

## QUALE TUTELA PER GLI AZIONISTI E GLI OBBLIGAZIONISTI?

di Pierpaolo Marano  
06 novembre 2008

Tra le disposizioni contenute nel c.d. decreto Alitalia, una riguarda i <<piccoli azionisti ovvero obbligazionisti>> di Alitalia - Linee aeree s.p.a. Costoro sono ammessi ai benefici di cui all'art. 1, comma 343, della legge 23 dicembre 2005, n.266 secondo le condizioni e i modi determinati da un successivo decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri.

In concreto, queste persone potranno beneficiare delle somme del fondo costituito presso il Ministero dell'Economia e Finanze in occasione delle note crisi "finanziarie" di qualche anno fa, che Ã alimentato dall'importo dei conti correnti e dei rapporti bancari definiti come dormienti all'interno del sistema bancario e del comparto assicurativo e finanziario. Modi e tempi per il godimento di tale beneficio - come detto - ancora non si conoscono, ma la previsione consente giÃ qualche riflessione.

Una prima questione, squisitamente giuridica, attiene al parametro utilizzabile per discriminare tra gli azionisti e gli obbligazionisti. Non Ã agevole scorgere nel nostro ordinamento un qualche indice normativo al quale ricorrere per indicare chi Ã <<piccolo>> tra costoro; mentre Ã dalla risposta a questo interrogativo che discende l'individuazione di chi Ã ammesso, o escluso, dall'intervento del fondo.

E' difficile comprendere, altresÃ, la ragione di questa maggior tutela per alcuni investitori (i c.d. piccoli). Il fondo al quale attingere per soddisfarli, infatti, Ã stato costituito in origine per indennizzare i risparmiatori (senza distinzioni) che, investendo nel mercato finanziario, sono rimasti vittime di frodi finanziarie e che hanno sofferto un danno ingiusto non altrimenti risarcito. Non si scorge una frode finanziaria nel caso di Alitalia, salvo rilevare che i debiti di questa societÃ sono posti a carico della collettivitÃ e non dei suoi acquirenti. La crisi di Alitalia non ha alcun punto di contatto neppure con quella che ha condotto al default dei titoli obbligazionari della Repubblica argentina, i cui titolari sono l'altra categoria ammessa a beneficiare dell'intervento del fondo sin dalla sua istituzione. Il decreto infine, riguarda i titolari di capitale di rischio (azioni) e di credito (obbligazioni), ossia persone che hanno accettato di legare il loro investimento alle sorti di Alitalia la cui situazione patrimoniale e finanziaria, come le prospettive economiche e di mercato erano note quando costoro vi hanno investito. E' piuttosto singolare, allora, che si voglia aumentare la tutela di qualche migliaio d'investitori in assenza di turbative (ad es. frodi finanziarie) del mercato nel quale potevano disinvestire i loro titoli, quando si onerano milioni di cittadini dei costi "necessari" per risanare la societÃ nella quale i primi hanno investito.

L'assenza di una plausibile giustificazione a questo intervento di tutela, poi, rischia di creare attese per analoghi interventi del legislatore a beneficio di quei "piccoli" azionisti e obbligazionisti che hanno investito (almeno) in societÃ partecipate dallo Stato o che, come pure Alitalia, siano soggette ad amministrazione straordinaria. A rigore, il ricorso al fondo alimentato dai conti "dormienti" - peraltro non ancora operativo - non grava di oneri lo Stato. Non si conosce l'importo del fondo, ma Ã possibile supporre che l'aggiunta dei piccoli azionisti e obbligazionisti Alitalia agli altri soggetti in attesa di beneficiare delle sue risorse si risolva in una loro tutela per un importo "simbolico", salvo ricorrere ad altre fonti per il finanziamento del fondo. Le pressioni di questi mesi per un intervento dello Stato a pagare i conti dell'economia, allora, potrebbero condurre all'adozione di misure che scaricano sull'intera collettivitÃ il costo di una siffatta "garanzia". Non Ã escluso, quindi, che si ripeta in futuro lo scenario per cui il fallimento dell'azionista di controllo (lo Stato) nell'orientare la gestione della societÃ partecipata (nel caso: Alitalia) provoca un intervento del legislatore (lo Stato) che accorda una tutela particolare ad alcuni (i piccoli azionisti o obbligazionisti) ponendone i costi, direttamente o indirettamente, a carico della collettivitÃ dei cittadini (sempre lo Stato).

Un'altra riflessione, a questo punto, riguarda l'efficacia delle regole che dovrebbero tutelare gli investitori, siano essi piccoli azionisti o obbligazionisti. Alitalia era una societÃ quotata che ha fornito al mercato le comunicazioni previste per queste societÃ e quelle richieste in via straordinaria dall'autoritÃ di vigilanza. Si deve presumere, quindi, la piena e costante conoscibilitÃ del rischio associato all'investimento in quella societÃ da parte degli investitori. Ricorreva, cioÃ, la stessa situazione che il nostro ordinamento si premura di garantire rispetto a tutte le altre societÃ quotate tutelando ex ante le scelte d'investimento che allocano il risparmio tra gli strumenti finanziari emessi da queste societÃ. Accordare una tutela speciale a determinati investitori con interventi successivi alla crisi che ha colpito la societÃ in cui hanno investito, inevitabilmente, crea una disparitÃ nei confronti di chi ha investito in altre societÃ, magari subendo perdite analoghe ai primi. Soprattutto, questi interventi possono generare la convinzione - o creare l'aspettativa - che l'investimento in alcune societÃ operanti in settori d'interesse pubblico, se non con partecipazione pubblica, incorpora una sorta di assicurazione del capitale investito che prenderÃ forma e contenuto caso per caso, quando si manifesta la crisi della societÃ e la sua ammissione all'amministrazione straordinaria.

Volgendo alla conclusione, quello su Alitalia Ã solo l'ultimo di una serie d'interventi normativi che, da Parmalat in poi, hanno creato un pernicioso assetto a geometria variabile nella gestione delle crisi d'impresa, dove lo Stato Ã disponibile a concedere strumenti giuridici all'ultima societÃ assoggettata ad amministrazione straordinaria non consentiti a quelle che l'hanno preceduta; manifestando cosÃ sfiducia verso i precedenti modi di protezione degli investitori, anche se introdotti da poco tempo. La tutela di azionisti e obbligazionisti, in definitiva, potrebbe non dipendere (soltanto) da regole certe e conoscibili ex ante, valide per tutti, che guidano l'investitore nelle sue decisioni e contribuiscono ad assicurare l'integritÃ dei mercati regolamentati dove investe. Rischia invece di essere rimessa alla mutevole volontÃ del Principe di turno che seleziona alcuni a scapito di altri. Magari illudendoli, se le risorse destinate alla bisogna si rivelassero in seguito insufficienti. Questo, perÃ, Ã un effetto futuro, lontano nel tempo, la cui gestione puÃ ben lasciarsi al successore del Principe.