elizabeth Goth, beneficiaria di una delle maggiori quote di Dow Jones, dichiarò che: "*My vision for Dow Jones does not include a stagnant stock price with investments that provide little or no value to the shareholders*". Insieme al cugino Bill Cox III, Goth si rivolse a Warren Buffet per ricevere un consiglio sul corso d'azione da prendere e questi gli suggerì "*to act like owners*". Cfr. J. Nocera, A. Hadjian, M. Atanasov, *Disgruntled Heiress Leads Revolt at Dow Jones*, FORTUNE, cit.

³¹³ J. Nocera, M. Atanasov, *Attention, Dow Jones: Ms. Goth Wants Results Now!*, cit.

³¹⁴ Richard Zannino era stato precedentemente assunto come *Chief Financial Officer* di Dow Jones.

proprio interesse ad una potenziale acquisizione del Wall Street Journal. La risposta immediata fu netta: il Journal non era in vendita.

Nove mesi dopo, il 13 dicembre 2007, l'assemblea degli azionisti di Dow Jones votava con una maggioranza del 60,2% del capitale il progetto di fusione tra Dow Jones e News Corp, Ruby Newco LLC, Diamond Merger Sub Corporation,³¹⁵ che sarebbe risultata nell'acquisizione totalitaria di Dow Jones da parte di News Corp.

Come si sia passati da un secco "no" a una maggioranza assoluta di "si" in pochi mesi è ben spiegato, se si valuta la transazione da un punto di vista economico e finanziario, dai termini dell'offerta: 60 dollari per azione in contanti (sia *Common Stock* sia *Class B*), a un premio del 65% rispetto al prezzo di mercato, per un totale di 5,6 miliardi di dollari.

Preso atto del profilo economico, è ora necessario indagare più a fondo le circostanze che hanno condotto al noto esito. In particolare, l'offerta avanzata da News Corpha messo in luce il ruolo che l'integrità editoriale e la reputazione del Journal hanno rivestito nel contesto del passaggio di controllo del giornale.

L'idea di un cambio dei soci di riferimento scosse fortemente l'opinione pubblica e la comunità giornalistica non solo e non tanto perché il controllo dei Bancroft non era mai stato precedentemente messo in dubbio ma piuttosto perché il potenziale acquirente era Rupert Murdoch. La figura dell'imprenditore era fortemente controversa nel mondo dell'editoria³¹⁶ perché il suo stile manageriale in precedenti acquisizioni (tra cui il Times, UK, e il New York Post) era esteriormente percepito come spregiudicato e

³¹⁵ Queste società erano interamente controllate da News Corp.

³¹⁶ Per un'efficace narrativa dei momenti più salienti della carriera del magnate australiano, si rimanda a G. Jones, H. Balkrishna, *Rupert Murdoch: The Last Tycoon*, HBS Case No. 9-811-017, Boston, Harvard Business School Publishing, 2012.

intrusivo nei confronti della conduzione dell'attività di redazione e delle scelte editoriali che formalmente competevano al direttore del giornale e ai suoi collaboratori.

Nella primavera del 2007, alcuni giornalisti del Journal, corrispondenti dalla Cina, scrissero una lettera aperta alla famiglia,³¹⁷ esortandola a non vendere la proprietà del giornale in nome di quel giornalismo investigativo che, l'anno precedente, li aveva portati a vincere il premio Pulitzer per un'inchiesta sulle conseguenze del disordinato e incontrollato sviluppo capitalistico della Repubblica Popolare Cinese.

Se la famiglia Murdoch fosse stata il socio di controllo, essi argomentarono, tali articoli “*might never have seen the light of the day*” a causa dei suoi interessi economici in Cina, il cui perseguimento implicava un atteggiamento di supporto, o quantomeno di non ostilità, nei confronti delle forze governative. A conferma di siffatto orientamento, erano emerse dichiarazioni rese qualche tempo prima da James Murdoch, che aveva sostenuto che i giornalisti occidentali in Cina appoggiavano forze “destabilizzanti” e molto pericolose per la repubblica.³¹⁸

Il prezzo offerto del magnate australiano, però, era “*fair*”³¹⁹ dal punto di vista finanziario e la famiglia si adoperò per cercare una soluzione che coniugasse i vantaggi finanziari con il rispetto del profilo editoriale del giornale.

Cominciarono allora le trattative per redigere il testo dell’“Accordo Editoriale” (*Editorial Agreement*), che prevedeva la nomina di un Comitato Speciale di 5 illustri esponenti, eletti da News Corp, indipendenti da News Corp, Dow Jones, dalla famiglia Murdoch e dalla famiglia Bancroft. Il Comitato Speciale aveva il compito di nominare e

³¹⁷ La lettera è riportata in S. Ellison, *War at the Wall Street Journal*, cit., 139.

³¹⁸ Oltre che nella lettera dei *reporters*, le parole di James Murdoch sono citate da J. Kahn, *Murdoch's Dealings in China: It's Business, and It's Personal*, THE NEW YORK TIMES, 26 giugno 2007.

³¹⁹ Il 31 luglio 2007 Goldman Sachs rilasciò la propria opinione asseverata sul prezzo della transazione, definendolo “*fair from a financial point of view*”. Il testo dell'opinione è reperibile tra i materiali inclusi nel Proxy Statement, Schedule 14A, predisposto in vista dell'assemblea dei soci per l'approvazione della fusione.

revocare il direttore e il vice direttore del Journal,³²⁰ assumere ogni decisione riguardante eventuali cambiamenti al potere e all'autonomia degli stessi³²¹ nonché presiedere eventuali conflitti che fossero insorti tra il direttore del giornale (*editor*) e l'editore (*publisher*), fermo restando che il primo continuava a rispondere al secondo per l'attività svolta.³²² Inoltre, nonostante il direttore del giornale avrebbe dovuto essere consultato nel caso di utilizzo del marchio "Wall Street Journal" per altre pubblicazioni diverse dal quotidiano (c.d. *co-branding*),³²³ la decisione finale in merito sarebbe spettata a News Corp. Infine, venivano esplicitati una serie di valori ispiratori della professione giornalistica, secondo il principio di "*free people in free markets*", conformi a quelli già descritti e discussi nel capitolo precedente di questa parte.

L'Accordo Editoriale soddisfò alcuni membri della famiglia, mentre fu giudicato di scarsa utilità pratica da altri. I primi, rappresentanti il 37% del potere di voto di Dow Jones, sottoscrissero un "Accordo di Voto" con News Corp (*Voting and Supporting Agreement*), in cui si impegnarono a votare a favore della fusione nell'assemblea all'uopo convocata.

Quanto a coloro che ritenevano l'Accordo Editoriale un espediente in ultima analisi insufficiente a preservare la reputazione del Journal, si segnalano le dimissioni di due membri dal consiglio di amministrazione di Dow Jones. Entrambi, nella loro lettera di dimissione, riconobbero il vantaggio economico di breve periodo che derivava dall'offerta di News Corp, riconoscendo il dovere del consiglio di amministrazione di

³²⁰ L'accordo fa riferimento alle figure dell'*editor* e dell'*editorial page editor*.

³²¹ Questi compiti includevano il potere di: assumere e licenziare i giornalisti; allocare le risorse nel rispetto del budget fornito da News Corp; assumere qualsiasi scelta concernente le notizie da pubblicare (contenuto, lunghezza, collocazione nelle pagine del giornale etc.); impiegare lo staff di redazione anche per pubblicazioni collegate.

³²² "*The managing editor of the Wall Street Journal reports to the publisher of the Wall Street Journal*".

³²³ Il pericolo insito nel *co-branding* è di impiegare un marchio noto per la serietà e autorevolezza del suo giornalismo in altre pubblicazioni di tenore più leggero che possono comprometterne la reputazione.

perseguire la massimizzazione dell'interesse economico dei soci.³²⁴ Il profilo finanziario, però, nella loro visione, non avrebbe dovuto prevalere a discapito del rischio di perdita dell'integrità editoriale nel medio-lungo termine.³²⁵

In conclusione, il mercato determinò le sorti del Wall Street Journal: al voto dei familiari sottoscrittori dell'Accordo di Voto si unì circa il 23% del capitale detenuto dagli altri investitori di minoranza, finalmente ricompensati dopo anni di *performance* stagnante.

Dow Jones fu successivamente ritirato dalla quotazione.

11.2.3. Il Journal sotto il controllo di News Corp

Il primo test sulla tenuta dell'Accordo Editoriale occorre pochi mesi dopo il passaggio di controllo del Journal. Nell'aprile del 2008, Marcus Brauchli, il direttore del giornale, rassegnò le sue dimissioni.³²⁶ Il Comitato fu informato della notizia solamente il giorno prima dell'annuncio pubblico, quando Brauchli aveva già concordato le proprie dimissioni con News Corp e accettato un incarico come consulente del gruppo.

Trattandosi di un atto volontario dello stesso direttore, mancarono le condizioni per un'indagine formale della questione ma il presidente del Comitato Speciale, in un

³²⁴ Dieter von Holtzbrinck, uno dei due amministratori dimissionari, citato in D. Nordberg, *News and Corporate Governance: What Dow Jones and Reuters Teach us about Stewardship*, 8 JOURNALISM, 2007, 718, affermò che: *"I'm convinced that News Corp. offer is very generous in financial terms... Listening to our lawyers, one has to vote for a deal which is in the best (financial) interest for the shareholders"*. Allo stesso modo Leslie Hill, anche lei dimissionaria, dichiarò che: *"I understand the reasons that led a substantial majority of the Board of Directors to determine that they would vote to approve this transaction... The short term financial benefit is difficult to deny"*. La sua dichiarazione è riportata nel Proxy Statement, Schedule 14A, predisposto in vista dell'assemblea dei soci per l'approvazione della fusione.

³²⁵ Nelle parole di Dieter von Holtzbrinck: *"Listening to our lawyers, one has to vote for a deal which is in the best (financial) interest for the shareholders, except if one can prove that such deal bears risks for the company that overcompensate the financial profits"*. Nelle parole di Leslie Hill: *"The short term financial benefit is difficult to deny. In my opinion, however, it is not enough to outweigh the potential ramifications of the loss of an independent global news organization with unmatched credibility and integrity"*.

³²⁶ THE WALL STREET JOURNAL, *Journal's Managing Editor to Leave Post*, 22 aprile 2008.

comunicato, lamentò che l'essere stato informato degli sviluppi a cose fatte fosse contrario allo spirito e alla lettera dell'Accordo.³²⁷

In assenza di dichiarazioni dei diretti interessati, fonti giornalistiche vicino al giornale citarono divergenze di visioni tra il direttore e l'editore, Robert J. Thomson, persona di fiducia di Rupert Murdoch, che avevano finito per sfociare in continue discussioni sulle scelte editoriali relative ai contenuti e alla struttura degli articoli.³²⁸

Se le ragioni delle dimissioni sono oggetto di speculazione, non vi è comunque dubbio che il Journal sia cambiato: secondo uno studio che ha confrontato le prime pagine del quotidiano nei mesi precedenti e in quelli successivi all'acquisizione, gli articoli sono più brevi, le notizie dai contenuti più sensazionali, minor spazio è dedicato a tematiche economiche, mentre maggior attenzione è diretta a questioni internazionali e di politica interna.³²⁹

In sintesi pare che, non sorprendentemente, la visione del nuovo socio di controllo abbia inciso sullo stile e i contenuti del Journal e che la linea editoriale del giornale, storicamente perseguita dai Bancroft e auspicabilmente tutelata dall'Accordo Editoriale, sia, almeno in parte, cambiata.

Proseguendo nella cronistoria, quello stesso anno, Marcus Brauchli fu nominato direttore del Washington Post.

³²⁷ R. Pérez Pena, *Committee Criticizes Move at Journal*, THE NEW YORK TIMES, 30 aprile 2008.

³²⁸ R. Richard Pérez, *Wall St. Journal Editor Expected to Resign*, THE NEW YORK TIMES, 22 aprile 2008 e *Committee Criticizes Move at Journal*, cit. Per un dettagliato resoconto delle circostanze che portarono alla dimissioni di Brauchli, si rimanda a S. Ellison, *War at the Wall Street Journal*, cit., 184 ss.

³²⁹ M. Jurkowitz, *How different is Murdoch's new Wall Street Journal?*, 23 aprile 2008, reperibile su: www.journalism.org; R. Pérez Pena, *Remaking the Journal*, THE NEW YORK TIMES, 12 dicembre 2007.

11.3. The Washington Post

11.3.1. Le origini e il controllo della famiglia Graham

Poco tempo dopo aver acquisito il Washington Post (“Post”), nel 1935 Eugene Meyer predispose una lista di sette principi che avrebbero dovuto ispirare l’attività del giornale.³³⁰ Tra questi, si ritiene di segnalarne due: il primo afferma che il dovere del giornale sia nei confronti dei lettori e della collettività e non serva gli interessi privati del suo proprietario;³³¹ il secondo dispone che, nella ricerca della verità, il giornale “*shall be prepared to make sacrifices of its material fortunes*”, qualora ciò si riveli necessario per il bene collettivo.³³²

Nel 1948 il controllo di Washington Post Company, la società editrice del Post, passò alla figlia Katherine, beneficiaria di un *trust* in cui erano depositate le azioni della società. Suo marito, Phil Graham, al quale fu demandato il compito di gestire il giornale, cominciò ad acquisire altri giornali, riviste e stazioni radio e televisive.

Questa politica di espansione, che caratterizzò la strategia della famiglia Graham nel corso dei decenni successivi, rese necessaria la ricerca di uno stabile canale di finanziamento e così, nel 1971, Washington Post Company si quotò sull’AMEX con una struttura azionaria che presentava due categorie di azioni: *Class A Common Stock* con il diritto di eleggere in qualsiasi circostanza la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione; *Class B Common Stock* con il diritto di nominare il 30%

³³⁰ Il testo è reperibile in C. M. Roberts, *The Washington Post. The first 100 years*, Boston, Houghton Mifflin Company, 1977, 214.

³³¹ “*The newspaper’s duty is to its readers and to the public at large, and not to the private interests of its owners*”.

³³² “*In the pursuit of truth, the newspaper shall be prepared to make sacrifices of its material fortunes, if such course be necessary for the public good*”.

dei membri del consiglio, “*and no more*”.³³³ Ciascuna azione, pertanto, conferiva il diritto ad un solo voto ma le prerogative afferenti alle due categorie variavano.

La famiglia possedeva il 94,5% delle azioni di *Class A*, detenendo complessivamente una quota pari al 15% del capitale azionario.

A differenza dei Bancroft, i membri del clan dei Graham, oltre a mantenere il controllo azionario, erano sempre stati coinvolti nell’assai diversificato *business* familiare, che comprendeva anche Kaplan.³³⁴ In un’epoca di crisi per il Post, che aveva visto un costante calo dei ricavi per sette anni consecutivi, le entrate derivanti dal segmento educativo erano diventate così importanti che nel 2012 Donald Graham, presidente e amministratore delegato della società, aveva dichiarato che “Il futuro di Washington Post Company è il futuro di Kaplan”.³³⁵

11.3.2. L’acquisizione da parte di Jeffrey Bezos

All’inizio del 2013, la famiglia Graham si attivò per trovare un potenziale acquirente del Post: dopo pochi mesi, fu raggiunto un accordo con Jeffrey Bezos, fondatore di Amazon, reputato un imprenditore finanziariamente solido per sostenere un *business* in perdita e una personalità capace di apportare competenza tecnica e innovatività utili per affrontare le nuove sfide tecnologiche del settore.³³⁶

La transazione, di valore pari a 250 milioni di dollari, comportò l’acquisizione del Post da parte di una società privata avente sede in Delaware (Nash Holding LLC) e quindi il ritiro dalla quotazione.

³³³ Art. 4, B (2) (a) Certificate of Incorporation di Washington Post Company, nella versione del novembre 2003 (l’ultima versione prima dell’acquisizione).

³³⁴ Kaplan è una società operante nel settore educativo.

³³⁵ The Washington Post Company, Annual Report, 2012.

³³⁶ E. Klein, *Don Graham explains The Post’s sale to Jeff Bezos*, THE SEATTLE TIMES, 6 agosto 2013.

Nel complesso, da quanto emerso dagli organi di stampa, il passaggio di controllo fu positivamente accolto.³³⁷ Un anno dopo l'acquisizione, l'editore, un membro della famiglia Grahman fu sostituito da un altro *manager* scelto da Bezos con l'incarico di consolidare il lato digitale del Post.

11.4. The New York Times

11.4.1. Le origini e il controllo della famiglia Sulzberger

Nel 1869, quello che sarebbe diventato il quotidiano più prestigioso degli Stati Uniti e uno dei più acclamati a livello internazionale, il New York Times ("Times"), era sull'orlo del fallimento e fu acquisito dall'editore Adolph S. Ochs.

Nel 1935, alla sua morte, fu istituito un *trust* (Ochs Trust), che deteneva la partecipazione di maggioranza in New York Times Company, la società editrice del Times, i cui *trustees* erano la figlia Iphigene, suo marito Arthur Sulzberger e un nipote. Quello stesso anno, Arthur Sulzberger fu nominato editore (*publisher*) del Times e presidente (*chairman*) del consiglio di amministrazione di New York Times Company, inaugurando la tradizione familiare di mantenere entrambi i titoli, rappresentanti rispettivamente il lato editoriale e la dimensione economica del giornale, in capo al membro della famiglia prescelto per guidare la società, storicamente il primogenito.

Nel 1957 la struttura di capitale di New York Times Company fu modificata attraverso la creazione di una seconda categoria di azioni, priva di diritti di voto. Una simile struttura azionaria, costituita da azioni con voto (*Class B Common Stock*) e senza voto (*Class A Common Stock*), non fu tuttavia ammessa alla quotazione sull'AMEX

³³⁷ P. Farhi, *Washington Post closes sale to Amazon founder Jeff Bezos*, THE WASHINGTON POST, 1 ottobre 2013, evidenzia, tra i fattori che rendono Bezos "*an attractive steward for the paper*", anche l'apparente assenza di un'agenda ideologica.

(1969), perché tale borsa non ammetteva la negoziazione di azioni del tutto prive di diritti amministrativi. La struttura venne così parzialmente modificata: alle azioni di *Class A*, quotate, fu attribuito il diritto di nominare, in quanto categoria, 3 su 9 membri del consiglio di amministrazione. Le azioni di *Class B*, non quotate, avevano invece il diritto di nominare i restanti amministratori e di deliberare in merito a ogni altra questione sottoposta all'assemblea degli azionisti.

Tale struttura è rimasta invariata nel tempo, con la sola annotazione che oggi le azioni di *Class A* conferiscono il diritto di eleggere una quota fissa di amministratori, pari al 30% dei componenti del *board*.³³⁸ Quest'ultimo è rinnovato per intero ogni anno ed è solitamente composto di 13-15 membri.³³⁹

I membri della famiglia Sulzberger sono correntemente titolari del 90,6% delle azioni di *Class B* e del 4% delle azioni di *Class A*, rappresentanti complessivamente l'11% del capitale azionario. Le azioni sono detenute in un unico Trust costituito nel 1997, risultante dal consolidamento di quattro precedenti *trusts*, creati a beneficio di ciascuno dei quattro figli di Ipighene (la figlia di Adolph Ochs). Giova soffermarsi su alcune delle sue previsioni.

La missione statutaria del Trust è di mantenere l'indipendenza editoriale e l'integrità dell'istituzione e “*to continue it as an independent newspaper, entirely fearless, free of ulterior influence and unselfishly devoted to the public welfare*”.³⁴⁰

Il Trust è soggetto a un accordo tra i membri della famiglia e la società (*Shareholder Agreement*),³⁴¹ secondo il quale chiunque intenda trasferire le azioni di

³³⁸ Art. 4, par. (II) e (IV), Certificate of Incorporation di New York Times Company, nella versione del luglio 2007 (data dell'ultima modifica al momento in cui si scrive). A ciascuna azione, sia di *Class A* sia di *Class B*, è attribuito un voto.

³³⁹ L'art. 18, Certificate of Incorporation di New York Times Company, prevede che il numero dei componenti del consiglio sia compreso tra 3 e 18.

³⁴⁰ Un estratto delle previsioni dei 4 *trusts* del 1986, che sono confluite nel Trust del 1997, è riportato in B. Villalonga, C. Hartman, *The New York Times Co.*, HBS Case No. 207-113, Boston, Harvard Business School Publishing, 2008, Exhibit 4.

Class B è obbligato a offrirle in opzione agli altri parenti e, eventualmente, alla società al prezzo di mercato prevalente delle azioni di *Class A*. Qualora il diritto di preferenza all'acquisto non sia esercitato da alcuno dei soggetti legittimati e le azioni siano trasferite a terzi, le stesse si convertiranno in azioni di *Class A*.

Inoltre, i *trustees* hanno il mandato di mantenere la titolarità delle azioni di *Class B* e di votare contro qualsiasi operazione di fusione, cessione e ogni altra operazione che determini un cambio del controllo della società, a meno che sei degli otto *trustees* ritengano che l'obiettivo del Trust sopra citato possa essere meglio realizzato con l'implementazione di una simile transazione.

Quest'ultima previsione è particolarmente significativa: essa infatti risulta idonea a regolare quelle ipotesi in cui i membri della famiglia si trovino in disaccordo tra loro. Richiedendo una larga maggioranza³⁴² per l'assunzione di decisioni che comportino un cambio del controllo della società, la clausola ha come presupposto che vi sia una volontà largamente condivisa. In tal modo, essa previene l'eventualità che un nucleo ristretto di familiari con una partecipazione consistente determini le sorti della società senza dover dipendere dall'appoggio degli altri, come avvenne al Wall Street Journal.³⁴³

I Sulzberger, in effetti, si sono dimostrati fino ad ora molto più compatti dei Bancroft, mantenendo un fronte unitario di fronte a potenziali acquirenti e alle istanze attiviste di alcuni soci di minoranza.

³⁴¹ Dell'accordo sono parte “*the grantors, their children and the Company*”.

³⁴² In origine, nei *trusts* del 1986, era prevista l'unanimità.

³⁴³ G. Ellis, *Trust Ownership and the Future of the News*, cit., 117. Per una storia dettagliata delle vicende familiari dei Sulzberger, si rimanda a S. E. Tiff, A. S. Jones, *The Trust: The Private and Powerful Family Behind The New York Times*, Boston, Little, Brown and Co., 1999.

11.4.2. Episodi di attivismo

Nell'aprile del 2006, all'assemblea annuale convocata per il rinnovo del consiglio di amministrazione, il 28% dei voti dei titolari di azioni di *Class A* legittimati a eleggere 4 amministratori (su un totale di 13 membri) furono ritirati.³⁴⁴ Il ritiro del voto (*withheld vote*) è un'opzione concessa ai soci, alternativa rispetto al non voto (astensione), utilizzata per esprimere insoddisfazione nei confronti dell'oggetto della delibera o più in generale di un certo *management*. Il ritiro del voto non impedisce che la risoluzione (ad es., l'elezione di un membro del consiglio) sia approvata ma agisce come una forma di protesta, tanto più grave quanto più alta è la percentuale di voti ritirati.³⁴⁵

Nel caso di specie, l'unico socio che ammise pubblicamente di aver ritirato il proprio voto fu Morgan Stanley³⁴⁶ il quale, in una comunicazione formale alla SEC,³⁴⁷ dichiarò per iscritto che la *dual class*, originariamente costituita per proteggere l'integrità del giornale, stava favorendo “*a lack of accountability*” della famiglia, che aveva mancato di onorare le responsabilità che gli derivavano dalla sua posizione di privilegio. Nello specifico, la protesta del fondo di investimento non pareva diretta a evidenziare un'erosione dell'integrità giornalistica del Times bensì una deludente “*operational and financial performance*”. Negli esercizi precedenti il prezzo del titolo

³⁴⁴ K. Q. Seelye, *28% of the Votes are Withheld at Time Company Meeting*, THE NEW YORK TIMES, 19 aprile 2006.

³⁴⁵ Una spiegazione delle opzioni di voto concesse ai soci di una società quotata è reperibile sul sito della Securities and Exchange Commission (SEC), al seguente *link*: https://www.sec.gov/spotlight/proxymatters/voting_mechanics.shtml.

³⁴⁶ Tecnicamente, socio di New York Times Company era Global Franchise, facente parte della divisione di *asset management* di Morgan Stanley (MSIM, Morgan Stanley Investment Management). Global Franchise Portfolio è specializzato nell'investimento in società il cui valore derivava da *assets* intangibili, come il possesso di un marchio riconosciuto a livello internazionale. Cfr. B. Villalonga, C. Hartman, *The New York Times Co.*, cit., 8.

³⁴⁷ Form 13D, concernente l'incremento della partecipazione al capitale in una data società.

era costantemente calato,³⁴⁸ generando rendimenti inferiori rispetto ai *benchmarks* del mercato di riferimento.³⁴⁹ La fase critica che stava attraversando New York Times Company non era infatti dovuta solamente a un calo degli introiti pubblicitari, sofferto da tutto il settore, ma anche alle ripercussioni economiche di una politica di forte espansione, che aveva portato il *business* familiare ad articolarsi in ben tre Media Group.³⁵⁰

Quello stesso anno, la società commissionò a uno studio legale specializzato in questioni societarie un'analisi sugli standard di *corporate governance* del New York Times, ricevendo una valutazione complessivamente positiva “*aside from the dual class structure*”.³⁵¹

L'insoddisfazione degli azionisti continuò però a crescere e, alla successiva assemblea nell'aprile 2007, furono ritirati il 42% dei voti diretti a eleggere i 4 candidati della minoranza.³⁵²

Seguirono alcune concessioni da parte dei soci di controllo: il presidente del consiglio di amministrazione e editore del Times, Arthur Sulzberger Jr., rinunciò alla parte di compenso basato su *stock options* per gli esercizi 2006 e 2007. Inoltre, i principi di *corporate governance* della società furono emendati per introdurre un meccanismo di rotazione degli amministratori di minoranza tale per cui ogni anno un rappresentante dei titolari di azioni di *Class A* sedesse nel comitato di controllo interno, in quello per le

³⁴⁸ La quotazione delle azioni di *Class A* fu trasferita dall'AMEX al NYSE nel 1997.

³⁴⁹ S&P 400 Midcap Index e S&P 1500 Publishing & Print Index. Cfr. B. Villalonga, C. Hartman, *The New York Times Co.*, cit., 7 e Exhibit 5.

³⁵⁰ New York Times Media Group, New England Media Group, Regional Media Group.

³⁵¹ “*Aside from the dual class structure, in nearly all respects, the company appears to be employing state-of-the-art corporate governance procedures*”: estratto della lettera di Martin Lipton, partner di Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, citata in T. Landon Jr., *Morgan Stanley Criticizes Stock Structure of Times Co.*, THE NEW YORK TIMES, 4 novembre 2006.

³⁵² La posizione delle *proxy advisory firms* non fu unitaria: ISS e Glass Lewis raccomandarono agli azionisti di ritirare il proprio voto, mentre Proxy Governance raccomandò di votare gli amministratori proposti dal *management*. Cfr. T. Landon Jr., *A Difficult Annual Times Meeting for Sulzbergers*, THE NEW YORK TIMES, 24 aprile 2007.

remunerazioni e nel comitato nomine.³⁵³ Il mantenimento della struttura *dual class*, tuttavia, fu ripetutamente difeso dai Sulzberger, in nome della missione che il Trust attribuiva ai componenti della famiglia.

L'integrità di tale assetto azionario non fu apparentemente avversata neanche da due soci, un *hedge fund* (Harbinger Capital Partners) e una società di consulenza finanziaria (Firebrand Partners), che nel 2008, dopo aver accumulato una partecipazione pari al 20% del totale delle azioni di *Class A*, annunciarono l'intenzione di lanciare una *proxy fight* per eleggere 4 amministratori da loro proposti.³⁵⁴ Tale azione, secondo gli attori, non era motivata dalla volontà di destabilizzare il controllo della famiglia ma di collaborare, in linea con “un attivismo costruttivo”, ai fini di una migliore allocazione delle risorse economiche.³⁵⁵ Una delle questioni in concreto più controverse concerneva il Boston Globe, acquisito nel 1993 al prezzo record di 1 miliardo di dollari, che era stato pesantemente colpito dalla crisi generale tanto che la sua stessa sopravvivenza era a rischio.

Nel 2013, il Boston Globe fu venduto per 70 milioni di dollari.³⁵⁶ Tale vendita si inserisce nel contesto della strategia recentemente assunta dal *management* volta a ridurre la diversificazione degli investimenti, concentrandosi sul consolidamento del “New York Times” come simbolo di eccellenza giornalistica globalmente riconosciuto, in grado di essere un concorrente primario anche (e soprattutto) nell'offerta digitale.³⁵⁷

³⁵³ Art. 2.2 dei Corporate Governance Principles di New York Times Company.

³⁵⁴ Successivamente ritirata a seguito del raggiungimento di un accordo con la famiglia.

³⁵⁵ E. Steel, *Investor puts pressure on New York Times - Nicely*, THE WALL STREET JOURNAL, 1 febbraio 2008.

³⁵⁶ C. Haughney, *New York Times Company Sells Boston Globe*, THE NEW YORK TIMES, 3 agosto 2013.

³⁵⁷ Per l'esercizio 2015, la società ha annunciato che la lista di candidati include due dirigenti, rispettivamente di Expedia e di Facebook, con conoscenze ed esperienza nel settore tecnologico. R. Somaiya, *The Times Company Announces Board Nominees With Web Credentials*, THE NEW YORK TIMES, 19 febbraio 2015.

Quest'evoluzione non è stata fino ad ora senza ostacoli³⁵⁸ e i dati più recenti mostrano un calo degli introiti³⁵⁹ e l'avvio di un ciclo di licenziamenti come parte di un programma di taglio di costi.³⁶⁰

In sintesi, si sta assistendo a un *business* in sofferenza, che la famiglia Sulzberger ha attivamente cercato di contrastare, anche ponendo rimedio a scelte strategiche critiche degli anni precedenti. L'attenzione a un'offerta editoriale di primaria qualità appare ancora intatta, nonostante recenti attriti nella redazione³⁶¹ e i tagli allo staff possono essere sintomatici di una situazione di tensione.

Da ultimo, si sono fatte più insistenti le voci, pur non confermate nè adeguatamente comprovate, di una possibile vendita. *“Is there a price for lifetime happiness for generous but bored, public spirited multibillionaire? Mike Bloomberg can easily afford NY Times”*.³⁶²

³⁵⁸ Una delle decisioni più controverse riguarda un prestito alla società di 250 milioni di dollari a un tasso di interesse del 14% da parte di Carlos Slim nel 2009 (in precedenza, in una colonna del Times, E. Porter, *Mexico's Plutocracy Thrives on Robber-Baron Concessions*, THE NEW YORK TIMES, 27 agosto 2007, aveva paragonato Carlos Slim a un *“Russian oligarch”* e a un *“Enron executive”*). In esecuzione di alcune previsioni del contratto di finanziamento, Carlos Slim ha esercitato una serie di *warrants* che lo hanno condotto, nel febbraio 2015, a duplicare la sua partecipazione al capitale della società (azioni di *Class A*). Cfr. G. Ellis, *Trust Ownership and the Future of the News*, cit., 107 e R. Somaiya, *Carlos Slim More Than Double His Stake in Times Company*, THE NEW YORK TIMES, 14 gennaio 2015.

³⁵⁹ Nel 2014, il margine operativo (*operating profit*) è stato di 92 milioni di dollari, rispetto a 156 milioni di dollari nel 2013: il calo è dovuto a investimenti strategici e spese per liquidazioni di fine rapporto. Sempre nel 2014, il fatturato (lordo) è stato di 1.59 miliardi di dollari, in lieve aumento rispetto al 2013 (1.58 miliardi di dollari). I ricavi provenienti dalla circolazione (*circulation*) sono complessivamente aumentati dell'1.5%; i ricavi provenienti esclusivamente dalle sottoscrizioni dell'offerta digitale sono aumentati del 13.5%. Gli introiti pubblicitari totali sono invece diminuiti dello 0.7% (-4.7% nella versione cartacea, + 11.9% nella versione online). Cfr. The New York Times Company, Annual Report, 2014.

³⁶⁰ The New York Times Company, Annual Report, 2014. R. Somaiya, *Layoffs Begin at The Times After Buyouts Come Up Short*, THE NEW YORK TIMES, 14 dicembre 2014.

³⁶¹ Il riferimento è al licenziamento di Jill Anderson, il direttore responsabile del Times (*managing editor*). Cfr. K. Auletta, *Why Jill Anderson Was Fired?*, THE NEW YORKER, 14 maggio 2014.

³⁶² *Rupert Murdoch, Tweet @ Rupert Murdoch*, 24 gennaio 2015. Si veda anche J. Connor, *Denied Once Already, Michael Bloomberg Reportedly Still Interested in Purchasing The New York Times*, THE HUFFINGTON POST, 23 gennaio 2015 e G. Sherman, *People are Talking About Michael Bloomberg Buying The New York Times, including Michael Bloomberg*, NEW YORK MAGAZINE, 23 gennaio 2015.

12. La proprietà dei quotidiani: alcune riflessioni in tema di controllo familiare

12.1. Le determinanti del controllo familiare: i benefici privati del controllo non pecuniari

Un'indagine empirica condotta su un campione di 96 stati nel mondo ha rivelato che i giornali sotto il controllo di clan familiari rappresentano il 57% del totale. Delle società operanti nel *mass media* in generale solo il 4% del campione presenta una struttura azionaria diffusa.³⁶³

Con specifico riguardo agli Stati Uniti, lo studio conferma che fino a un decennio fa la maggioranza dei quotidiani era sotto il controllo e la guida di famiglie.³⁶⁴

Lasciando da parte le ipotesi degli organi di stampa in mano pubblica,³⁶⁵ la tendenza a livello globale emergente dallo studio in parola è indicativa di un settore caratterizzato da un assetto proprietario concentrato, prevalentemente di matrice familiare.

Questa constatazione empirica, che trova conferma nei casi concreti sopra esaminati, rende opportuno un duplice approfondimento di diritto societario: in prima istanza, è necessario individuare quali siano le cause che giustificano il controllo familiare di un quotidiano; in secondo luogo, occorre valutare l'impatto di tale controllo sulla creazione di valore della società (*firm value*). Nel condurre l'analisi di tali aspetti, si dovrà inoltre tener conto di quell'ulteriore elemento di specificità – l'integrità editoriale – che, come visto, è considerato parte integrante ed elemento distintivo di un giornale.

³⁶³ S. Djankov, C. McLiesh, T. Nenova, A. Shleifer, *Who Owns the Media?*, cit., 357.

³⁶⁴ S. Djankov, C. McLiesh, T. Nenova, A. Shleifer, *Who Owns the Media?*, cit., 363.

³⁶⁵ I giornali sotto il controllo pubblico sono pari al 29% del campione. S. Djankov, C. McLiesh, T. Nenova, A. Shleifer, *Who Owns the Media?*, cit., 357.

Richiamando l'(asserito) effetto, *i.e.* la conservazione dell'integrità editoriale che una struttura concentrata, attribuendo un controllo stabile e duraturo, sarebbe idonea a preservare,³⁶⁶ la letteratura in materia di *dual class* dedica solo brevi cenni alle ragioni che *ab origine* inducono un soggetto privato ad acquisire un *newspaper*. Più specificamente, tale letteratura non si completa con quella relativa alle determinanti del controllo familiare di società quotate. Il presente paragrafo è volto a integrare i due filoni d'indagine, così da acquisire un quadro complessivo per valutare cause ed effetti di una struttura *dual class* nel settore dei giornali quotidiani.

Nella Parte I di questa tesi ci si è soffermati sulla nozione di benefici privati del controllo. Trattandosi di utilità per definizione non condivise con gli azionisti di minoranza, i benefici privati del controllo sono comunemente considerati una forma di deviazione dalla massimizzazione del *firm value*, come riflesso nello *share value*. In forza di tale equazione, quando il mercato percepisce l'estrazione, quanto meno potenziale, di benefici da parte del socio di controllo, la relativa informazione viene incorporata nel prezzo di mercato delle azioni quotate detenute dagli investitori di minoranza, le quali sono così negoziate a sconto.

Quando il controllo è detenuto attraverso una struttura *dual class*, la differenza tra il valore delle azioni con potere di voto pieno (o plurimo) e quelle a voto limitato (o unitario) è solitamente misurata dal premio di controllo, cioè dal prezzo pagato dall'acquirente per conseguire il controllo della società. Un premio di controllo elevato è, come visto, indicativo di significativi benefici privati del controllo.

³⁶⁶ W. T. Allen, R. Kraakman, G. Subramanian, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, cit., 186 affermano che: "Arguably, there may be some corporations in which a disjunction between control rights and rights to return is desirable. The case of newspapers is occasionally cited. These firms often have family control (a family controls the New York Times in a dual-class corporation), and that control is thought by some to add value by credibly committing the firm to a particular editorial approach".

Si è inoltre detto che un parametro (*proxy*) che può fungere da indicatore della presenza di benefici privati del controllo è costituito dal livello di protezione legale degli investitori di minoranza. Una tutela legale debole, infatti, agevola il socio di maggioranza nell'appropriazione indebita di risorse della società a detrimento degli altri azionisti, sforniti di strumenti per identificare e contrastare l'abuso. Vigente un regime normativo di tal sorta, il socio di controllo sarà portato a mantenere un assetto proprietario concentrato, così da massimizzare il proprio ritorno personale, e, in un eventuale passaggio di proprietà, il premio di controllo sarà elevato, riflettendo l'entità dei benefici privati.

Viceversa, una legislazione che favorisca la trasparenza e agevoli l'intervento degli investitori di minoranza nelle dinamiche societarie ostacola l'estrazione di benefici privati e quindi riduce il valore del controllo: in tale sistema, sarà più probabile osservare la quotazione di società con un azionariato disperso, perché i vantaggi della diversificazione, della liquidità e di un'agevole circolazione di capitali sono superiori ai privilegi del controllo.

A conferma di questa teoria, si rileva che gli Stati Uniti, che hanno standard di *investor protection* molto elevati, sono notoriamente contraddistinti dall'esistenza di un mercato di capitali grande e liquido, in cui le società, soprattutto quelle con maggiore capitalizzazione, presentano un azionariato disperso.

Il grado di tutela legale degli investitori non è, tuttavia, l'unica variabile che influenza l'entità dei potenziali benefici privati del controllo e, quindi, l'articolazione dell'assetto azionario: l'indice di protezione legale³⁶⁷ è, infatti, uno strumento adatto per confrontare e giustificare le differenze intercorrenti tra gli assetti proprietari di paesi con

³⁶⁷ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, cit., 471 ss. Si rimanda alla Parte I.

legislazioni diverse ma non è altrettanto utile quando ci si concentra su specifici settori economico-produttiviesistenti in un dato contesto nazionale.

Al proposito, l'indagine empirica citata in introduzione ha messo in evidenza che anche negli Stati Uniti la maggior parte delle case editrici ha un assetto proprietario concentrato. I tre casi sopra analizzati, che riguardano i principali quotidiani per livello di circolazione sul territorio nazionale, confermano il *trend*. Ciò induce a ritenere che in questo settore vi siano dei fattori che premiano la detenzione del controllo e, pertanto, favoriscono la costituzione e il mantenimento di strutture azionarie concentrate, a prescindere dalla qualità del diritto societario.

Più esattamente, è stato osservato³⁶⁸ che la normativa a protezione degli investitori di minoranza, uniforme per tutti gli emittenti quotati e quindi applicabile anche alle società editrici, delimita l'appropriazione dei benefici privati del controllo c.d. pecuniari, che si esprimono nelle più svariate forme di distrazione delle risorse societarie. Questa disciplina, tuttavia, non pare indicata a “catturare” i benefici privati del controllo c.d. non pecuniari.

I benefici del controllo non pecuniari, come già accennato in precedenza (Parte I), sono quelle forme di utilità che non comportano una diretta estrazione di ricchezza dalla società e che possono consistere, ad esempio, nel godimento di uno *status* connesso con la detenzione del controllo di una società in un dato circolo sociale.³⁶⁹

In questo caso, il socio di controllo non si procura un vantaggio monetario personale per poi goderlo privatamente al di fuori della dimensione societaria bensì realizza il proprio interesse attraverso l'esercizio stesso del controllo e/o la gestione della società (*on-the-job consumption*). In altri termini, il potere di amministrare (o monitorare gli

³⁶⁸ R. J. Gilson, *Controlling Shareholder and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 HARVARD LAW REVIEW, 2006, 1663.

³⁶⁹ R. J. Gilson, *Controlling Shareholder and Corporate Governance*, cit., 1663.

amministratori della società non è un mezzo per ottenere un ritorno pecuniario da consumare a piacimento altrove (*household expenditures*) ma rappresenta l'oggetto del godimento stesso.

Una sottocategoria di tali benefici è il c.d. *amenity potential*, cioè un'utilità non pecuniaria del socio di controllo derivante dal potere di impiegare le risorse sociali in conformità alla sua visione e preferenze personali.³⁷⁰ L'*amenity potential* non si esaurisce nell'appagamento e nel senso di importanza che possono essere associati a qualsiasi attività manageriale o alla detenzione di una partecipazione rilevante, ma si ricollega al potere di alterare l'*output* produttivo della società in base al proprio gusto personale e, quindi, secondo una logica in principio diversa dal perseguimento della massimizzazione del profitto, oggettivamente inteso.

In quest'ottica, non ogni settore produttivo può generare *amenity potential*: quando la merce venduta o il servizio prestato è standard, nel senso che qualsiasi modifica che venga apportata non cambia (ma semmai perfeziona) il tipo di offerta che la clientela si aspetta, l'influenza del socio di controllo sul prodotto sarà sempre intrinsecamente limitata.³⁷¹

Sulla scorta di tali considerazioni, non casualmente, la letteratura giuridica ed economica sul tema ha individuato l'*amenity potential* come un fattore essenziale nella determinazione della struttura azionaria principalmente in due aree: quella sportiva e quella dei *mass media*.³⁷² Nel caso dei *clubs*, il godimento deriva dalla capacità di

³⁷⁰ H. Demsetz, L. Kenneth, *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, cit., 1161-1162. Utilizzando le parole degli Autori, l'"*amenity potential*" è un "*non pecuniary income associated with the provision of general leadership and with the ability to deploy resources to suit one's personal preferences*".

³⁷¹ H. Demsetz, *The Amenity Potential of Newspapers and the Reporting of Presidential Campaigns*, in H. Demsetz, *Efficiency, Competition and Policy*, Londra, Blackweell, 1989, 246.

³⁷² H. Demsetz, *The Amenity Potential of Newspapers and the Reporting of Presidential Campaigns*, cit., 247: "*The existence of otherwise unexplainable ownership concentration for media firms may be taken to suggest the presence of amenity potential. That this is plausible is also suggested by the product or*

incidere sulla composizione, organizzazione e livelli di prestazione di un *team*, in tal modo dispiegando la propria influenza sulle sorti di un campionato o di altra competizione. Nel caso dei *mass media*, la gratificazione è invece data dalla possibilità di diffondere una visione della realtà (sociale, economica, politica etc.) in linea con le proprie concezioni e/o interessi, venendo in tal modo a rivestire un ruolo di primo piano nel dibattito pubblico della comunità di riferimento.³⁷³

Descritto in questi termini, l'*amenity potential* è necessariamente associato a un socio persona fisica, poiché implica l'espressione di un tipo di preferenze che non sono attribuibili a un'entità o persona giuridica. Inoltre, esso può variare da persona a persona, diverso essendo il grado di utilità che si trae dalla proprietà di un giornale.

In sintesi, pertanto, l'*amenity potential* è qualificabile come un beneficio privato del controllo non pecuniario, attribuibile a un individuo e osservabile in presenza di partecipazioni di controllo in società operanti nel settore sportivo e mediatico. Quanto alla sua idoneità a essere trasferito, da una parte si rileva che l'*amenity potential* di ciascuno è soggettivo e, quindi, come tale, non esattamente replicabile in capo a un'altra persona. Dall'altra parte, costituendo una delle ragioni per l'acquisto di un *club* o di un giornale, si potrebbe argomentare che esso possa essere incluso nel prezzo di vendita e che, pertanto, abbia un valore economico.³⁷⁴

service they produce. It is one that creates an opportunity to gain utility by attempting to influence others or simply by calling attention to the owner's views".

³⁷³ H. Demsetz, *The Amenity Potential of Newspapers and the Reporting of Presidential Campaigns*, cit., 247: "The amenity is the attempt to convince people of a view of events that conforms to that possessed by, or which serves the interest of, the owners (or managing editor) of the paper when such convincing is not calculated to add to the newspaper's profit".

³⁷⁴ O. Ehrhardt, Eric N., *Private Benefits and Minority Shareholders' Expropriation: Empirical Evidence from IPO's of German family owned firms*, CFS Working Paper, 2001, 5, considera le "amenities" facilmente trasferibili, facendo l'esempio del New York Times: "There are plenty of people who would derive high utility ('joy') from owning the NY Times or the Yankees (even if they would never receive any positive cash flows)".

L'*amenity potential* è strettamente legato a un'altra variabile: la reputazione. Quest'ultima si può definire come la considerazione, negativa o positiva, in cui si è tenuti da altri.

Riferita al controllo di una famiglia, la reputazione spesso favorisce l'accesso dei suoi membri a una rete di connessioni sociali, politiche, economiche e, nella sua accezione positiva, è generalmente sinonimo di prestigio. Inoltre, rispetto all'*amenity potential*, la reputazione non è ricollegabile unicamente a un soggetto in un dato momento temporale ma anzi si consolida (o erode) con il passaggio delle generazioni.

In sintesi, la reputazione è un beneficio privato del controllo non pecuniario, che si può godere in virtù della condotta costantemente assunta nel corso del tempo da un individuo o da una famiglia e, come tale, non trasferibile ad altri.

In conclusione, si è fin qui rilevato che nel settore dei giornali esistono dei peculiari benefici privati del controllo, potenzialmente molto elevati, che concorrono a giustificare la costituzione di una struttura proprietaria concentrata, grazie alla quale il fondatore (e/o la sua famiglia) può realizzare tali utilità. Si è inoltre messo in luce che l'appropriazione di tali benefici non dipende dal grado di qualità della legislazione a tutela degli azionisti di minoranza: anche in paesi con un'elevata qualità normativa come gli Stati Uniti, infatti, prevale un assetto concentrato.

Tanto rilevato sulla singolarità della loro natura, che li distingue rispetto a quelli ordinariamente considerati nei casi di *takeovers*,³⁷⁵ si può ora approfondire il secondo profilo d'indagine, e cioè l'impatto che tali benefici privati hanno sul valore della società e, di riflesso, sugli azionisti di minoranza.

³⁷⁵ O. Ehrhardt, E. Nowak, *Private Benefits and Minority Shareholders' Expropriation: Empirical Evidence from IPO's of German family owned firms*, cit., 21.

12.2. Gli effetti del controllo familiare sul valore della società

L'estrazione unilaterale di benefici privati da parte del socio di controllo è generalmente associata a un depauperamento del valore della società, che in un mercato efficiente si riflette sul prezzo delle azioni diffuse tra gli azionisti di minoranza, il quale sconta il minor rendimento atteso. Ciò accade perché una parte del valore prodotto dalla società, che come tale dovrebbe essere condiviso tra tutti gli azionisti oppure reinvestito per il conseguimento dell'oggetto sociale, va a vantaggio del socio principale, che lo impiega per scopi estranei alla dimensione corporativa.

È stato tuttavia messo in luce che l'estrazione di benefici privati del controllo non comporta automaticamente un corrispondente calo del valore della società, come se i primi fossero, di per sé, inversamente proporzionali al secondo.

Valorizzando l'importanza della “*business idea*”³⁷⁶ all'origine della costituzione e dello sviluppo di una società, alcuni Autori³⁷⁷ hanno rilevato che i benefici privati del

³⁷⁶ La “*business idea*” è da intendersi in senso ampio. Cfr. R. G. Raghuram, *Presidential Address: The Corporation in Finance*, 67 J. FIN., 2012, 1177: “*to create net present value, the entrepreneur has to go out on a limb, distinguishing herself from the rest of the herd of potential competitors, and thus potentially earning sustainable profits... the process of creating positive net present value invariably implies differentiation – whether in creating new products or product varieties that nobody else manufactures, in developing production methods that are more efficient than that of the competition, or in targeting customer populations or needs that have hitherto been overlooked*”.

³⁷⁷ A. M. Paces, *Control Matters: the Law and Economics of Private Benefits of Control*, ECGI Law Working Paper, n. 131, 2009 riconosce che alcuni settori presentano benefici privati del controllo non pecuniari endogeni e che una struttura proprietaria concentrata è il meccanismo più efficiente di cui il socio di controllo dispone per appropriarsene. Alla luce di questa constatazione, l'Autore distingue tra benefici privati del controllo che vanno a detrimento dei soci di minoranza (o nella forma di una diretta espropriazione o nella forma di una distorsione delle decisioni gestionali e strategiche al fine di conseguire un ritorno personale e non la massimizzazione del valore della società) e benefici privati c.d. “idiosincratichi”, cioè attribuibili solamente a uno specifico socio di controllo, che derivano dalla sua speciale relazione con la società che, senza questi, non sarebbe quella che è. Coerentemente, mentre i primi benefici sono inclusi nella categoria delle *rents* (“*ongoing rewards to incumbency*”), i secondi sono considerati *quasi-rents*, e cioè “*non-contractible rewards to investment in relationship-specific assets*”. Questa posizione è ripresa e condivisa da Z. Goshen, A. Hamdani, *Concentrated Ownership Revisited: The Idiosyncratic Value of Corporate Control*, Columbia Law and Economics Working Paper, 2013 che valorizzano la necessità dell'imprenditore di assicurarsi, tramite il controllo, il valore idiosincratico, inteso come “*the subject value placed to a business idea*”. Affinché questa *business idea* possa essere pienamente realizzata l'imprenditore ha bisogno, da una parte, del finanziamento del mercato dei capitali, e quindi degli investitori di minoranza, e, dall'altra parte, del controllo della società per perseguire la strategia che meglio realizzi la sua visione della società. Si crea allora un *trade-off* tra l'abilità dell'imprenditore di assicurarsi il suo valore idiosincratico e la garanzia, per gli azionisti di minoranza,

controllo non pecuniari corrispondono non a una sottrazione dal patrimonio sociale, ma al valore aggiunto apportato alla società dall'imprenditore, derivante dalle sue personali qualità (quali che esse siano). In altre parole, i benefici estratti dall'imprenditore non sarebbero da interpretarsi come un'espropriazione del valore della società a discapito dei soci di minoranza, bensì come una ricompensa ulteriore (“*on top of existing security benefits*”)³⁷⁸ della sua abilità unica che, in quanto tale, non può essere goduta da altri.

L'intuizione che i benefici del controllo non pecuniari non abbiano, o non abbiano solamente, un'accezione negativa³⁷⁹ si ritrova anche nel dibattito relativo agli effetti del capitalismo familiare sulle società quotate. La convinzione che qualsiasi beneficio privato del controllo presenti, in quanto tale, un incentivo alla deviazione dal perseguimento dello *shareholder value*³⁸⁰ è attenuata da chi sostiene che i benefici non pecuniari non comportino un'eccessiva riduzione del valore delle azioni degli investitori di minoranza³⁸¹ e da chi considera l'*amenity potential* e la reputazione della famiglia neutrali rispetto al ritorno economico degli altri azionisti³⁸² o addirittura benefici per la

che ciò non sconfini in un improduttivo sfruttamento delle risorse sociali a loro carico. Da ciò origina la ricerca della struttura azionaria, e quindi del grado di separazione tra proprietà e controllo, che meglio coniuga le due istanze. In conclusione, per gli Autori, una struttura proprietaria concentrata non è giustificata solamente dai benefici privati del controllo ordinariamente studiati ma anche dal valore idiosincratico che il socio di controllo trae dalla propria società.

³⁷⁸ A. M. Paces, *Control Matters: the Law and Economics of Private Benefits of Control*, cit., 8.

³⁷⁹ R. J. Gilson, J. N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, cit., 803 convengono sull'esistenza di “*a range of private benefits of control that may be more beneficial to the controlling shareholder than costly to the controlled company*”.

³⁸⁰ O. Ehrhardt, E. Nowak, *Private Benefits and Minority Shareholders Expropriation: Empirical Evidence from IPO's of German family owned firms*, cit., 6.

³⁸¹ Discutendo i benefici privati del controllo non pecuniari, R. J. Gilson, *Controlling Shareholder and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, cit., 1664, afferma che questi non comportano un concreto trasferimento di risorse sociali e non diminuiscono in maniera sproporzionata il valore delle azioni negoziate tra gli azionisti non di controllo (“*involve no transfer of real company resources and do not disproportionately dilute the value of the company's stock to a diversified investor*”).

³⁸² M. Burkart, F. Panunzi, A. Shleifer, *Family Firms*, cit., 2169, tracciano una distinzione tra *amenity potential* e reputazione da un lato, e benefici privati del controllo dall'altro, evidenziando quelle che, a parere loro, sono le due principali differenze: diversamente dall'*amenity potential* e dalla reputazione, solo i benefici privati del controllo vanno a detrimento degli azionisti di minoranza e la loro entità dipende dal grado di protezione legale delle minoranze.

società.³⁸³ Adottando una simile prospettiva, alcuni Autori³⁸⁴ riconoscono che i benefici privati goduti dal socio di controllo conferiscono a quest'ultimo gli incentivi per dare il proprio contributo al *business* nel modo più efficiente, in tal modo incrementando il valore della società nel suo complesso.

A ben vedere, queste tesi non sono necessariamente in contraddizione tra loro, purché si chiarisca il contesto a cui ciascuna di esse può essere riferita.

Più specificamente, definendo “fondatore”³⁸⁵ il soggetto che sia pubblicamente riconosciuto come responsabile dell'originario sviluppo della società, che l'abbia caratterizzata per come essa è nota attualmente, è possibile operare una preliminare distinzione tra società controllate da famiglie³⁸⁶ fondatrici (*founding families*) e da famiglie non fondatrici (*nonfounding families*).

Uno studio³⁸⁷ condotto su un campione di emittenti di ambedue le tipologie ha cercato di misurare gli effetti del controllo familiare mediante l'impiego di due parametri: la sensibilità della società a *shock* economici, positivi e negativi,³⁸⁸ che è indicativa del tipo e dell'intensità della reazione delle discendenze familiari nell'una e

³⁸³ R. J. Gilson, *Controlling Shareholder and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, cit., 1665, nota 68, fa l'esempio delle connessioni politiche di una famiglia, che possono essere utilizzate per ottenere dei benefici che in ultima analisi vanno a vantaggio di tutta la società (oltre che dei membri familiari).

³⁸⁴ B. Villalonga, R. Amit, *How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?*, 80 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 2006, 408, preso atto che la letteratura prevalente assume che i benefici privati del controllo si realizzino a spese delle minoranze, affermano che: “*it is possible that the incentives provided by those benefits lead to higher value creation and that the benefits reflects a fair price for the large shareholders' monitoring function in the firm*”.

³⁸⁵ Aderendo alla definizione di B. Villalonga, R. Amit, *How are U.S. Family Firms Controlled?*, 22 THE REVIEW OF FINANCIAL STUDIES, 2009, 3058: “*publicly recognized as the founder is the one responsible for the early growth or development of the company or a predecessor firm into the business it later became known for*”.

³⁸⁶ Per “famiglia” s'intende l'insieme delle persone legati da vincoli di sangue o di matrimonio.

³⁸⁷ B. Villalonga, R. Amit, *Family Control of Firms and Industries*, 39 FINANCIAL MANAGEMENT, 2010, 863 ss. Lo studio riguarda società quotate negli Stati Uniti. Gli Autori hanno volutamente scelto un solo paese per evitare che i dati potessero essere viziati da differenze nella legislazione.

³⁸⁸ Si tratta, più specificamente, di *earning shocks*, cioè di forti variazioni nel livello dei guadagni della società.

nell'altra eventualità;³⁸⁹ e il prezzo delle azioni quotate, al fine di verificare se il mercato adotti una diversa valutazione del titolo basata sull'identità della famiglia.

Gli esiti di entrambi i test hanno confermato che la natura del legame tra la famiglia d'origine e la società conta e che solo le famiglie fondatrici paiono avere un effetto positivo sul valore della società.³⁹⁰ L'attaccamento affettivo e un orizzonte di lungo termine, prodotto di una cultura familiare di *stewardship*,³⁹¹ contraddistinta dalla responsabilità di tramandare l'integrità del *business* alla generazione successiva, inducono all'assunzione di decisioni che sono più allineate (anche se mai perfettamente) rispetto agli interessi degli azionisti di minoranza.³⁹²

Se però si porta l'analisi a un ulteriore livello di dettaglio, distinguendo, all'interno della medesima *founding family*, tra la prima generazione (quella del fondatore) e le successive generazioni, gli studi in tema registrano un apprezzamento del prezzo delle azioni unicamente quando il controllo della società fa capo al fondatore.³⁹³ Ciò appare confermato anche nel caso in cui il controllo del fondatore sia ottenuto mediante un

³⁸⁹ Un primo test ha confrontato la sensibilità agli *shocks* di *founding family firms* e *non-family firms*, rilevando che le *founding family firms* sono meno sensibili sia agli *shocks* positivi (*i.e.* se la società genera profitti, questi vengono appropriati dai membri della famiglia) sia agli *shocks* negativi (*i.e.* se la società subisce delle perdite, la *founding family* è maggiormente incline a investire capitale per sostenere la società, rendendola così meno vulnerabile); un secondo test ha messo a confronto la sensibilità agli *shocks* di *non-founding family firms* e *non-family firms*, rilevando che le prime non sono meno sensibili agli *shocks* negativi ma sono meno sensibili agli *shocks* positivi. Ciò dimostrerebbe che le *non-founding family firms* sono più inclini a massimizzare il beneficio esclusivo della famiglia piuttosto che quello della società nel complesso. Cfr. B. Villalonga, R. Amit, *Family Control of Firms and Industries*, cit., 885.

³⁹⁰ B. Villalonga, R. Amit, *Family Control of Firms and Industries*, cit., 885 interpretano i risultati in questo modo: "From the point of view of public shareholders and debtholders in family firms, the identity of the family is therefore critical. When founders or their families are in control, family firms are a low-risk, low-return proposition...When the controlling family or individual is not related to the founder, however, family firms become more of a high-risk, low-return proposition. The potential upside for nonfamily investors remains limited, but there is no downside protection to offset it".

³⁹¹ B. Villalonga, R. Amit, *Koher Co.*, HBS Case No. 205-034, Boston, Harvard Business School Publishing, 2008, 5. R. C. Anderson, D. M. Reeb, *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*, 63 J. FIN., 2003, 1324.

³⁹² B. Villalonga, R. Amit, *Family Control of Firms and Industries*, cit., 865.

³⁹³ Con riferimento a società quotate negli Stati Uniti, B. Villalonga, R. Amit, *Family Control of Firms and Industries*, cit., p. 888 ("founding family ownership and family management by founder CEOs are positively associated to value, but family management by descendant CEOs has the opposite effect") e p. 899; con riferimento a società quotate in Svezia (dove le strutture *dual class* sono molto diffuse), M. Holmén, P. Högfeldt, *A Law and Finance Analysis of Initial Public Offerings*, cit., 327.

control-enhancing mechanism come le *dual class*: i benefici apportati da quest'ultimo sono evidentemente considerati superiori rispetto al costo insito in tale meccanismo di separazione tra la proprietà e il controllo.³⁹⁴

Quando la discendenza subentra nel controllo, invece, il mercato penalizza, o comunque non premia,³⁹⁵ la presenza della struttura *dual class*: lo stesso accorgimento che il fondatore ha originariamente creato per isolarsi dalle pressioni del mercato è cioè considerato *value-reducing* in presenza degli eredi.

Le ragioni di tale sconto sono essenzialmente due: in prima istanza, le *dual class* sono positivamente correlate con l'estrazione di benefici privati del controllo pecuniari da parte dei discendenti. Tuttavia, una legislazione attenta agli investitori di minoranza (o, in alternativa, un sistema di controllo sociale)³⁹⁶ ostacola tale appropriazione.

³⁹⁴ B. Villalonga, R. Amit, *How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?*, cit., 406. Gli Autori, come emerge dal titolo del loro contributo, distinguono tra le situazioni in cui il fondatore detiene il controllo della società e ne è l'amministratore delegato da quella in cui viene assunto un amministratore delegato dall'esterno, soggetto al *monitoring* del fondatore. Questo sull'assunto che le qualità che il fondatore ha dimostrato per costituire e sviluppare la società non comprendono necessariamente anche un'abilità di carattere gestionale. In ogni caso, i risultati non variano: tanto nel caso in cui il fondatore sia amministratore delegato (CEO) quanto in quello in cui egli rivesta il ruolo di Presidente del consiglio di amministrazione (*Chairman*) e l'amministratore delegato sia un *manager* professionista, il valore della società è superiore rispetto alla situazione in cui il controllo fa capo ai discendenti. Secondo Z. Goshen, A. Hamdani, *Concentrated Ownership Revisited: The Idiosyncratic Value of Corporate Control*, cit., 25: "If investors believe in the entrepreneur's unique professional abilities, vision, and responsiveness to non legal forces such as reputation, they might agree to buy shares in dual class structures...an entrepreneur's unique bargaining power or the strong demand for a specific firm (justified or not) can cause investors to agree on a dual class structure".

³⁹⁵ B. Villalonga, R. Amit, *How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?*, cit., 406 registrano un sostanziale calo del valore della società quando il controllo e la gestione di società, senza *control-enhancing mechanisms*, passano agli eredi (rispetto al campione di società non amministrate da famiglie). Essi registrano un calo anche nel caso in cui la società abbia un *control-enhancing mechanism*, ma tale decremento non è significativo. La spiegazione che essi danno è che i CEM non siano tanto sinonimo di effettiva espropriazione da parte degli eredi quanto di una resistenza della famiglia alla diluzione del controllo. Il punto verrà approfondito nel testo. Nella loro indagine empirica, R. C. Anderson, M. D. Reeb, *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*, cit., 1303 non rilevano invece differenze di *performance* quando l'amministratore delegato è un erede. In un'altra parte dell'analisi, gli Autori riconoscono però che il grado di separazione tra la proprietà e il controllo può incidere sulla *performance* aziendale ("when families have the greatest control of the firm, the potential for entrenchment and poor performance is the greatest").

³⁹⁶ La Svezia, ad esempio, è caratterizzata da un apparato di regole di *corporate governance* relativamente debole (e quindi favorevole ai soci di controllo) ma presenta un sistema sociale imperniato sulla trasparenza (veicolata dalla stampa. Gli Autori sottolineano l'alto grado di diffusione dei giornali quotidiani), sull'aderenza a norme extra-legali e sull'adempimento degli obblighi fiscali. Questi fattori

Pertanto, sotto questo profilo, lo sconto del mercato potrebbe apparire non pienamente giustificato. Piuttosto, è stato osservato,³⁹⁷ la sottovalutazione è più probabilmente provocata dalle aspettative di scarsa crescita aziendale dovuta a decisioni inefficienti degli eredi, che non sarebbero in grado di apportare il medesimo valore aggiunto del fondatore. Sarebbero pertanto i costi generati dall'assunzione di decisioni gestionali sbagliate³⁹⁸ la principale causa della depressione del prezzo delle azioni.

Le argomentazioni a supporto di questa interpretazione sono varie: la scelta del successore chiamato a guidare la società solitamente dipende da un meccanismo di selezione (ad es. per via di primogenitura) che esula dallo standard ordinario basato su merito, competenza e percorso formativo.³⁹⁹ Inoltre, il *modus operandi* dell'ipotetico erede è condizionato fin dall'origine da una posizione di privilegio all'interno della società, garantita dalla struttura proprietaria. La volontà di mantenere la rendita ereditata (*rent*) incide sull'efficienza del processo decisionale, inducendo a scelte che deviano dalla massimizzazione dello *shareholder value* complessivo. Queste scelte, a titolo esemplificativo, comprendono: l'abbandono di piani potenzialmente profittevoli perché richiederebbero una ricapitalizzazione tale da diluire il controllo;⁴⁰⁰ il finanziamento di progetti, idonei a generare benefici personali, con un eccessivo ricorso al debito;⁴⁰¹ una

prevedono, al pari e in alternativa alle regole giuridiche, l'appropriazione di benefici privati del controllo. Così M. Holmén, J. D. Knopf, *Minority Shareholder Protection and Private Benefits of Control*, cit., 167 ss.; M. Holmén, P. Högfeltdt, *A Law and Finance Analysis of Initial Public Offerings*, cit., 324 ss.

³⁹⁷ M. Holmén, P. Högfeltdt, *A Law and Finance Analysis of Initial Public Offerings*, cit., 354.

³⁹⁸ Per un'analisi dei costi di agenzia, si veda M. J. Roe, *Corporate Law's Limits*, cit., 233 ss.

³⁹⁹ Cfr. F. Pérez-Gonzales, *Inherited Control and Firm Performance*, 96 THE AMERICAN ECONOMIC REVIEW, 2006, 1559 ss. per un dettagliato studio sulle dinamiche e gli effetti dell'amministrazione delle società da parte dei discendenti.

⁴⁰⁰ M. Holmén, P. Högfeltdt, *A Law and Finance Analysis of Initial Public Offerings*, cit., 355.

⁴⁰¹ C. S. Gilson, B. Villalonga, *Adelphia Communication Corp.'s Bankruptcy*, HBS Case 208-071, Boston, Harvard Business School Publishing, 2010, descrivono le vicende familiari della famiglia Rigas, a capo di un gruppo operante nel settore dei *mass media*, che nel 2002 ha presentato "istanza di fallimento" (c.d. Chapter 11), risultando nella terza maggiore procedura concorsuale causata da frode (dopo Worldcom e Enron). Gli Autori forniscono una lista (cfr. Exhibit 9) di alcuni degli investimenti

politica di diversificazione incontrollata⁴⁰² o, al contrario, investimenti aggiuntivi e non necessari nel *core business* perché meglio conosciuto e considerato più sicuro;⁴⁰³ un atteggiamento di passività con riguardo alla disposizione di *assets* storicamente parte del patrimonio sociale ma non più redditizi; una generale resistenza al cambiamento.⁴⁰⁴

Alla luce di quanto sopra, si può in sintesi osservare che gli studi che analizzano gli effetti della proprietà e della gestione familiare di una società quotata non conducono a risultati omogenei. È tuttavia possibile tracciare una significativa distinzione tra la valutazione che viene data della società nella fase di costituzione e sviluppo, quando è ancora sotto il controllo del fondatore (*founder stage*), e nella fase di consolidamento e maturità, quando il controllo è trasmesso agli eredi.

Nel primo caso le eventuali deviazioni dalla massimizzazione del valore della società che possono essere causate dall'estrazione di benefici privati del controllo non pecuniari sono controbilanciate dal *surplus* che il fondatore apporta alla società; anzi, tali utilità possono generare dei ritorni positivi per la società e, in ultima analisi, per gli investitori di minoranza.

A uno stadio successivo, invece, il ritorno personale degli eredi non è compensato dalla creazione di valore, o perché questi si adoperano esclusivamente per appropriarsi dei benefici privati del controllo o perché esibiscono uno stile decisionale viziato e non possiedono la medesima abilità, *latu sensu*, del fondatore (o per entrambe le ragioni). In quest'ottica, una struttura azionaria *dual class* non assume più la funzione di incentivare il fondatore a accedere al mercato dei capitali e a esprimere in misura massima le

sostenuti utilizzando le risorse sociali, tra cui l'acquisto di una squadra di hockey, la costruzione di un campo di golf e la produzione di un film diretto da uno dei membri familiari.

⁴⁰² H. Cronqvist, P. Högfeldt, M. Nilsson, *Why Agency Costs Explain Diversification Discounts*, 29 REAL ESTATE ECONOMICS, 2001, 92-93.

⁴⁰³ R. J. Gilson, *Controlling Shareholder and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, cit., 1667.

⁴⁰⁴ M. Holmén, P. Högfeldt, *A Law and Finance Analysis of Initial Public Offerings*, cit., 355.

proprie potenzialità per il raggiungimento dell'oggetto sociale ma è considerata (dal mercato) come uno strumento di perpetuazione di una situazione di immeritato privilegio e irresponsabilità (*non accountability*).

Durante questa fase “discendente”, la divaricazione tra l'obiettivo di massimizzazione del profitto della società e quello di massimizzazione dell'utilità personale, che include ma non si esaurisce nel ritorno economico del *business* familiare,⁴⁰⁵ raggiunge il punto di massima tensione. La stabilità del controllo, propria di un *control-enhancing mechanism*, che rende la famiglia impermeabile al mercato per il controllo societario, e quindi insensibile agli effetti di tale divaricazione, può diventare una barriera all'adattamento e prevenire cambiamenti efficienti.

Per rendere l'analisi più concreta, a questo punto è utile verificare se le conclusioni della letteratura sopra citata sono coerenti con l'evoluzione che il controllo familiare ha avuto nei casi di studio descritti.

12.3. Gli effetti del controllo familiare nei casi di studio analizzati

Le storie del Wall Street Journal, del Washington Post e del New York Times rappresentano evoluzioni molto diverse del controllo familiare nel passaggio intergenerazionale, a conferma che una stessa struttura azionaria (*dual class*), da sola, non è indicativa di un esito univoco, positivo o negativo, in termini di massimizzazione del valore della società.

⁴⁰⁵ H. Demsetz, *The Structure of Ownership and the Theory of the Firm*, cit., 378 suddivide l'utilità complessiva ricavata dall'*owner-manager* in tre componenti: il compenso formalmente ricevuto come amministratore; i vantaggi derivanti dalla possibilità di fare prevalere le proprie preferenze personali nelle scelte della società (“*known amenities of office*”); il rendimento monetario della partecipazione azionaria di cui è titolare. Come evidenziato dall'Autore, il comportamento dell'*owner-manager* è volto alla sua complessiva “*utility maximization*” e non solamente ai *profits*.

Si può tuttavia convenire che le vicende descritte, pur nella loro specificità, fanno emergere delle linee di tendenza che consentono di formulare alcune osservazioni conclusive sul tema di studio.

Il primo aspetto su cui giova soffermarsi riguarda il tipo di *stewardship* esercitata dai Bancroft, i Graham e i Sulzberger. Come ormai noto, i Bancroft hanno tradizionalmente demandato la gestione di Dow Jones all'editore del Journal, limitandosi a una funzione di *monitoring*, che per anni si è risolta in una generalizzata accondiscendenza nei confronti delle decisioni strategiche e gestionali riguardanti la società editrice e in una politica di non interferenza nelle scelte editoriali del giornale. Nel corso del tempo questa linea, che è rimasta pressoché incontestata fino a quando il calo dei profitti non ha provocato le prime obiezioni di alcuni membri, ha cementato quei fattori che nel 2007 avrebbero agevolato la dismissione del Journal: l'assenza di unità familiare e una conoscenza superficiale del *corebusiness*.

La mancata coesione è dipesa, tra gli altri, dall'elevato numero di membri (circa 35) discendenti di tre distinte branche familiari, diversi per età e formazione e geograficamente distanti. Questa separazione si è tradotta, sul piano giuridico, nella creazione di una complessa rete di *trust*, depositari delle azioni di *Class B*, variamente collegati tra loro ma senza una matrice unitaria e, soprattutto, una disciplina uniforme che disponesse le modalità di assunzione e manifestazione delle decisioni riconducibili alla partecipazione della famiglia, complessivamente considerata. Come già rilevato, la mancanza di una previsione che regolasse l'ipotesi di un eventuale cambio del controllo, richiedendo, ad esempio, il raggiungimento di un *quorum* di consensi tra i familiari, ha in ultima analisi reso la stabilità garantita dalla struttura *dual class* vulnerabile rispetto alla tensione interna esistente tra gli stessi soci di controllo. Questo attrito è stato

certamente acuito dalla tempistica e dall'entità dell'offerta di acquisto ma già era emerso qualche tempo prima, senza essere mai stato sopito.

Per altro verso, il ridotto coinvolgimento dei membri nel *management* della società ha probabilmente alimentato un certo grado di distacco, anche affettivo, e non ha favorito una rinnovata riflessione sul senso della *stewardship* familiare per il Journal. Ciò si è rivelato tanto più grave in un periodo (i primi anni 2000) di cambiamento strutturale per l'intera industria dei giornali quotidiani, che stava passando da una conformazione quasi monopolistica a una più concorrenziale, dovuta all'abbattimento, con la diffusione di internet, delle barriere d'entrata che avevano storicamente caratterizzato il mercato.

Per lungo tempo, i profitti di Dow Jones non avevano fatto emergere i potenziali svantaggi di una politica di neutralità; quando tuttavia è subentrata una fase di crisi economica, prodotto di scelte strategiche criticate e aggravata dal calo generalizzato del settore, i Bancroft si sono ritrovati impreparati e esitanti nella loro controreazione, sostanzialmente incapaci di far fronte agli eventi. In una lettera aperta ai propri cugini, pubblicata sul Journal, uno dei membri della famiglia ha ammesso che: "*we are actually now paying for the price of our passivity of the past 25 years...So, we never really figured out to be owners when we needed to most*".⁴⁰⁶

Alla luce degli eventi descritti, volendo riprendere alcune considerazioni teoriche già discusse, si può osservare che l'*amenity potential* realizzato dai membri della famiglia, soprattutto dalle nuove generazioni, per le quali il Journal era essenzialmente una fonte di rendita,⁴⁰⁷ è andato nel corso del tempo erodendosi. La sostanziale disgregazione di questo beneficio privato del controllo è stata, non sorprendentemente,

⁴⁰⁶ C. Hill, *Paying the Price for Our Passivity*, THE WALL STREET JOURNAL, 27 luglio 2007.

⁴⁰⁷ Si rimanda al concetto di *rent* discusso nel paragrafo precedente.

seguita dalla vendita del giornale a un acquirente che, invece, attribuiva grande valore personale al possesso del Journal.⁴⁰⁸ In quest'ottica, il corrispettivo pagato per l'acquisizione può essere considerato, tra gli altri, un indice dell'elevato *amenity potential* di Rupert Murdoch. In altri termini, per riprendere la citazione sopra riportata, se i Bancroft hanno pagato il prezzo della loro passività (con l'affrettata dismissione della storica proprietà di famiglia), i Murdoch hanno pagato (in termini monetari) il beneficio insito nella possibilità di rivestire un ruolo di prim'ordine nella diffusione dell'informazione sotto il *brand* di uno dei più autorevoli quotidiani finanziari del mondo.

Se messa a confronto con quella dei Bancroft, la *stewardship* della famiglia Graham denota un coinvolgimento molto più attivo dei suoi membri nella gestione delle diversificate attività familiari. Prima della vendita del Post, Donald Graham era infatti l'amministratore delegato di Washington Post Company e sua nipote rivestiva il ruolo di editore. Occorre tuttavia rilevare che, nel corso degli anni, l'investimento nel Post aveva cominciato a perdere la propria importanza economica rispetto a partecipazioni più proficue in altri segmenti, specie il ramo dei servizi scolastici ed educativi, i quali avevano progressivamente alterato quello che, tempi addietro, era l'incontestabile *core business* del gruppo.⁴⁰⁹

⁴⁰⁸ Cfr. A. R. SORKIN, *Murdoch's Board Stands By as Scandal Widens*, THE NEW YORK TIMES, 18 luglio 2011.

⁴⁰⁹ A proposito dell'acquisizione di stazioni televisive, T. R. Einseman, *The U.S. Cable Television Industry: 1948-1995 Managerial Capitalism in Eclipse*, 74 BUSINESS HISTORY REVIEW, 2000, 33-34 riporta una conversazione avuta con Alan Spon, Presidente di Washington Post Company, nel gennaio del 1997: "This is a strictly financial decision, relative to our other choices. Like everyone else running a diversified media company, I am looking for wonderful opportunities to absorb a lot of capital. If we saw a great opportunity in the business, we'd unbalance our portfolio. But not if that meant starving the newspaper or Newsweek. Making cable a huge part of our portfolio would force your hand in other businesses. So, I guess there are natural limits to our growth in cable". Considerato che, nel dicembre 2012, l'edizione cartacea di Newsweek è stata eliminata a causa di forti perdite nei profitti, queste parole sono particolarmente indicative dell'evoluzione della società negli anni.

Un costante calo nei ricavi, senza la prospettiva di alcun sostanziale miglioramento in assenza di consistenti investimenti, ha indotto pertanto la stessa famiglia a rinunciare all'*amenity potential* derivante dalla conduzione del giornale – in un ambiente, come quello di Washington, politicamente molto sensibile – per lasciare spazio a un proprietario in grado di apportare capitale e, verosimilmente, una nuova, anche se ancora incerta,⁴¹⁰ formula imprenditoriale.

Per quanto differenti nella loro evoluzione, le storie del Journal e del Post si sono concluse allo stesso modo, e cioè con un trasferimento del controllo a un altro individuo. Questo esito appare confermare due intuizioni teoriche: la prima è che quando i benefici privati del controllo, pecuniari e/o non pecuniari, sono elevati, la struttura proprietaria tenderà *ab origine* a essere concentrata e a rimanere tale. Un assetto azionario diffuso, infatti, non consente l'appropriazione dei benefici private che potrebbero essere altrimenti realizzati e presenta pertanto un equilibrio precario. Siccome le azioni disperse nel mercato sono stimate a un valore inferiore rispetto alle azioni facenti parte del blocco di controllo, un potenziale acquirente potrebbe acquistare a un prezzo scontato una partecipazione sufficientemente consistente da ottenere il controllo e quindi ricavarne i relativi benefici personali.⁴¹¹

Questo ragionamento aiuta inoltre a spiegare perché, quando tali benefici sono elevati, il controllo non è mai trasferito in maniera frammentata ma sempre in blocco⁴¹² e perché, in presenza di una struttura *dual class*, le azioni di categoria

⁴¹⁰ J. Bezos, *Letter to the employees of the Washington Post*, THE WASHINGTON POST, 5 agosto 2013.

⁴¹¹ Si rimanda alla Parte I e, in particolare, allo scritto di L. A. Bebchuk, *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, cit.

⁴¹² Per un'analisi teorica, si veda A. Shleifer, R. W. Vishny, *Large Shareholders and Corporate Control*, cit., 477. Cfr. anche M. Holmén, P. Högfeldt, *A Law and Finance Analysis of Initial Public Offerings*, cit., 327.

“superiore” hanno un valore tanto più elevato quanto maggiore è il grado di separazione tra la percentuale di capitale detenuta e il potere che esse conferiscono.

La seconda intuizione è invece relativa alla variazione dei benefici privati non pecuniari nel corso del tempo. Siccome essi sono strettamente legati a un particolare azionista di controllo e l'identità di tale azionista muta con il passaggio delle generazioni, è plausibile aspettarsi un graduale cambiamento nell'importanza attribuita a tali benefici. In particolare, col passare degli anni, l'utilità (*wealth gain*), riflessa in un premio elevato, che si può conseguire rinunciando al controllo, e quindi adattandosi alle pressioni esterne del mercato, risulta superiore rispetto a quella derivata dalla realizzazione dei benefici non pecuniari. E tale processo di adattamento sarà tanto più veloce quanto più forte è il calo in *managerial skills* della discendenza⁴¹³ e la difficoltà di amministrare patrimoni complessi.

La “storia” del New York Times, fino ad ora, non ha condiviso il medesimo “finale” delle precedenti: Arthur Sulzberger jr. riveste attualmente il ruolo di presidente del consiglio di amministrazione della società e di editore del giornale, mentre la posizione di amministratore delegato è ricoperta da un professionista esterno.⁴¹⁴ Nonostante ripetuti momenti di tensione nelle relazioni con gli azionisti di minoranza (investitori istituzionali) la famiglia ha continuato a difendere la struttura azionaria della società in quanto “*designed specifically to protect the journalistic independence and integrity of The Times*”,⁴¹⁵ non mancando di evidenziare la propria stabilità rispetto ad altre realtà giornalistiche (di cui i due esempi precedenti sono particolarmente significativi).

⁴¹³ Cfr. R. J. Gilson, *Controlling Shareholder and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, cit., 1671 che cita lo studio di F. Caselli, N. Gennaioli, *Dynastic Management*, NBER Working Paper Series, 2003.

⁴¹⁴ Mark Thompson, ex direttore generale della BBC.

⁴¹⁵ The New York Times Company, Annual Report, 2006.

Il mutamento di strategia degli ultimi anni, che ha portato a dismettere gli altri investimenti detenuti nel settore dei *media*, concentrarsi sul consolidamento del prestigio giornalistico associato al marchio “New York Times”, ampliare e potenziare l’offerta digitale, dimostrano flessibilità nell’adattamento al mercato del prodotto, verosimilmente agevolata da un’esperienza familiare pluridecennale, che ha consentito una linea d’azione più risoluta e mirata.⁴¹⁶

I risultati economici della società presentano tuttavia un quadro ancora problematico, in cui gli investimenti nell’innovazione digitale non hanno finora generato entrate sufficienti a compensare il continuo declino negli introiti pubblicitari, che rendono le prospettive di crescita incerte.

In conclusione, i casi commentati non avallano pienamente le conclusioni della letteratura sopra citata in tema di controllo familiare, nel senso che il declino di produttività della società non si è verificato già dalla seconda generazione ma a uno stadio di molto successivo. Oltretutto, l’epoca attuale è particolarmente critica per l’intera industria dei giornali, per cui il calo di *performance* è certamente attribuibile, almeno in parte, a una crisi generalizzata del settore. È però vero che determinate condotte (ad es. acquisizioni strategiche sbagliate; compensi eccessivi; ampia diversificazione) che si sono riscontrate nelle vicende analizzate sono le stesse che la dottrina cita tra i fattori di progressivo declino delle società sotto il controllo familiare.

Sulla scorta delle considerazioni che precedono rimane da capire se il prezzo di mercato delle azioni delle società editrici sia in effetti un indicatore affidabile del *firm value*, comprensivo della qualità editoriale dei quotidiani. Se la risposta fosse positiva,

⁴¹⁶ R. C. Anderson, D. M. Reeb, *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*, cit., 1305 riconoscono che la detenzione prolungata del controllo favorisce una più approfondita conoscenza del *business* e una maggiore capacità di adattamento alle novità (“*Their lengthy tenure permits them to move further along the firm’s learning curve*”).

non sarebbe necessario un meccanismo come le *dual class* finalizzato a proteggere l'integrità giornalistica, essendo il mercato in grado di stimarla da sé. Se invece la risposta fosse negativa, troverebbero maggior spazio le tesi a sostegno del loro impiego nel settore in oggetto.

12.4. Il rapporto tra integrità editoriale del giornale e valore della società editrice

La massimizzazione del valore per tutti gli azionisti, come riflesso nel valore di mercato delle azioni, è considerata il principio che ispira l'amministrazione di una società quotata. L'idea che l'agire amministrativo si conformi all'interesse di tutti e dei soli soci, accumulati dalla prospettiva di realizzo monetario del proprio investimento, rende lo standard di condottadi chi gestisce la società, e il parametro della sua responsabilità, omogenei.⁴¹⁷

In altri termini, gli amministratori sono chiamati a perseguire l'interesse sociale, di cui il prezzo di mercato rappresenta la misura, per conto e a favore degli azionisti e non di altre *constituencies* che sono a vario titolo coinvolte nell'attività della società, come i creditori, i lavoratori, i fornitori etc.⁴¹⁸ Includere gli interessi di altri gruppi nel mandato degli amministratori porterebbe, infatti, a un processo decisionale complesso, lento e inefficiente, perché inteso a raggiungere un compromesso tra istanze di natura molto diversa.

Ciò comporterebbe, inoltre, la ridefinizione dei doveri fiduciari degli amministratori per tenere conto della loro responsabilità nei confronti di tutti i gruppi di interesse

⁴¹⁷ Così H. Hansmann, R. Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, cit., 439 ss.; H. Hansmann, *The Ownership of Enterprise*, cit.

⁴¹⁸ Con ciò non si vuol dire che tali gruppi non ricevano tutela. In primo luogo, secondo la teoria qui discussa (*shareholder-centered model*), siccome gli azionisti sono i *residual claimants* dei proventi della società, e cioè legittimati a ricevere il valore residuo dopo che i diritti degli altri agenti sono stati compensati, l'obiettivo di realizzazione del valore ultimo per i soci serve altresì quello di piena soddisfazione degli altri. In secondo luogo, la regolamentazione dei rapporti tra la società e altre collettività non è oggetto del diritto commerciale ma di altre discipline (giuslavoristica, civile etc.).

coinvolti. A livello pratico, tale regime sarebbe di difficile attuazione e si risolverebbe verosimilmente in un sistema di irresponsabilità degli amministratori, siccome una scelta in danno di una categoria potrebbe essere giustificata perché favorevole a un'altra.

Si comprende quindi che, rispetto a tale scenario, l'interesse di una sola *constituency*, quella dei soci, favorisca un criterio di azione e di giudizio omogenei. Come è stato messo in rilievo nella Parte I, l'impiego della valutazione del mercato per quantificare, in termini economici, il valore reale della società, nella sua dimensione d'impresa (*fundamental value*), si basa sulla teoria dei mercati finanziari efficienti, in grado cioè di fissare un prezzo del titolo che incorpori l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri della società sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili.⁴¹⁹

È stato tuttavia rilevato da alcuni che i mercati non sempre funzionano efficientemente e che il prezzo delle azioni quotate può non rispecchiare il reale valore della società ma essere l'effetto di una (sovra- o sotto-) stima viziata da asimmetrie informative, fattori di irrazionalità e aspettative eterogenee degli investitori.⁴²⁰

Ne deriva che una condotta volta alla massimizzazione del valore della società non è necessariamente riflessa nel prezzo delle azioni, perché la corretta formazione di quest'ultimo può essere compromessa da valutazioni erranee di parte degli investitori.

Assumendo quindi la sussistenza di un fallimento del mercato, saranno da considerarsi *good shareholders* coloro che operano una stima del titolo quotato che riflette con buona approssimazione il valore intrinseco della società, che comprende

⁴¹⁹ H. Hansmann, R. Kraakman, *Reflections on the End of History for Corporate Law*, in R. Abdul, T. Yoshikawa (a cura di), *Convergence of Corporate Governance: Promise and Prospects*, cit., 6.

⁴²⁰ Cfr. W. B. Bratton, M. L. Wachter, *The Case Against Shareholder Empowerment*, cit., 689 ss.; P. Bolton, J. Scheinkman, W. Xiong (2005), *Pay for Short-Term Performance: Executive Compensation in Speculative Markets*, cit., 725 ss.

l'evoluzione di lungo termine della stessa e non solo i profitti (o le perdite) immediatamente osservabili.⁴²¹

Questo ragionamento sta alla base di chi propone un trattamento differenziato tra investitori orientati al medio-lungo periodo e investitori avidi di guadagni a breve o brevissimo termine, il cui *trading behavior* metterebbe a rischio una crescita stabile e duratura della società, dipartendo dal *firm value*.

Si tenterà ora di applicare la medesima impostazione, che avalla l'esistenza di un conflitto tra soci basato su aspettative divergenti, con riferimento all'integrità editoriale. L'affermazione secondo cui il controllo familiare di una società editrice tramite una struttura *dual class* consente di mantenere aderenza a un approccio editoriale e quindi a un certo standard qualitativo nel corso del tempo presuppone che il mercato non sia in grado di riconoscere (o, in ogni caso, di stimare correttamente) l'integrità editoriale come un fattore coesistente al *firm value*. Assumendo che sia meritevole di essere preservato, risulta quindi coerente attribuire il potere di voto a quegli azionisti che ne apprezzano il valore.

In quest'ottica, pertanto, le *dual class* consentirebbero di dare superiore rilievo (cioè potere) ai *good shareholders*, nell'accezione sopra chiarita, che in questo settore paiono identificarsi con i gruppi familiari.

In sintesi, la giustificazione di tale condizione di privilegio sarebbe legata alla tutela del *core business*, perché l'integrità editoriale, base fondante della credibilità di un giornale, costituirebbe l'intrinseco valore della società editrice.

Questo *asset*, per la specificità delle sue caratteristiche, risulta essere difficilmente stimabile e apprezzabile dal mercato. Senza un diaframma tra la pressione del mercato e

⁴²¹ Così E. B. Rock, *Shareholder Eugenics in the Public Corporation*, cit., 855.

la conduzione dell'attività sociale, si profilerebbe il rischio di una gestione orientata alla massimizzazione del prezzo delle azioni, rappresentata da profitti immediati ma non, di per sé, frutto di un'informazione di qualità, con conseguente graduale erosione dell'integrità editoriale e in ultima analisi del valore della società.

Per contrastare tale rischio, una famiglia come azionista di controllo avrebbe un vantaggio competitivo rispetto ad altri: la durata e solidità del legame con l'impresa familiare, la volontà di mantenere la reputazione costruita negli anni⁴²², l'*amenity potential* favorirebbero una visione di lungo termine, costituendo incentivi a una gestione che supporti lo sviluppo, e non il ridimensionamento, dell'attività editoriale. Così argomentando, l'offerta di un prodotto informativo di qualità non sarebbe che la realizzazione dell'interesse sociale nel lungo periodo, che il mercato di borsa non sarebbe in grado di attualizzare.

A ciò si aggiunga che, qualora si consideri l'offerta di un giornalismo di carattere professionale come un'esternalità positiva, la struttura *dual class* sarebbe idonea a perseguire non solo il valore della società editrice ma andrebbe a vantaggio dell'intera società civile e, con specifico riferimento alla stampa economica, incrementerebbe la qualità dell'informazione (e, di riflesso l'efficienza informativa) dei mercati finanziari contribuendo alla formazione di un circolo virtuoso a beneficio di azionisti e cittadini.

Come nella discussione più generale sullo *short-termism*, la lettura appena esposta si basa sull'assunto che il mercato non sia in grado di stimare correttamente il *firm value* (in questo caso, per le peculiarità del settore editoriale) e che quindi sia necessario porre un diaframma tra la formazione del prezzo delle azioni e la sfera decisionale degli emittenti. Invero, come visto, tale presupposto è dibattuto. L'approfondimento che si è

⁴²² Sul ruolo della reputazione come *commitment* a non consumare benefici privati del controllo si veda: R. J. Gilson, A. Schwartz, *Corporate Control and Credible Commitment*, Yale Law and Economics Research Paper, 2015.

condotto sul controllo familiare consente tuttavia di formulare alcune osservazioni conclusive, a prescindere dal tema del corretto funzionamento del mercato azionario.

CONCLUSIONI

Le *dual class* sono un meccanismo di rafforzamento del controllo: consentono a coloro che detengono le azioni con diritto di voto superiore di esercitare un controllo di fatto o di diritto in misura non proporzionale alla quota di capitale sociale detenuta.

Che si tratti di *control-enhancing mechanisms* è comprovato dalla circostanza che tale struttura è presente quasi esclusivamente in società con un assetto proprietario concentrato: le azioni con diritto di voto superiore sono generalmente accentrate nelle mani di uno o di un gruppo limitato di azionisti, non infrequentemente membri di una stessa discendenza familiare. Tali azioni sono solitamente mantenute dai medesimi titolari per un arco di tempo pluriennale e, in caso di trasferimento, sono vendute in blocco, a fronte del pagamento di un premio.

Il controllo, infatti, ha un valore. E tale valore non potrebbe essere sfruttato né eventualmente monetizzato se le azioni a voto superiore fossero disperse tra una moltitudine di azionisti. Si spiega in tal modo la ragione per cui non si osservano strutture *dual class* in società con un assetto proprietario diffuso, pur in teoria concepibili, come visto in precedenza.

L'accentramento del potere di voto consente infatti l'accesso ai c.d. benefici privati del controllo, e cioè a utilità sia monetarie sia non monetizzabili che derivano dal e sono sottratte al valore complessivo della società, a esclusivo vantaggio del socio di controllo. Più esattamente, il *total firm value* è dato dalla somma del rendimento economico delle azioni, come riflesso nel prezzo di mercato, che viene attribuito a ciascun azionista in proporzione alla quota di capitale posseduta (*security benefits*), e dei benefici privati del controllo (*private benefits of control*), che sono invece goduti

solo dall'azionista principale in relazione alla sua posizione di controllo ma indipendentemente dalla percentuale di capitale detenuta.

Da questa equazione si può inferire che tanto più elevata è la quota parte di benefici privati del controllo potenzialmente estraibili, quanto maggiore sarà l'incentivo ad acquistare e/o mantenere il controllo, al fine di ricavarne un ritorno che ecceda il costo e il rischio economico sotteso alla percentuale di capitale posseduta. In quest'ottica, le *dual class* agevolano l'assunzione del controllo (e quindi l'accesso ai *private benefits*) perché richiedono la sopportazione di un onere economico inferiore rispetto a quello che sarebbe necessario se il controllo fosse ottenibile solo con il possesso della maggioranza del capitale.

Ne deriva che in teoria tale struttura può aggravare il rischio, in principio presente in ogni assetto proprietario concentrato, di distrazione di risorse sociali da parte dell'azionista di controllo. Vigente la regola un'azione, un voto, infatti, l'incentivo alla sottrazione di benefici privati del controllo da parte dell'azionista che possiede la maggioranza del capitale è temperato dalla prospettiva di un calo di valore delle azioni negoziate sul mercato, che subiscono lo sconto derivato dall'appropriazione dei benefici privati, non condivisi con gli altri azionisti. In altri termini, tanto più elevata è la quota di capitale sociale dell'azionista di controllo, quanto più questi risentirà delle conseguenze della sua appropriazione di *private benefits*, in termini di rendimento economico delle azioni (e cioè di *security benefits*).

Invece, se l'allocazione del potere di voto è non proporzionale al capitale rappresentato, l'effetto deterrente all'estrazione dei benefici privati, rappresentata dalla perdita di *cash flows* della partecipazione azionaria, è indebolito dalla riduzione della consistenza della partecipazione stessa in mano all'azionista di controllo.

In sintesi, l'entità della quota di capitale, e quindi il rischio economico sopportato, in rapporto al potere di voto esercitabile, determina la misura della convenienza all'estrazione dei benefici privati del controllo (*stealing*). In quest'ottica, la scissione tra voto e proprietà ottenuta attraverso le *dual class* tendenzialmente agevola una condotta opportunistica perché rende tale comportamento meno sensibile a un'eventuale penalizzazione da parte del mercato.

Tanto precisato, dall'equazione sopra riportata, a ben vedere, si può ricavare non solo che l'estrazione dei benefici privati del controllo possa comprimere *security benefits* ma anche che, ove i benefici privati siano consistenti, la massimizzazione del *total firm value* possa non essere sempre congruente con la massimizzazione dell'utilità dell'azionista di controllo.

Nella misura in cui il ritorno per l'azionista di controllo non sia derivato in via principale dai *security benefits*, ma dai benefici privati, la scelta, ad esempio, dei progetti da perseguire o dell'entità e destinazione degli investimenti sociali sarà distorta a favore di quelle opzioni che generano un maggior ritorno personale, a discapito della loro oggettiva profittabilità.

Il rischio che il valore complessivo della società sia pregiudicato, in questo caso, non deriva tanto dalla sottrazione di risorse sociali (*stealing*), quanto da scelte decisionali che non siano primariamente rivolte alla creazione di tale valore (*shirking*).

In quest'ottica si comprende come le *dual class* non aggravano solo i problemi connessi con la distrazione di risorse sociali a favore del socio di controllo, aumentando quindi il conflitto tra quest'ultimo e gli azionisti di minoranza sulla destinazione del valore della società. La sproporzione di potere rispetto al rischio economico, in una

società a proprietà concentrata, dà altresì origine al conflitto di *governance* tipico di emittenti ad azionariato genuinamente diffuso, e cioè quello tra *managers* e azionisti.

In questo tipo di società (assumendo per semplicità il modello paradigmatico di *public company*) non esiste un azionista di controllo che eserciti un efficace monitoraggio degli amministratori, esponendoli al rischio di essere sostituiti: al contrario, i *managers* detengono l'effettivo controllo della società, a discapito di una percentuale irrisoria di capitale che possono aver personalmente investito. In tale contesto, come visto, il problema centrale sta nell'attribuire agli amministratori i corretti incentivi affinché la loro azione sia rivolta alla massimizzazione del valore della società e quindi nel compensarli (o in ogni caso disciplinarli) in rapporto agli sforzi a tal fine profusi.

Seguendo la stessa logica, le *dual class* aumentano l'azzardo morale del socio di controllo (o comunque degli amministratori da questi nominati e revocati) nell'assunzione delle decisioni gestorie perché il costo delle stesse non viene internalizzato bensì è sopportato da chi detiene la maggioranza del capitale sociale, e cioè gli *outside shareholders*.

Le conseguenze negative dello *stealing* e dello *shirking* sono aggravate dall'effetto di *entrenchment* che un'allocazione di voti non proporzionale produce. La concentrazione del potere di voto attraverso *dual class* per via statutaria è stabile e potenzialmente perpetua e ciò rende una società difficilmente scalabile e appetibile da parte di un offerente esterno. L'assenza del rischio di un ricambio del controllo ostile consente agli *insiders* di non essere recettivi nei confronti di segnali negativi del mercato o, più realisticamente, gli assegna maggiore tempo e autonomia per eventualmente adattarsi alle pressioni esterne, senza la prospettiva di essere revocati.

D'altro canto, anche il trasferimento della partecipazione di controllo per via negoziata non è un'ipotesi probabile nelle società con *dual class*, specialmente quando il controllo è detenuto per ottenere il godimento dei benefici privati del controllo non pecuniari, che sono spesso legati a uno specifico azionista e che, pertanto, non possono essere monetizzati.

A tal proposito, nelle sezioni precedenti, si è fatto riferimento, tra gli altri, alla reputazione, beneficio che si consolida nel tempo e si può trasmettere di generazione in generazione: una buona reputazione può concretamente favorire i membri della famiglia ma non è un *asset* trasferibile, in quanto tale, a un soggetto terzo. Non è quindi irragionevole aspettarsi che in società dove la reputazione della famiglia d'origine sia forte, i trasferimenti del controllo non saranno particolarmente frequenti, anche per evitare la dispersione di tale valore.

Alla luce della rappresentazione che precede, che delinea un quadro di potenziale depauperamento del valore della società a detrimento di coloro che non detengono le *voting shares*, viene allora naturale chiedersi per quale ragione gli investitori di mercato possano essere interessati a investire in società con un assetto *dual class*. In altri termini, quali sono i vantaggi in grado di controbilanciare gli effetti negativi di tale struttura? Vantaggi che, evidentemente, non siano riconosciuti solamente agli azionisti di controllo ma altresì agli *outside shareholders*.

Per rispondere a tale domanda, ci si è focalizzati sul settore editoriale, stante la storica diffusione delle *dual class* nelle società editrici (*publishing companies*) dei principali quotidiani statunitensi a diffusione nazionale (e la conseguente disponibilità di una varietà di fonti informative che hanno consentito di ottenere un quadro dettagliato in un lasso temporale pluridecennale). In sostanza, le società editrici “often

*have family control [through a dual class]... and that control is thought by some to add value by credibly committing the firm to a particular editorial approach”.*⁴²³

L'integrità editoriale, al cuore dell'attività giornalistica, sarebbe quindi quel valore che le *dual class* sarebbero idonee a tutelare.

Come si è potuto constatare, non vi sono argomentazioni dirimenti che conducono con certezza a una conclusione univoca sull'effetto delle *dual class*. Si ritiene in ogni caso utile rilevare che la dimensione temporale è un fattore particolarmente importante per l'analisi di tale istituto: le *dual class* costituiscono una struttura azionaria tendenzialmente perpetua, in cui chi detiene le azioni di categoria “superiore” è in condizione non solo di mantenere il controllo con una limitata percentuale di capitale sociale, ma addirittura di rafforzarlo nel corso del tempo detenendo una partecipazione ancora più ridotta. Il caso dei Bancroft, a tal riguardo, è indicativo.⁴²⁴

La stabilità di tale controllo dimostra di avere un pregio specialmente nella fase di crescita e di espansione della società (che non necessariamente si esaurisce con la prima generazione): la struttura di *governance* attribuisce al socio di controllo gli incentivi per una gestione efficiente, mentre il mercato dei capitali fornisce le risorse per il consolidamento dell'attività. La reputazione delle tre famiglie qui studiate ha contribuito a rendere i rispettivi giornali tra i più prestigiosi d'America (e del mondo). Questo costituisce l'esempio di un beneficio privato del controllo che ha incrementato il valore della società, a conferma che tali utilità possono assumere anche una connotazione positiva.

⁴²³ W. T. Allen, R. Kraakman, G. Subramanian, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, cit., 186.

⁴²⁴ Si rammenta che nel 2005 la famiglia Bancroft, con una modifica dello statuto, ha ridotto la percentuale di capitale che era obbligata a detenere affinché le azioni di *Class B* non venissero automaticamente convertite in *Common Stock*.

In una fase successiva, tuttavia, la stabilità del controllo non pare generare quel valore aggiunto che l'ha in principio giustificata. In particolare, l'affermazione che l'interesse all'integrità editoriale, costituendo parte integrante del valore della società, sia meglio tutelato da una famiglia titolare delle azioni di categoria "superiore" non pare trovare piena conferma. La mancanza di *revenue* e un premio elevato hanno portato i Bancroft (Wall Street Journal) e i Graham (Washington Post) ad abdicare al proprio ruolo di *stewards* del giornale. Per superare la contraddizione di una vendita che in tanti consideravano come un'opportunistica rinuncia dell'originario *commitment* da parte della famiglia, i Bancroft hanno cercato di tutelare l'indipendenza giornalistica con un espediente, l'Accordo Editoriale, che giuridicamente non può spogliare il socio di controllo delle sue prerogative. In entrambi i casi, l'integrità editoriale è diventata un valore economico trasferibile, a dispetto di quelle considerazioni di unicità e insostituibilità legate al nome familiare che una struttura *dual class* sarebbe stata volta a garantire.

Le *dual class*, considerate la struttura ideale per mantenere l'integrità editoriale, non hanno impedito il trasferimento del controllo a nuovi acquirenti – la cui fedeltà all'originario approccio editoriale non era scontata né, in concreto, legittimamente esigibile – proprio in un periodo di crisi del settore, quando più che in altri momenti tale tutela sarebbe stata necessaria.

Il New York Times, in questo momento storico, rappresenta forse il miglior esempio di una mancata correlazione positiva tra la produzione di un giornalismo di qualità e i profitti che ne derivano. In questo caso, si potrebbe argomentare, se la famiglia non fosse al controllo della società, una struttura azionaria dispersa conformerebbe l'attività editoriale a una miope logica di profittabilità. Si consideri tuttavia che l'integrità

editoriale del Times potrebbe essere comunque erosa, anche se in maniera meno evidente, con i tagli al personale (già attuati), alle missioni, al giornalismo investigativo.

Si è portati a chiedersi, di conseguenza, quale sia (stata) la funzione di una struttura proprietaria come la *dual class* in un contesto di crisi: non quella di generare profitti, come una società quotata in borsa richiederebbe; ma nemmeno di garantire il mantenimento di una tradizione editoriale. Si è infatti visto come la presenza pluridecennale di una stessa famiglia al comando di un giornale se da un lato può apportare una visione di lungo termine idonea a tutelare il *core value*, dall'altro lato favorisce l'*entrenchment* dei soci di controllo, così rischiando di indebolire gli incentivi a una conduzione della società orientata alla massimizzazione del *firm value*, integrità editoriale inclusa.

Gli esempi qui descritti, a ben vedere, richiederebbero una controprova: il confronto con società editrici quotate che presentino una struttura azionaria diversa, o diffusa o concentrata, ma i cui soci di controllo siano fondi e investitori istituzionali. Il Financial Times, per esempio, prima di essere venduto a Nikkei, era posseduto da Pearson, genuina *public company*. Si lascia l'indagine a una futura ricerca.

BIBLIOGRAFIA

Bibliografia relativa alle *dual class*

- Adams, Renée, e Daniel Ferreira (2008), *One-Share, One-Vote: The Empirical Evidence*, REVIEW OF FINANCE 12, 51-91.
- Aghion, Philippe, John Van Reenen, e Luigi Zingales (2013), *Innovation and Institutional Ownership*, AMERICAN ECONOMIC REVIEW 103, 277-304.
- Allen, William T., Reinier Kraakman, e Guhan Subramanian (2012), *Commentaries and Cases on the Law of Business Organizations*, New York, Wolters Kluwers.
- Anabtawi, Iman, e Lynn Stout (2008), *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, STAN. L. REV. 60, 1255-1308.
- Anabtawi, Iman (2006), *Some Skepticism about Increasing Shareholder Power*, UCLA L. REV. 53, 561-599.
- Anderson, Ronald C., David M. Reeb (2003), *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*, J. FIN. 63, 1301-1318.
- Armour, John, Henry Hansmann, e Reinier Kraakman (2009), *Agency Problems and Legal Strategies*, in Reinier Kraakman *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, Oxford University Press, 35-53.
- Bainbridge, Stephen M. (2006), *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, HARV. L. REV. 119, 1735-1758.
- Bainbridge, Stephen M. (1991), *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4*, WASHINGTON U. L. Q. 69, 565-634.
- Barclay, Michael J., e Clifford G. Holderness (1989), *Private Benefits from Control of Public Corporations*, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 25, 371-395.

- Bauguess, Scott W., Myron B. Slovin, e Marie E. Sushka (2012), *Large Shareholder Diversification, Corporate Risk Taking and the Benefits of Changing to Differential Voting Rights*, JOURNAL OF BANKING AND FINANCE 36, 1244-1253.
- Bebchuk, Lucian A. (2013), *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, COL. L. REV. 113, 1637-1694.
- Bebchuk, Lucian A. (2006), *Let Shareholders Set the Rules*, HARV. L. REV. 119, 1784-1813.
- Bebchuk, Lucian A. (2005), *The Case for Increasing Shareholder Power*, HARV. L. REV. 118, 833-914.
- Bebchuk, Lucian A., e Luigi Zingales (2000), *Ownership Structures and the Decision to Go Public*, in Mork, Randall K. (a cura di), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press, 55-75.
- Bebchuk, Lucian A. (1994), *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, THE QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS 109, 957-993.
- Bebchuk, Lucian A., Reiner Kraakman, e George Triantis (1999), *Stock Pyramids, Share Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights*, NBER Working Paper.
- Bebchuk, Lucian A. (1999), *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, NBER Working Paper.
- Bebchuk, Lucian A., e Lars A. Stole (1993), *Do Short-Term Objectives Lead to Under or Overinvestment in Long-Term Projects?*, J. FIN. 48, 719-729.
- Bebchuk, Lucian A., e Marcel Kahn (1990), *A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests*, CAL. L. REV. 78, 1071-1034.

- Bergström, Clas e Kristian Rydqvist (1990), *Ownership of Equity in Dual-Class Firms*, JOURNAL OF BANKING AND FINANCE 14, 255-269.
- Berle, Adolf A., e Gardiner C. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*.
- Blair, Margaret M. (2003), *Shareholder Value, Corporate Governance, and Corporate Performance*, in Cornelius, Peter K., e Bruce Kogut (a cura di), *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*, Oxford, Oxford University Press, 3-82.
- Bolton, Patrick (2013), *L-Shares: Rewarding Long Term Investors*, ECGI Finance Working Paper.
- Bolton, Patrick, José Scheinkman, e Wei Xiong (2006), *Executive Compensation and Speculative Markets*, REVIEW OF ECONOMIC STUDIES 73, 577-610.
- Bolton, Patrick, José Scheinkman, e Wei Xiong (2005), *Pay for Short-Term Performance: Executive Compensation in Speculative Markets*, IOWA JOURNAL OF CORPORATION LAW 30, 721-747.
- Bratton, William W., e Michael L. Wachter (2010), *The Case Against Shareholder Empowerment*, U. PA. L. REV. 158, 653-728.
- Burkart, Mike, e Samuel Lee (2008), *One-Share, One-Vote: the Theory*, REVIEW OF FINANCE 12, 1-49.
- Burkart, Mike, Fausto Panunzi, e Andrei Shleifer (2003), *Family Firms*, J. FIN. 58, 2167-2201.
- Campello, Maurillo, e John R. Graham (2013), *Do Stock Prices Influence Corporate Decisions? Evidence from the Technology Bubble*, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 107, 89-110.

- Caselli, Francesco, e Nicola, Gennaioli (2003), *Dynastic Management*, NBER Working Paper Series.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph P.H. Fan, e Larry P.H. Lang (2002), *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholders*, J.FIN. 57, 2741-2771.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph P.H. Fan, e Larry P.H. Lang (2002), *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 58, 81-112.
- Coffee, John C. Jr. (2001), *Do Norms Matter? A Cross-country Analysis of Private Benefits of Control*, Columbia Law School Working Paper.
- Cronqvist, Henrik, e Mattias Nilsson (2002), *Agency Costs of Controlling Minority Shareholders*, JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS 38, 695-719.
- Cronqvist, Henrik, Peter Högfeltdt, e Mattias Nilsson (2001), *Why Agency Costs Explain Diversification Discounts*, REAL ESTATE ECONOMICS 29, 85-126.
- Daines, Robert, e Michael Klausner (2001), *Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPOs*, JOURNAL OF LAW, ECONOMICS AND ORGANIZATION 17, 83-120.
- Dallas, Lynne L. (2012), *Short-Termism, the Financial Crisis and Corporate Governance*, JOURNAL OF CORPORATION LAW 37, 265-364.
- Demsetz, Harold, e Belén Villalonga (2001), *Ownership Structure and Corporate Performance*, JOURNAL OF CORPORATE FINANCE 7, 209-233.
- Demsetz, Harold (1989), *The Amenity Potential of Newspapers and the Reporting of Presidential Campaigns*, in H. Demsetz, *Efficiency, Competition and Policy*, Londra, Blackweell, 246-262.

- Demsetz, Harold, e Lehn Kenneth (1985), *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 93, 1155-1177.
- Demsetz, Harold (1983), *The Structure of Ownership and the Theory of the Firm*, JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS 26, 375-390.
- Dent, George W. Jr. (1986), *Dual Class Capitalization: A Reply to Professor Seligman*, GEO. WASH. L. REV. 54, 725- 756.
- Dimitrov, Valentin, e Jain C. Prem (2006), *Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual Class: Growth and Long Run Stock Returns*, JOURNAL OF CORPORATE FINANCE 12, 342-366.
- Djankov, Simeon, Carelee McLiesh, Tatiana Nenova, e Andrei Shleifer (2003), *Who Owns the Media?*, JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS 46, 341-381.
- Dyck, Alexander, e Luigi Zingales (2004), *Private Benefits of Control: an International Comparison*, J. FIN. 59, 537-600.
- Easterbook, Frank H., e Daniel R. Fischel (1983), *Voting in Corporate Law*, JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS 26, 395-428.
- THE ECONOMIST, 18 febbraio 2010, *A different class: would giving long-term shareholders more clout to improve corporate governance?*
- Ehrhardt, Olaf, e Eric Nowak (2001), *Private Benefits and Minority Shareholders' Expropriation: Empirical Evidence from IPO's of German family owned firms*, CFS Working Paper.
- Einseemann, Thomas R. (2000), *The U.S. Cable Television Industry: 1948-1995 Managerial Capitalism in Eclipse*, BUSINESS HISTORY REVIEW 74, 1-40.
- Faccio, Mara, e Larry H.P. Lang (2002), *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 65, 365-395.

- Fama, Eugene F., e Michael C. Jensen (1983), *Separation of Ownership and Control*, J. L. AND ECON. 26, 301-325.
- Fama, Eugene F. (1970), *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, J. FIN.25, 383-417.
- FINANCIAL TIMES, 23 gennaio 2013, *Brussels aims to reward investor loyalty*, di Alex Barker.
- Fischel, Daniel R. (1987), *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, U. CHI. L. REV. 54, 119-152.
- Fox, Justin, e Jay W. Lorsch (2012), *What Good Are Shareholders?*, HARVARD BUS. REV., luglio-agosto 2012, 49-57.
- Gilson, Ronald J., e Alan Schwartz (2015), *Corporate Control and Credible Commitment*, Yale Law and Economics Research Paper.
- Gilson, Ronald J., e Reinier Kraakman (2014), *Market Efficiency After the Financial Crisis*, VA. L. REV. 100, 311-375.
- Gilson, Ronald J. (2006), *Controlling Shareholder and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, HARVARD LAW REVIEW 119, 1641-1679.
- Gilson, Ronald J., e Jeffrey N. Gordon (2003), *Controlling Controlling Shareholders*, U. PA. L. REV. 152, 785-843.
- Gilson, Ronald J., e Reinier Kraakman (1984), *The Mechanisms of Market Efficiency*, VA. L. REV. 70, 549-644.
- Gilson, Stuart C., e Villalonga, Belén (2010), *Adelphia Communication Corp.'s Bankruptcy*, HBS Case 208-071, Boston, Harvard Business School Publishing.

- Gompers, Paul A., Joy Ishii, e Andrew Metrick (2010), *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, REVIEW OF FINANCIAL STUDIES 23, 1051-1088.
- Gordon, Jeffrey N. (1988), *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, CAL. L. REV. 76, 1-79.
- Goshen, Zohar, e Assaf Hamdani (2013), *Concentrated Ownership Revisited: The Idiosyncratic Value of Corporate Control*, Columbia Law and Economics Working Paper.
- Grossman, Sanford J., e Oliver Hart (1988), *One-Share, One-Vote and the Market for Corporate Control*, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 20, 175-202.
- Hansmann, Henry, e Reinier Kraakman (2012), *Reflections on the End of History for Corporate Law*, in Rasheed, Abdul, e Toru Yoshikawa (a cura di), *Convergence of Corporate Governance: Promise and Prospects*, New York, Palgrave-MacMillan.
- Hansmann, Henry, e Reiner Kraakman (2001), *The End of History for Corporate Law*, GEORGETOWN LAW JOURNAL 89, 439-468.
- Hansmann, Henry (1996), *The Ownership of Enterprise*, Cambridge, Harvard University Press.
- Högfeldt, Peter (2004), *The History and Politics of Corporate Ownership in Sweden*, ECGI Working Paper.
- Holmén, Martin, e Peter Högfeldt (2004), *A Law and Finance Analysis of Initial Public Offerings*, JOURNAL OF FINANCIAL INTERMEDIATION 13, 324-358.

- Holmén, Martin, e John D. Knopf (2004), *Minority Shareholder Protection and Private Benefits of Control*, JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS 39, 167-191.
- Investor Responsibility Research Center Institute (IRRC), ottobre 2012, *Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A ten year performance and risk review*, Report.
- Jacobs Jack B. (2011), *"Patient Capital": Can Delaware Corporate Law Help Revive It?*, WASHINGTON AND LEE LAW REVIEW 68, 1645-1664.
- Jarrell, Gregg M., e Annette M. Poulsen (1988), *Dual-class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms*, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 20, 129-152.
- Jensen, Michael C. (1986), *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover*, AMERICAN ECONOMIC REVIEW 76, 323-329.
- Jensen, Michael C., e Richard S. Ruback (1983), *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 11, 5-50.
- Jensen, Michael C., e William H. Meckling (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 3, 305-360.
- Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, e Andrei Shleifer (2000), *Tunneling*, AMERICAN ECONOMIC REVIEW 90, 22-27.
- Katelozou, Dionysia (2013), *Myths and Realities of Hedge Fund Activism: Some Empirical Evidence*, VA. L. & BUS. REV. 7, 459-511.
- Kraakman, Reinier (1988), *Taking Discounts Seriously: The Implications of "Discounted" Share Prices as an Acquisition Motive*, COLUM. L. REV. 88, 891-941.

- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, e Andrei Shleifer (1999), *Corporate Ownership Around the World*, J. FIN. 54, 471-517.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, e Robert W. Vishny (1998), *Law and Finance*, JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 106, 1113-1155.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, e Robert W. Vishny (1997), *Legal Determinants of External Finance*, J. FIN. 1, 1131-1150.
- Lipton, Martin, 26 febbraio 2013, *Bite the Apple; Poison the Apple; Paralyze the Company; Wreck the Economy*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, [www.http://corpgov.law.harvard.edu/](http://corpgov.law.harvard.edu/).
- Lipton, Martin (1987), *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, U. PA. L. REV. 136, 1-72.
- Manne, Henry G. (1965), *Mergers and the Market for Corporate Control*, JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 73, 110-120.
- Manne, Henry G. (1964), *Some Theoretical Aspects of Share Voting: An Essay in Honor of Adolf A. Berle*, COLUM. L. REV. 64, 1427-1445.
- Masulis, Ronald W., Cong Wang, e Fei Xie (2009), *Agency Problems at Dual Class Companies*, J. FIN. 64, 1697-1727.
- MERCER, STIKEMAN ELLIOTT LLP, e THE GENERATION FOUNDATION (2013), *Building a Long-Term Shareholder Base: Assessing the Potential of Loyalty-Driven Securities*, Report.
- Milnor, John W., e Lloyd S. Shapley(1978), *Values of Large Games II: Oceanic Games*, 4 MATHEMATICS OF OPERATION RESEARCH, 290-307.
- Milton, Harris, e Arthur Raviv (1988), *Corporate Governance. Voting Rights and Majority Rules*, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 20, 2013-235.

- Moore, Marc T., e Edward Walker-Arnott (2014), *A Fresh Look at Stock Market Short-termism*, JOURNAL OF LAW AND SOCIETY 41, 416-445.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer e Robert Vishny (1988), *Managerial Ownership and Market Valuation*, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 20, 293-315.
- Nenova, Tatiana (2003), *The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis*, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 68, 325-351.
- Nenova, Tatiana (2001), *How to dominate a firm with valuable control? Dual class firms around the world: regulation, security-voting structure and ownership pattern*, SSRN Working Paper.
- Paces, Alessio M. (2009), *Control Matters: the Law and Economics of Private Benefits of Control*, ECGI Law Working Paper n. 131.
- Partch, Megan M. (1987), *The Creation of a Class of Limited Common Stock and Shareholder Wealth*, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 18, 313-339.
- Pérez-Gonzales, Francisco (2006), *Inherited Control and Firm Performance*, THE AMERICAN ECONOMIC REVIEW 96, 1559-1588.
- Rajan, Raghuram G. (2012), *Presidential Address: The Corporation in Finance*, J. FIN. 67, 1173-1217.
- Ratner, David L. (1970), *The Government of Business Corporations: Critical Reflections on the rule "One-Share, One-Vote"*, CORNELL L. REV. 56, 1-56.
- Rock, Edward B. (2012), *Shareholder Eugenics in the Public Corporation*, CORNELL L. REV. 97, 849-906.
- Roe, Mark J. (2013), *Corporate Short-Termism - In the Boardroom and in the Courtroom*, THE BUSINESS LAWYER 68, 977-1006.

- Roe, Mark J. (2005), *The Institutions of Corporate Governance*, in Menard, Claude, e Mary M. Shirley (a cura di), *Handbook of New Institutional Economics*, Dordrecht, Springer, 371-399.
- Roe, Mark J. (2002), *Corporate Law's Limits*, J. LEGAL STUD. 31, 233-271.
- Roe, Mark J. (1994), *Strong Managers, Weak Owners*, Princeton, Princeton University Press.
- Roll, Richard (1986), *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*, JOURNAL OF BUSINESS 59, 197-216.
- Rydqvist, Kristian (1996), *Takeover Bids and the Relative Price of Shares that Differ in their Voting Rights*, JOURNAL OF BANKING AND FINANCE 20, 1407-1425.
- Rydqvist, Kristian (1992), *Dual-class Shares: A Review*, OXFORD REVIEW OF ECONOMIC POLICY 8, 45-57.
- Scheinkman, José, e Wei Xiong (2003), *Overconfidence and Speculative Bubbles*, JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 111, 1183-1219.
- Seligman, Joel (1986), *Equal Protection in Shareholders' Voting Rights: The One-Share, One-Vote Controversy*, GEO. WASH. L. REV. 54, 687- 725.
- Shleifer, Andrei (2000), *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford, Oxford University Press.
- Shleifer, Andrei, e Robert W. Vishny (1997), *A Survey of Corporate Governance*, J. FIN. 52, 737-783.
- Smart, Scott B., Ramabhadran S. Thirumalai, e Chad J. Zutter (2008), *What's in a Vote? The Short and Long Run Impact of Dual Class Equity on IPO firm value*, JOURNAL OF ACCOUNTING AND ECONOMICS 45, 94-115.
- Smith, Adam, *The Wealth of Nations*, 1789, 5a edizione.

- Strine, Leo E. Jr. (2014), *Can we do better by ordinary investors? A pragmatic reaction to the duelling ideological mythologists of corporate law*, COL. LAW REVIEW 114, 449-502.
- Strine, Leo E. Jr. (2010), *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?*, THE BUSINESS LAWYER 66, 1-26.
- Strine, Leo E. Jr. (2006), *Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Solutions for Improving Corporate America*, HARV. L. REV. 119, 1759-1783.
- Villalonga, Belén, e Raphael Amit (2010), *Family Control of Firms and Industries*, FINANCIALMANAGEMENT 39, 863-904.
- Villalonga, Belén, e Raphael Amit (2009), *How are U.S. Family Firms Controlled?*, THE REVIEW OF FINANCIAL STUDIES 22, 3047-3091.
- Villalonga, Belén, e Raphael Amit (2008), *Koher Co.*, HBS Case No. 205-034, Boston, Harvard Business School Publishing.
- Villalonga, Belén, e Raphael Amit (2006), *How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?*, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 80, 385-417.
- Wahal, Sunil, e John J. McConnell (2000), *Do Institutional Investor Exacerbate Managerial Myopia?*, JOURNAL OF CORPORATE FINANCE 6, 307-329.
- Wong, Simon C.Y. (2003), *Rethinking "One Share, One Vote"*, Harvard Business Review blog network online.
- Zingales, Luigi (1995), *Insider Ownership and the Decision to Go Public*, REVIEW OF ECONOMIC STUDIES 62, 425-448.

- Zingales, Luigi (1994), *The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience*, THE REVIEW OF FINANCIAL STUDIES 7, 125-148.

Bibliografia relativa alle società *dual class* nel settore editoriale

- ALLIANCE FOR AUDITED MEDIA (2013), *Top 25 U.S. Newspapers for March 2013. Report*, reperibile al link: <http://auditedmedia.com/news/research-and-data/top-25-us-newspapers-for-march-2013/>.
- Bagdikian, Ben H. (2001), *The Media Monopoly*, Boston, Beacon Press.
- Baker, C. Edwin (2007), *Media Concentration and Democracy. Why Ownership Matters*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Baker, C. Edwin (2002), *Media, Markets, and Democracy*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Blankenburg, William B. (1982), *Newspaper Ownership and Control of Circulation to Increase Profits*, JOURNALISM QUARTERLY 59, 390-398.
- COMMISSION ON FREEDOM OF PRESS (1947), *A Free and Responsible Press: a General Report on Mass Communication: Newspaper, Radio, Motion Pictures, Magazines, and Books*, Chicago, University of Chicago Press.
- Compaine, Benjamin M. (2000), *The Newspaper Industry*, in Compaine, Benjamin M., e Douglas Gomery, *Who Owns the Media?*, Londra, Lawrence Erlbaum Associates, 1-60.
- Doyle, Gillian (2006), *Financial News Journalism. A Post-Enron Analysis of Approaches Towards Economic and Financial News Production in the UK*, JOURNALISM 7, 433-452.

- Ellis, Gavin (2014), *Trust Ownership and the Future of the News. Media Moguls and White Knights*, New York, Palgrave Macmillan.
- Ellison, Sarah (2010), *War at the Wall Street Journal*, Boston, Houghton Mifflin Harcourt.
- FORTUNE, 2 marzo 1998, *Attention, Dow Jones: Ms. Goth Wants Results Now! Her rebellion has spurred the company into action. Now it's showtime*, di Joseph Nocera e Maria Atanasov.
- FORTUNE, 3 febbraio 1997, *Disgruntled Heiress Leads Revolt at Dow Jones*, di Joseph Nocera, Ani Hadjian, e Maria Atanasov.
- Gans, Herbert J. (2004), *Deciding What's News. A Study of CBS Evening News, NBC Nightly News, Newsweek, and Time*, Evanston, Northwestern University Press.
- Hallin, Daniel C., e Paolo Mancini (2004), *Comparing Media Systems: Three Models of Media and Politics*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Harcup, Tony (2014), "News Values", in Harcup, Tony, *A Dictionary of Journalism*, Oxford, Oxford University Press.
- THE HUFFINGTON POST, 23 gennaio 2015, *Denied Once Already, Michael Bloomberg Reportedly Still Interested in Purchasing The New York Times*, di Jackson Connor.
- Jones, Geoffrey, e Hari Balkrishna (2012), *Rupert Murdoch: The Last Tycoon*, HBS Case No. 9-811-017, Boston, Harvard Business School Publishing.
- Jurkowitz, Mark, 23 aprile 2008, *How different is Murdoch's new Wall Street Journal?*, www.journalism.org.

- Kirchoff, Suzanne M. (2011), *The U.S. Newspaper Industry in Transition*, in Detrani, Jason R., *Journalism: Theory and Practice*, Oackville, Apple Academic Press, 270-293.
- Knee, Jonathan A., Bruce C. Greenwald, e Ava Seave (2009), *The Curse of the Mogul: What's Wrong with the World's Leading Media Companies*, New York,Portfolio.
- Kovach, Bill, e Tom Rosenstiel (2014), *The Elements of Journalism: What Newspeople Should Know and the Public Should Expect*, New York,Three Rivers Press.
- Kuzcan, Sam (1978), *Ownership of Newspapers Increasingly Becoming Public*, JOURNALISM & MASS COMMUNICATION QUARTERLY 55, 342-344.
- McClatchy, C.K. (1988), *How Newspapers Are Owned – And Does It Matter?*, NIEMAN REPORTS 42, 19-24.
- Meyer, Philip (2009), *The Vanishing Newspaper: Saving Journalism in the Information Age*, Columbia, University of Missouri Press.
- Neiva, Elizabeth M. (1996), *Chain Building: the Consolidation of the American Newspaper Industry*, THE BUSINESS HISTORY REVIEW 70, 1-42.
- NEWSPAPER ASSOCIATION OF AMERICA, *Daily Newspaper Readership Trend by Total Population (1998-2007)*, <http://www.naa.org/Trends-and-Numbers/Readership/Readership-Archives.aspx>.
- NEW YORK MAGAZINE, 23 gennaio 2015, *People are Talking About Michael Bloomberg Buying The New York Times, including Michael Bloomberg*, di Gabriel Sherman.

- THE NEW YORK TIMES, 19 febbraio 2015, *The Times Company Announces Board Nominees With Web Credentials*, di Ravi Somaiya.
- THE NEW YORK TIMES, 14 gennaio 2015, *Carlos Slim More Than Double His Stake in Times Company*, di Ravi Somaiya.
- THE NEW YORK TIMES, 14 dicembre 2014, *Layoffs Begin at The Times After Buyouts Come Up Short*, di Ravi Somaiya.
- THE NEW YORK TIMES, 3 agosto 2013, *New York Times Company Sells Boston Globe*, di Christine Haughney.
- THE NEW YORK TIMES, 18 luglio 2011, *Murdoch's Board Stands By as Scandals Widens*, di Andrew Ross Sorkin.
- THE NEW YORK TIMES, 30 aprile 2008, *Committee Criticizes Move at Journal*, di Richard Pérez Pena.
- THE NEW YORK TIMES, 22 aprile 2008, *Wall St. Journal Editor Expected to Resign*, di Richard Pérez Pena.
- THE NEW YORK TIMES, 12 dicembre 2007, *Remaking the Journal*, di Richard Pérez Pena.
- THE NEW YORK TIMES, 27 agosto 2007, *Mexico's Plutocracy Thrives on Robber-Baron Concessions*, di Eduardo Porter.
- THE NEW YORK TIMES, 26 giugno 2007, *Murdoch's Dealings in China: It's Business, and It's Personal*, di Joseph Kahn.
- THE NEW YORK TIMES, 24 aprile 2007, *A Difficult Annual Times Meeting for Sulzbergers*, di Thomas Landon Jr.
- THE NEW YORK TIMES, 4 novembre 2006, *Morgan Stanley Criticizes Stock Structure of Times Co.*, di Thomas Landon Jr.

- THE NEW YORK TIMES, 19 aprile 2006, *28% of the Votes are Withheld at Time Company Meeting*, di Katherine Q. Seelye.
- THE NEW YORK TIMES, 10 ottobre 2005, *At Newspapers, Some Clipping*, di Katherine Q. Seelye.
- THE NEW YORKER, 14 maggio 2014, *Why Jill Anderson Was Fired?*, di Ken Auletta.
- Nordberg, Donald (2007), *News and Corporate Governance: What Dow Jones and Reuters Teach us about Stewardship*, JOURNALISM 8, 718-735.
- Overholser, Geneva (1998), *State of the American Newspaper. Editor Inc.*, AMERICAN JOURNALISM REVIEW, <http://ajrarchive.org/Article.asp?id=3290>.
- Patterson, Thomas E. (2003), *The Search for a Standard: Markets and Media*, POLITICAL COMMUNICATION 20, 139-143.
- Potter, Deborah (2011), *Handbook of Independent Journalism*, in Detrani, Jason R., *Journalism: Theory and Practice*, Oackville.Apple Academic Press, 76-145.
- Revers, Matthias (2014), *The Twitterization of News Making: Transparency and Journalistic Professionalism*, JOURNAL OF COMMUNICATION 64, 806-826.
- Roberts, Chalmers M. (1977), *The Washington Post. The first 100 years*, Boston, Houghton Mifflin Company.
- Schejter, Amit A., e Roei Davidson (2008), “...and money is the answer for all things”: *The News Corp.-Dow Jones Merger and the Separation of Editorial and Business Practices*, INTERNATIONAL JOURNAL OF COMMUNICATION 2, 515-542.
- THE SEATTLE TIMES, 6 agosto 2013, *Don Graham explains The Post’s sale to Jeff Bezos*, di Ezra Klein.

- Singer, Jane B. (2006), *The Socially Responsible Existentialist: A Normative Emphasis for Journalists in a New Media Environment*, JOURNALISM STUDIES 7, 2-18.
- Sparrow, Bartholomew H. (2006), *A Research Agenda for an Institutional Media*, POLITICAL COMMUNICATION 23, 145-157.
- Stigler, George J. (1961), *The Economics of Information*, JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 69, 213-225.
- THE SUNDAY TIMES, 26 luglio 2015, *Pearson in talks to sell £400 million stake in The Economist*, di Dominic O'Connell.
- Tiftt, Susan E., e Alex S. Jones (1999), *The Trust: The Private and Powerful Family Behind The New York Times*, Boston, Little, Brown and Co.
- Underwood, Doug (1993), *When MBAs Rule the Newsroom*, New York, Columbia University Press.
- Ureneck, Lor (1999), *Newspapers Arrive at Economic Crossroads*, NIEMAN REPORTS. Special Issue, 3-19.
- Villalonga, Belén, e Christopher Hartman (2008), *The New York Times Co.*, HBS Case No. 207-113, Boston, Harvard Business School Publishing.
- THE WALL STREET JOURNAL, 22 aprile 2008, *Journal's Managing Editor to Leave Post*.
- THE WALL STREET JOURNAL, 1 febbraio 2008, *Investor puts pressure on New York Times - Nicely*, di Emily Steel.
- THE WALL STREET JOURNAL, 27 luglio 2007, *Bancroft Cousin's Letter: Paying the Price for Our Passivity*, di Crawford Hill.

- THE WASHINGTON POST, 1 ottobre 2013, *Washington Post closes sale to Amazon founder Jeff Bezos*, di Paul Farhi.
- THE WASHINGTON POST, 5 agosto 2013, *Letter to the employees of the Washington Post*, di Jeff Bezos.
- Zaller, John (2008), *A New Standard of News Quality: Burglar Alarms for the Monitorial Citizen*, POLITICAL COMMUNICATION 20, 109-130.