

Alma Mater Studiorum – Università di Bologna

DOTTORATO DI RICERCA IN

Istituzioni e mercati, Diritti e Tutele

Ciclo XXVI

Settore Concorsuale di afferenza: 12/B1

Settore Scientifico disciplinare: IUS/04

Deleghe di voto e acquisto del controllo nelle
società quotate

Presentata da: Francesca COLOMBO

Coordinatore Dottorato:
Prof. Giulio ILLUMINATI

Relatore:
Prof. Francesco VELLA

Esame finale anno 2014

INDICE

<i>Piano della ricerca</i>	5
----------------------------------	---

CAPITOLO PRIMO

DELEGA DI VOTO NELLE SOCIETÀ PER AZIONI E INTERESSI RILEVANTI NELL'ESERCIZIO DEL VOTO PER DELEGA

1.1 Il ruolo della delega di voto dalla l. 216/1974 al d. lgs 27/2011	11
1.2 L'interesse sotteso all'esercizio del voto. Il voto del delegato <i>per conto</i> del delegante	16
1.3 (<i>segue</i>) L'esercizio del voto da parte del delegato nell'interesse proprio. In particolare l'interesse sotteso al voto nella delega oggetto di sollecitazione.	18
1.4 Deleghe sollecitate, controllo di fatto e OPA obbligatoria: cenni sugli sviluppi dell'indagine.	21

CAPITOLO SECONDO

IL CONTROLLO

2.1 La nozione di controllo ai sensi dell'art. 2359 c.c.	25
2.1.1 La <i>disponibilità</i> del diritto di voto	27
2.1.2 Il dominio dell'assemblea di nomina e revoca dell'organo amministrativo	30
2.2 In particolare il c.d. controllo di fatto.....	32
2.2.1 La stabilità del controllo di fatto. Cenni e rinvio	36
2.3 La rilevanza dei voti esercitati <i>per conto terzi</i> ai fini della configurabilità del controllo.....	37
2.4 Le nozioni c.d. speciali di controllo ed il fondamentale rilievo attribuito alla disponibilità del diritto di voto in assemblea rispetto alla titolarità dell'azione.	40
2.4.1 (<i>segue</i>) In particolare la (abrogata) l. 149/1992	48
2.4.2 (<i>segue</i>) La nozione di controllo ai sensi del T.U.B.....	50
2.4.3 (<i>segue</i>) Il controllo ai sensi del T.U.F.	51
2.4.4 (<i>segue</i>) Definizioni di controllo offerte dalla normativa comunitaria.....	53

CAPITOLO TERZO

LA DISSOCIAZIONE TRA TITOLARITÀ DELLA PARTECIPAZIONE ED ESERCIZIO DEL DIRITTO DI VOTO

3.1 Analisi delle ipotesi nelle quali si configura una dissociazione tra titolarità della partecipazione ed esercizio del diritto di voto ad essa relativo, diverse dalla delega di voto.....	57
---	----

3.1.1 Pegno e usufrutto	59
3.1.2 Ulteriori ipotesi di dissociazione: in particolare vendita a termine di azioni e riporto	69
3.1.3 (<i>segue</i>) Il prestito titoli e contratti derivati	73
3.2 Controllo in caso di dissociazione tra titolarità della partecipazione ed esercizio del diritto di voto.	84

CAPITOLO QUARTO

CONTROLLO E VOTO PER DELEGA

4.1 La rilevanza del voto espresso per delega ai fini della configurabilità del controllo	91
4.1.1 (<i>segue</i>) Esercizio del voto da parte del delegato nell'interesse proprio <i>contra ius</i>	94
4.2 La stabilità del controllo	95
4.2.1 Il livello di certezza richiesto nell'accertamento del requisito della stabilità....	100
4.2.2 La stabilità del controllo nella sollecitazione di deleghe di voto	105

CAPITOLO QUINTO

SOLLECITAZIONE DI DELEGHE DI VOTO E OPA: UNA POSSIBILE ULTERIORE LINEA DI RICERCA

5.1 Sollecitazione di deleghe di voto e obbligo di OPA: la rilevanza del controllo nella disciplina OPA.....	109
5.1.1 (<i>segue</i>) La sollecitazione di deleghe di voto come azione di concerto rilevante ai fini della disciplina OPA?	116
5.2 Il ruolo essenziale rivestito dalla disponibilità del diritto di voto nella disciplina OPA	121
5.2.1 (<i>segue</i>) Il ruolo delle ipotesi di dissociazione tra titolarità della partecipazione ed esercizio del diritto di voto ai fini del sorgere di un obbligo di offerta pubblica di acquisto	123
5.3 Le <i>rationes</i> dell'obbligo di OPA: equa distribuzione del premio di controllo tra tutti i soci ovvero tutela del diritto di <i>exit</i> delle minoranze al verificarsi di un cambio del controllo?	133
5.4 Il requisito della stabilità nella disciplina dell'offerta pubblica di acquisto.....	140
5.5 I requisiti oggettivi dell'obbligo di OPA. In particolare la nozione di <i>acquisti</i>	143
5.5.1 (<i>segue</i>) L' <i>acquisto</i> come acquisto della disponibilità del diritto di voto.....	146
5.6 Un ulteriore requisito di difficile identificazione nella fattispecie in esame: la determinazione del prezzo di offerta in mancanza di un precedente acquisto a titolo oneroso.....	147
5.7 Una prima conclusione in un'ottica <i>de iure condendo</i>	153
5.7.1 Sollecitazione delle deleghe e responsabilità da mancato lancio dell' OPA	153

5.7.2 (<i>segue</i>) Ulteriori strumenti di tutela alternativa	158
5.8 Il rilievo dell'art. 2497 ^{quater} c.c. nella fattispecie in esame.	158
<i>Conclusioni</i>	167
<i>Indice degli Autori</i>	171

Il d. lgs. 27 gennaio 2010 n. 27, nel recepire la Direttiva SHR, ha colto l'occasione per innovare da una parte, come espressamente richiesto a livello comunitario, la disciplina della rappresentanza assembleare, dall'altra la sollecitazione di deleghe di voto, un istituto già esistente nel nostro ordinamento, benchè fino a tale momento scarsamente utilizzato nella pratica.

Le recenti modifiche normative mirano dunque, non solo ad incentivare il ricorso allo strumento della delega non sollecitata, in una prospettiva volta ad incrementare la partecipazione assembleare dei piccoli azionisti dispersi, così da vincerne la tradizionale apatia razionale, ma anche a rendere maggiormente fruibile un istituto conosciuto dal nostro ordinamento fin dall'emanazione del t.u.f. che non pareva, tuttavia, incontrare il favore degli operatori.

A fronte di tali innovazioni nel presente lavoro ci si propone anzitutto di analizzare l'attuale ruolo della delega di voto – sollecitata e non – per poi verificare quale, in definitiva, possa considerarsi l'interesse concretamente sotteso ad un voto così esercitato.

In tale prospettiva assume un ruolo centrale proprio la sollecitazione di deleghe di voto oggi destinata, si potrebbe dire espressamente, (secondo l'opinione prevalente) a consentire al promotore, anche esterno alla società, il perseguimento di interessi propri mediante l'esercizio in sede assembleare di voti di titolarità altrui.

Le considerazioni riguardo all'interesse concretamente sotteso al voto esercitato per delega portano poi a valutare se voti così esercitati non debbano venire in considerazione eventualmente anche ai fini dell'art. 2359 c.c., ovvero della nozione di controllo, posto che la norma esclude espressamente da quelli rilevanti solo i voti esercitati "per conto terzi", tra i quali non sembrerebbero potersi sempre ricomprendere quelli esercitati per mezzo di un delegato, ancor più ove promotore di una sollecitazione di deleghe.

Analizzato quindi il ruolo che, ai fini della nozione di controllo, possono assumere tutte quelle ipotesi ove si realizzi in concreto una dissociazione tra titolarità della partecipazione azionaria e legittimazione all'esercizio, (anche) per conto proprio, del voto ad essa relativo, ci si deve necessariamente confrontare con la principale critica ad un controllo per tali vie raggiunto, ovvero quello della apparente mancanza di stabilità.

Da ultimo, la constatazione che la sollecitazione di deleghe di voto può divenire strumento per l'acquisizione del controllo di fatto induce a verificare se sia violato l'obbligo di lanciare l'OPA quando essa venga omessa in presenza di un

superamento della soglia del 30% dei diritti di voto su nomina e revoca del cda/cds non a seguito di acquisti di azioni, bensì di una sollecitazione di deleghe di voto.

In proposito viene individuata una potenziale ulteriore linea di ricerca.

In un'ottica *de iure condendo*, si auspica un'eventuale modifica legislativa volta a tutelare, anche in ipotesi di superamento della soglia del 30% a seguito di sollecitazione di deleghe di voto (con prospettiva di stabilità in una valutazione *ex ante*) l'aspettativa giuridicamente tutelata derivante dalla dismissione del proprio investimento ove ne mutino le condizioni a seguito della minore esposizione della società al mercato del controllo.

De iure condito ci si interroga sulla sussistenza, in presenza di un superamento della soglia a seguito di sollecitazione (si ribadisce, con una prospettiva di stabilità in una prospettiva *ex ante*), dei requisiti per una diretta applicazione della disciplina dell'OPA obbligatoria o, in mancanza, di una tutela tramite *exit* (o risarcitoria) per i soci che vedano mutare le condizioni di rischio del proprio investimento a seguito della ridotta esposizione della società al mercato del controllo.

CAPITOLO PRIMO

DELEGA DI VOTO NELLE SOCIETÀ PER AZIONI E INTERESSI RILEVANTI NELL'ESERCIZIO DEL VOTO PER DELEGA

SOMMARIO: 1.1 Il ruolo della delega di voto dalla l. 216/1974 al d. lgs 27/2011; 1.2 L'interesse sotteso all'esercizio del voto. Il voto del delegato *per conto* del delegante; 1.3 (*segue*) L'esercizio del voto da parte del delegato nell'interesse proprio. In particolare l'interesse sotteso al voto nella delega oggetto di sollecitazione; 1.4 Deleghe sollecitate, controllo di fatto e OPA obbligatoria: cenni sugli sviluppi dell'indagine.

1.1 Il ruolo della delega di voto dalla l. 216/1974 al d. lgs. 27/2011

L'istituto della delega di voto, ovvero la possibilità di esprimere il voto tramite un rappresentante appositamente designato, costituisce nelle società quotate il principale, benchè non unico, strumento offerto dall'ordinamento ai soci per esercitare il proprio diritto di voto pur non presenziando l'assemblea.

Come si avrà modo di approfondire, pertanto, il ricorso a tale strumento rappresenta una delle principali modalità idonee a realizzare quella dissociazione tra titolarità della partecipazione sociale ed esercizio del voto ad essa inerente, al centro dell'analisi che ci si propone di condurre in questo lavoro.

La disciplina dell'istituto in esame si rinviene, per le società per azioni, essenzialmente nell'art. 2372 c.c. integrato dal disposto degli artt. 135^{novies} e ss. del T.U.F., recentemente modificati dal d.lgs. 27 gennaio 2011 n. 27, emanato in recepimento della direttiva 27/36/CE, c.d. *Shareholders Rights Directive*.

¹ Per una approfondita analisi sull'istituto della delega di voto si vedano, tra gli altri, GATTI, *La rappresentanza del socio in assemblea*, Milano, 1974; PRESTI, *La nuova disciplina delle deleghe di voto*, in *Banca impresa e società*, 1999, I, 35 e ss.; JAEGER, *Le deleghe di voto*, in *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 79 e ss.; ID, *La nuova disciplina della rappresentanza azionaria*, in *Giur. Comm.*, 1974, I, 554 e ss.; LENER, *Legittimazione all'intervento in assemblea, record date ed esercizio del diritto di voto dopo la SHRD. Appunti introduttivi*, in *Scritti in onore di Foschini*, Padova, Cedam, 2011, 329; LENER – TUCCI, *Commento all'art. 142*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Milano, 1998; S. ROSSI, *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 1997; SACCHI, *Sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto*, in AA. VV. *La riforma delle società quotate*, Milano, Giuffrè, 1998, 383 e ss.; ID, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della direttiva azionisti*, in *Giur. Comm.*, 2012, I, 31 ss.; SENA, *Il voto nell'assemblea della società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1961, 305 e ss.

L'esercizio del voto da parte di un soggetto diverso dal socio in forza di procura necessariamente comporta una dissociazione tra il titolare della partecipazione sociale e il soggetto legittimato ad esercitare il voto in assemblea.

Dato l'oggetto di questo lavoro (deleghe di voto come strumento per l'acquisizione del controllo) non ci si sofferma sulla disciplina specifica dell'istituto della delega di voto e ci si occupa solo di quei profili della stessa che permettono di valutare quale sia in concreto l'interesse protetto nell'esercizio del voto per delega.

Diversamente da quanto avviene in altre ipotesi di dissociazione tra titolarità della partecipazione e voto - quali, tra le altre, usufrutto o pegno su azioni - si deve sottolineare anzitutto la circostanza che il delegato non vota *iure proprio*, ma, appunto, *iure delegato*. Questo ha indotto a ritenere che, in linea di massima, e salvo quanto si chiarirà più avanti nel testo, voterà seguendo le istruzioni - e comunque gli interessi - del soggetto delegante, non godendo, dunque, di quell'autonomia di giudizio e discrezionalità che si vedrà caratterizzare - pur con i limiti del caso - l'esercizio del voto in differenti ipotesi di dissociazione.

Quest'ultima considerazione tuttavia vale ove si consideri l'istituto della rappresentanza assembleare con riferimento al fine per il quale, probabilmente, esso è nato ed è stato, almeno originariamente, disciplinato, ovvero consentire a chi non possa, o non voglia, fisicamente partecipare all'assemblea uno strumento per far sentire la propria voce in tale sede.

La concezione sopra ricordata ha portato infatti la dottrina² prima, e il legislatore poi, a prevedere tutta una serie di limiti e divieti all'utilizzo dello strumento, volti ad evitare che potesse essere impiegato per perseguire finalità diverse da quelle per le quali era stato originariamente congegnato, in modo da evitarne facili abusi.

Ci si riferisce alle modifiche legislative intervenute a partire dalla l. 216/1974, che hanno condotto all'introduzione di divieti soggettivi ed oggettivi al conferimento della rappresentanza azionaria³.

² Con riferimento alla dottrina che si è interessata al tema della rappresentanza azionaria pre l. 216/1974 si vedano tra gli altri ASCARELLI, *Rappresentanza assembleare dell'azionista da parte della stessa società o di una banca*, in *BBTC*, 1956, II, 243 ss.; ID, *Comproprietà delle azioni e artt. 2372 e 2373 cod. civ.*, in *Foro. it.*, 1949, I, 516 e ss.; COTTINO, *La rappresentanza in assemblea e le limitazioni convenzionali dell'esercizio del voto*, in *BBTC*, 1958, I, 188 ss.; ID, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Milano, 1958, 143 ss.; BUTTARO, *In tema di rappresentanza degli azionisti da parte di banche*, in *BBTC*, 1967, I, 477 ss.; TRIMARCHI, *Invalità delle deliberazioni di assemblea di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1958, 121 ss.; BUONOCORE, *Identificazione dei partecipanti, deleghe in bianco e rappresentanza dei soci da parte di banche nelle assemblee delle società per azioni*, in *Giur. merito*, 1970, I, 191 ss.; SENA, *Il voto nell'assemblea*, cit., 309; MESSINEO, *L'esercizio del diritto di voto afferente ad azioni altrui*, in *Riv. soc.*, 1956, 205 e ss.

³ Una prima significativa modifica alla disciplina delle deleghe di voto era stata infatti introdotta con tale legge nell'ambito di quella che all'epoca veniva chiamata "mini riforma" del diritto delle s.p.a. Si trattava di una risposta alla prassi dell'epoca del conferimento della rappresentanza azionaria alle banche, quale elemento accessorio del contratto di deposito in

amministrazione presso le stesse dei titoli azionari. Tale prassi permetteva agli istituti bancari di realizzare in concreto forme di incetta di deleghe delle società quotate in borsa. Per far fronte a tale prassi la l. 216/1974 interveniva sul punto, mossa dal presupposto di fondo dell'apatia razionale del piccolo azionista, disinteressato a partecipare alla vita della società in virtù di una propria valutazione di costi/benefici. Il socio titolare di voti di per sé non determinanti, infatti, secondo tale concezione, dovendo sostenere per l'esercizio del voto costi fissi – acquisizione ed elaborazione delle informazioni necessarie per assumere decisioni – cioè indipendenti dall'entità della partecipazione, ed ottenendo dalla partecipazione attiva benefici dei quali potrebbe fruire anche restando inerte - affidandosi all'attività di controllo esercitata da altri azionisti - resta razionalmente inerte. Perché l'azionista razionale assuma i costi connessi ad una partecipazione attiva in società, infatti, è necessario che essi siano inferiori ai benefici che possa trarre dal voto. La scelta operata dalla legge 216/1974, pertanto, era stata quella di "sacrificare i diritti partecipativi del piccolo azionista" (sono parole di PERNA, *La nuova disciplina del voto per delega ed il governo societario delle imprese italiane (parte prima)*, in *Società*, 1999, 270). Con riferimento alla disciplina della delega di voto, dunque, la nuova normativa introduceva incisive limitazioni. Le scelte effettuate dalla suddetta legge venivano tuttavia aspramente criticate dalla dottrina (JAEGER, *La nuova disciplina della rappresentanza azionaria*, in *Giur. comm.*, 1974, 556 e s.) anzitutto in quanto tali da rendere lo strumento della rappresentanza pressochè inutilizzabile e inoltre per la facile elusione degli strumenti predisposti. In definitiva per la dottrina (JAEGER, *La nuova*, cit., 557) la disciplina introdotta sarebbe stata favorevole solo ai gruppi di comando, posto che la difficile fruibilità della delega proteggeva i soci di maggioranza relativa, mentre la facile possibilità di eludere i divieti agevolava chi aveva le risorse per farlo, in sostanza i medesimi gruppi di controllo. Sul punto si veda anche PRESTI, *La nuova disciplina delle deleghe di voto*, in *Banca, impresa, società*, 1991, I, 36. Con l'introduzione del T.U.F. l'istituto viene quindi nuovamente riformato - benchè con riferimento alle sole società con azioni quotate soggette a tale normativa - con l'introduzione delle ipotesi di sollecitazione e raccolta di deleghe di voto, in forza delle quali la rappresentanza viene consentita anche in deroga agli stretti divieti di cui al 2372 c.c. Tale norma, pertanto, con tutti i divieti da essa previsti, continuava a regolare l'istituto, anche per le società quotate, ma solo nei casi non riconducibili a sollecitazione o raccolta. Con il d. lgs. n. 6 del 17 gennaio 2003, nell'ambito della riforma delle società, viene in parte innovata anche la disciplina codicistica della rappresentanza (sul punto BIANCA, *Luci e ombre nella nuova disciplina della rappresentanza assembleare*, in *Riv. soc.*, 2004, 1197 ss.). Infine una profonda modifica alla rappresentanza assembleare è stata recentemente apportata, come già anticipato, dal recepimento nel nostro ordinamento della direttiva *Shareholders rights*, 27/36/CE (sulla SHRD ed il suo recepimento nel nostro ordinamento si vedano tra gli altri FURGIUELE, *La disciplina dell'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate alla luce dell'art. 7 della direttiva 36/2007/CE*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2008, 989 ss.; SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione*, cit., 31 ss.; GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *RDS*, 2011, 2 ss.; BUSANI, *Più partecipazione all'assemblea delle società*, in *Società*, 2010, 401 e ss.; DE LUCA, *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti*, in *BBTC.*, 2010, I, 254 ss.; ID, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta" di azioni*, in *RDS*, 2010, 1, 312 ss.; VENTORUZZO, *Approvata la direttiva sui diritti degli azionisti: record date e deleghe di voto*, in *Riv. soc.*, 2007, 1181 ss.; CALVOSA, *L'intervento e il voto in assemblea dopo l'attuazione della Direttiva sull'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, in *RDS*, 2011, 348 ss.).

Il d.lgs. 27 gennaio 2010 n° 27 – che ha recepito la normativa comunitaria - ha in primo luogo modificato l'art. 2372 c.c., prevedendo l'inapplicabilità alle società con azioni quotate in mercati regolamentati: 1) del divieto di conferire la rappresentanza a membri dell'organo amministrativo o di controllo o a dipendenti della società o delle sue controllate; 2) dei limiti previsti dal comma sesto del 2372 quanto al numero dei soci che possono essere rappresentati in assemblea da una sola persona. Anche con riferimento al T.U.F. sono state apportate numerose modifiche (sulle quali si veda *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, *Commentario* a cura di GUERRIERI, in *NLCC*, 3, 2011, 485 e ss.). In primo luogo si è introdotta un'intera nuova sezione rubricata "Deleghe di voto" (artt. 135-novies e ss.), all'interno della quale risulta oggi regolato l'istituto della rappresentanza assembleare nelle società quotate e si prevede: una disciplina specifica della delega di voto (art. 135-novies); la possibilità di conferire deleghe di voto anche a soggetti in conflitto di interessi, purchè il rappresentante comunichi per iscritto al socio le circostanze da cui deriva il conflitto e vi siano specifiche istruzioni di voto per ciascuna delibera, con precisa indicazione di determinati casi in cui il conflitto "sussiste in ogni caso" (art. 135decies); la nuova figura del "rappresentante designato dalla società con azioni quotate", un soggetto che, salvo diversa disposizione dello statuto, le

E' opportuno tuttavia evidenziare come tale concezione e finalità primaria della rappresentanza sia stata recentemente messa in dubbio (al di là di alcune espressioni contenute nei Considerando della direttiva SHR) dal legislatore comunitario, il quale pare aver visto nell'istituto in esame uno strumento per la realizzazione di fini ulteriori rispetto a quelli, potremmo dire, storicamente propri dello stesso.

Come sottolineato in dottrina⁴ già all'indomani dell'introduzione del d.lgs. 27/2010, infatti, se davvero il legislatore comunitario, coerentemente con quanto dichiarato nei Considerando della Direttiva, avesse voluto esclusivamente fornire agli azionisti uno strumento per incrementare la partecipazione alle assemblee di società quotate, avrebbe potuto scommettere maggiormente su altri istituti, piuttosto che sulla delega di voto, ovvero su metodi di partecipazione a distanza che le moderne tecnologie hanno, negli ultimi anni, reso da una parte più affidabili quanto a certezza dei dati trasmessi, dall'altra più diffusi tra gli utenti cui sono destinati.

Ci si riferisce, in sostanza, alla possibilità di esercitare il voto per corrispondenza, alla teleconferenza e altri strumenti di partecipazione all'assemblea con mezzi elettronici, attraverso i quali il voto, benché da parte di soggetto fisicamente non presente nel luogo ove si svolge l'adunanza, viene tuttavia espresso direttamente da quest'ultimo, senza il necessario tramite di un terzo – quale il delegato.

società nominano e identificano nell'avviso di convocazione dell'assemblea affinché i soci possano conferirgli delega di voto con relative istruzioni su tutte o alcune le materie all'ordine del giorno (art. 135- *undecies*) (a riguardo si veda BUSANI, *Il rappresentante designato per il conferimento delle deleghe di voto*, in *Società*, 2011, 307 e ss.; sul forte rischio di mancanza di neutralità di tale soggetto in quanto scelto dalla società si vedano GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea*, cit., 10 e SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione*, cit., 53 s.). Infine fondamentali modifiche – che assumono rilevanza ai fini di questo lavoro - sono state introdotte dal d.lgs. citato in relazione all'istituto della sollecitazione di deleghe, artt. 136 e ss., sulle quali rimando più avanti nel testo.

⁴ SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione*, cit., 63, il quale sottolinea come la delega di voto abbia oggi perso quel ruolo di unico strumento idoneo a consentire una partecipazione a distanza all'assemblea dal momento che “*il processo tecnologico rende fruibile e funzionale anche la partecipazione all'assemblea con mezzi elettronici*”. Anzi, aggiunge l'Autore, tali strumenti consentono di evitare “*il filtro di soggetti terzi che richiedono le deleghe e votino in assemblea*”, così prevenendo, soprattutto “*il rischio di abusi dovuto ad eventuali conflitti di interessi di cui questi soggetti sono portatori*”. Di conseguenza, qualora l'obiettivo primario della nuova normativa fosse davvero quello di consentire la partecipazione in assemblea senza intervenire fisicamente, sarebbe facilmente raggiunto imponendo alle società quotate di consentire la partecipazione in assemblea con mezzi elettronici, piuttosto che abbandonando una “*rigorosa disciplina [delle deleghe di voto] diretta a fronteggiare adeguatamente i rischi di uso abusivo del voto per delega*”.

⁵ Cfr. Considerando n. 10, il quale testualmente recita “*Il buon governo societario richiede procedure agevoli ed efficienti per l'esercizio del voto per delega. Le limitazioni e i vincoli esistenti che rendono il voto per delega difficile ed oneroso dovrebbero pertanto essere eliminati. [...]*”.

⁶ Per una generale analisi sulle finalità della SHRD si veda GUERRIERI, *Il recepimento della direttiva Shareholders' rights: il legislatore scommette ancora sulla voce degli azionisti (di società quotate)*, in *NLCC*, 3, 2011, 485 e ss.

⁷ La Direttiva sottolinea l'importanza di tali strumenti già al Considerando n. 9 ove prevede che “*Le società non dovrebbero incontrare ostacoli nell'offrire ai propri azionisti mezzi di*

Sicuramente, se l'obiettivo unico, o principale, del legislatore comunitario fosse stato davvero esclusivamente quello di incrementare la partecipazione in assemblea dei piccoli azionisti dispersi, vincendone l'apatia, non avrebbe forse scommesso così fortemente sulla rappresentanza azionaria.

A ben vedere, infatti, pur dichiarando espressamente nei Considerando che *"il buon governo societario richiede anche opportune salvaguardie contro eventuali abusi del voto per delega"*, il legislatore comunitario ha poi eliminato tutta una serie di vincoli propri dell'istituto di cui si tratta, precedentemente introdotti proprio al fine di consentire che, in concreto, la rappresentanza configurasse uno strumento di partecipazione informata dei soci impossibilitati ad essere fisicamente presenti alle adunanze; limiti per lo più volti a garantire il rispetto ed il perseguimento dell'interesse di questi ultimi al momento dell'esercizio del voto da parte del delegato⁸.

Come già brevemente ricordato, infatti, limiti e condizioni poste dalla precedente normativa erano volti proprio ad evitare un uso distorto dello strumento, ovvero la c.d. incetta di deleghe di piccoli azionisti - i quali venivano generalmente considerati soggetti disinteressati a prendere parte attivamente alla vita sociale ed attenti, per lo più, al solo aspetto finanziario della partecipazione, la protezione dei quali doveva dunque fondarsi essenzialmente su strumenti di eterotutela.

In sostanza, dunque, sembrerebbe potersi affermare che le recenti modifiche normative dell'istituto in commento, se da una parte hanno reso più fruibile lo strumento della delega di voto, eliminando alcune delle limitazioni previste dalla previgente normativa⁹, dall'altra tuttavia non sembrano avere contemporaneamente introdotto adeguate tutele idonee a garantire un corretto utilizzo dello strumento e volte essenzialmente ad assicurare la coincidenza tra contenuto del voto espresso dal

partecipazione elettronica all'assemblea. L'esercizio del voto, per corrispondenza o con mezzi elettronici, senza intervenire fisicamente all'assemblea, non dovrebbe essere soggetto a restrizioni diverse da quelle necessarie per la verifica dell'identità e per la sicurezza delle comunicazioni". Ciò nonostante, si noti, la normativa comunitaria non prevede poi alcun obbligo in capo agli Stati membri volto ad imporre alle società di consentire l'utilizzo di tali strumenti, né il decreto di attuazione provvede a riguardo.

⁸ Cfr. sul punto SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione*, cit., 64 e s. il quale espressamente afferma che, se davvero la scelta operata a livello comunitario, come sembrerebbe dalla lettura di (alcuni) dei Considerando, fosse stata quella di ritenere possibile *"una scommessa forte sulla democrazia azionaria"*, allora si sarebbe dovuta valorizzare la partecipazione con mezzi elettronici, piuttosto che la rappresentanza azionaria. Se invece tale democrazia è stata ritenuta dalla Direttiva, e dal decreto di attuazione, un mero mito - come pare all'Autore, e a chi scrive - allora *"ogni tentativo di favorire la partecipazione all'assemblea senza intervento fisico [...] è sterile"*. In definitiva l'Autore conclude che, in ogni caso, *"non risulta giustificata una scelta volta a privilegiare ad ogni costo l'agevolazione della sollecitazione delle deleghe, consentendo al gruppo di controllo e ai suoi competitors [...] di rafforzarsi acquisendo un potere di voto proporzionato al loro rischio economico (nonché alla loro proprietà giuridica) sfruttando la disinformazione e il disinteresse dei deleganti"*, esprimendo così chiaramente il rischio della nuova normativa.

⁹ Si veda, con riferimento alle disposizioni comunitarie a riguardo, l'art. 10 della direttiva, rubricato *"Voto per delega"*.

delegato e istruzioni impartite dal delegante, ovvero anche solo una minima conformità con l'interesse di quest'ultimo¹⁰.

Le ragioni di tale scelta operata dal legislatore comunitario possono identificarsi, forse, nella volontà non solo – e non primariamente – di incrementare la partecipazione in società dei piccoli azionisti dispersi, per vincere la c.d. apatia razionale degli stessi, ma piuttosto incentivare la partecipazione attiva delle minoranze organizzate, ovvero degli Investitori Istituzionali, ai quali pare infatti essere stato attribuito un ruolo centrale nella dialettica societaria e, in particolare, nella *governance*. La tutela delle minoranze organizzate e, soprattutto, il controllo sul *management*, sembra infatti essere il ruolo fondamentale che a livello comunitario si è scelto di attribuire a tali soggetti¹¹.

Questa scelta di fondo, effettuata dal legislatore, ha necessariamente avuto ricadute sulla disciplina di tutti gli istituti coinvolti con - e necessari all' - esercizio di tale attività (di partecipazione e monitoraggio) da parte degli Investitori Istituzionali, tra i quali un posto fondamentale assume proprio la rappresentanza azionaria (deleghe di voto e disciplina della sollecitazione delle stesse).

1.2 L'interesse sotteso all'esercizio del voto. Il voto del delegato *per conto* del delegante

¹⁰ A riguardo si veda ancora il Considerando n. 10 della Direttiva “[...] il rappresentante dovrebbe essere tenuto a osservare le istruzioni eventualmente ricevute dall'azionista e gli Stati membri dovrebbero avere la possibilità di introdurre misure appropriate per garantire che il rappresentante non persegua interessi diversi da quelli dell'azionista [...] La presente direttiva lascia tuttavia impregiudicate le disposizioni o le sanzioni che gli stati membri possono applicare a tali persone, quando i voti sono stati espressi facendo un uso fraudolento delle deleghe raccolte. Inoltre la presente direttiva non impone alle società alcun obbligo di verificare che i rappresentanti esprimano il voto conformemente alle istruzioni di voto impartite dall'azionista che essi rappresentano” Si chiarisce dunque espressamente che la normativa comunitaria non impone agli Stati alcun obbligo di verificare la conformità tra istruzioni ricevute e voto esercitato. Il decreto di attuazione, cogliendo tale opportunità, nulla ha previsto a riguardo. Sul punto cfr. altresì SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione*, cit., 59 e ss., il quale tuttavia precisa che, considerando la difformità tra voto espresso in assemblea dal rappresentante ed istruzioni a quest'ultimo impartite, quale vizio del procedimento assembleare, quest'ultimo rileverà sul piano dell'invalidità della deliberazione assunta, configurando per l'Autore, precisamente, una causa di annullabilità. La delega di voto, infatti, prosegue Sacchi, “non costituisce semplicemente espressione del generale principio per il quale l'autonomia privata può manifestarsi con atti compiuti per il tramite di rappresentante, ma è retta da una normativa volta a proteggere interessi, che non si esauriscono in quelli del delegante e del delegato, bensì attengono ad esigenze di diritto societario”.

¹¹ Sul ruolo degli Investitori Istituzionali nella *governance* societaria cfr., tra gli altri, VELLA, “Attivismo” degli investitori istituzionali e riforma del diritto societario, in *Banca impresa e società*, 1998, 3, 363 e ss.; BIANCHI – CORRADI – ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la corporate governance delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori dei fondi comuni*, in *Banca impresa e società*, 2002, 3, 397 e ss.; IRACE, *Il ruolo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate*, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, Giuffrè, 2001, 2 - 19 e 110 - 192; JAEGER – MARCHETTI, *Corporate governance*, in *Giur. Comm.*, I, 1997, 628 e ss.; PERNA, *Public company e democrazia societaria*, Bologna, 1998; PRESTI, *La nuova disciplina*, cit., 36 e s. Sul ruolo attribuito dalla SHRD agli investitori istituzionali si veda GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea*, cit., 5; GUERRIERI, *Il recepimento*, cit., 485 e ss.

Dopo questo breve *excursus* e pur con le dovute precisazioni di cui sopra, bisogna tuttavia ammettere che la delega di voto (in quanto tale e salvo quanto si dirà in seguito sulla sollecitazione delle deleghe) – fermo restando il possibile utilizzo distorto della stessa – mantiene ancora oggi, in ogni caso, la sua originale funzione, ovvero quella di strumento finalizzato a garantire al socio la possibilità di far sentire la propria voce, anche se non presente in assemblea.

La *ratio* sottesa all'istituto dunque pare già chiarire che, se così è intesa la delega, l'esercizio del voto *iure delegato*, esercitato dal rappresentante in assemblea, sarà, almeno sul piano del dover essere, vincolato alle istruzioni di voto ricevute dal socio e, in ogni caso, dovrà conformarsi a quello che si presume essere l'interesse del delegante.

Volendo ora ricondurre quanto appena affermato all'oggetto di questo lavoro, ovvero al rapporto tra deleghe di voto e controllo, parrebbe allora che un soggetto delegato, pur provvisto di deleghe di voto con riferimento alla maggioranza assoluta dei voti in assemblea, non possa mai ritenersi disporre di un'influenza dominante necessaria a qualificare il controllo, volendosi considerare certo il presupposto di partenza secondo il quale, in ogni caso, il rappresentante altro non è che un soggetto legittimato ad esercitare il voto *per conto* del delegante.

Ove si considerasse il delegato un soggetto sempre tenuto ad orientare il voto espresso secondo le istruzioni ricevute, parrebbe che quest'ultimo, seppur eventualmente provvisto di deleghe di voto con riferimento alla maggioranza assoluta dei voti esercitabili in assemblea, non possa mai assumere la qualifica di controllante, in quanto mai in grado di disporre liberamente del voto e dunque di avere quella influenza dominante necessaria per qualificare il controllo.

Come si avrà modo di precisare più avanti nel testo, infatti, deve considerarsi controllante – almeno con riferimento alla nozione di controllo fornita dall'art. 2359 c.c. - colui che disponga della maggioranza dei voti in assemblea, ovvero possa esercitarvi, in ogni caso, un'influenza dominante, senza tuttavia che a tali fini possano computarsi i voti esercitati per conto terzi, ovvero nell'interesse altrui.

Se, dunque, si vuole considerare il voto per delega esercitato *per definizione* nell'interesse del delegante, ecco che in capo al delegato non potranno configurarsi voti rilevanti ai fini del controllo in quanto esercitabili nell'interesse proprio.

La conclusione appena raggiunta ha ragion d'essere purchè si voglia considerare certo il presupposto di partenza, secondo il quale, in ogni caso, il rappresentante altro non è che un soggetto legittimato ad esercitare il voto *per conto* del delegante.

Ritengo tuttavia opportune alcune precisazioni a riguardo.

In primo luogo mi pare debba ritenersi ammissibile l'eventualità che il delegante conceda al delegato autonomia di scelta al momento dell'esercizio del voto, ovvero che il delegato, consapevolmente, disattenda le istruzioni ricevute dal delegante.

In tale ultima ipotesi, tenendo presente, da un lato, la tesi (diffusa, anche se non pacifica²²) che la violazione delle istruzioni del delegante rileva solo sul piano risarcitorio, dall'altro la svalutazione della repressione degli abusi nel voto per delega, risultante dalla direttiva Shr, è in fatto lasciata la possibilità al delegato di esercitare nel proprio interesse voti di titolarità altrui.

Per ricondurre le conclusioni appena raggiunte alla tesi che si mira a dimostrare con questo lavoro, sembrerebbe allora doversi anticipare, ma sul punto si tornerà in seguito, che la rilevanza o non del voto esercitato per delega, anche eventualmente ai fini della configurabilità del controllo, dipenderà in definitiva dall'effettivo interesse ad esso sotteso. Se, infatti, il delegato sarà in grado, in concreto, di esercitare il voto nell'interesse proprio, allora difficilmente i voti così espressi potranno, come si avrà modo di approfondire più avanti nel testo, rientrare nell'esenzione prevista per quelli *esercitati per conto terzi*.

1.3 (*segue*) L'esercizio del voto da parte del delegato nell'interesse proprio. In particolare l'interesse sotteso al voto nella delega oggetto di sollecitazione.

Data la rilevanza che senza dubbio assume, allora, l'interesse sotteso al voto esercitato in assemblea, ove sia espresso da soggetto diverso dal titolare, pare opportuno individuare in quali occasioni effettivamente il delegato si trovi a poter votare nell'interesse proprio.

Vengono a tal fine in rilievo, semplificando estremamente l'analisi, essenzialmente due ipotesi: l'una riconducibile all'eventualità in cui colui che riceve la delega disattenda le istruzioni ricevute; l'altra al caso in cui la delega stessa venga direttamente conferita – per le più diverse ragioni - nell'interesse, non del socio delegante, ma appunto del soggetto delegato.

Benchè la prima ipotesi presenti un carattere di patologia, se l'analisi che si conduce in questo lavoro mira a valutare la rilevanza in fatto del voto esercitato per delega ai fini dell'assunzione del controllo, non si può non riconoscere che la lettera

²² La tesi della tutela risarcitoria è sostenuta, tra gli altri da GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea*, cit., 10 e s.; SFAMENI, *Commento all'art. 143*, in Marchetti – Bianchi, *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, D. Lgs 24 febbraio 1998 n. 58, Commentario, Milano, Giuffrè, 1999, 1491 e s.; GATTI, *La rappresentanza*, cit., 131 e ss.; Con riferimento alla configurabilità, in tali casi, di vizi di natura procedimentale idonei a comportare annullabilità delle delibere assunte si vedano, tra gli altri SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione*, cit., 59 e ss., ove ulteriori riferimenti e ID, *L'intervento e il voto nell'assemblea di s.p.a. – Profili procedimentali*, in *Trattato Colombo – Portale*, Utet, 434 e ss.; ABRIANI, *L'assemblea*, in Abriani e altri, *Le società per azioni*, *Trattato di diritto commerciale* diretto da Cottino, IV, Padova, Cedam, 2010, 474.

dalla norma che disciplina le fattispecie di controllo ai sensi del codice civile, art. 2359 c.c., espressamente esclude dal computo dei voti rilevanti per configurare il controllo – come si avrà modo di approfondire più avanti – quelli esercitati *per conto terzi*, senza tuttavia attribuire alcuna rilevanza al fondamento di tale potere, ovvero alla esistenza di una legittimazione ad esercitare il voto per conto proprio o alla circostanza che ciò si verifichi, esclusivamente, di fatto. Ai fini del controllo, viene in considerazione ogni ipotesi in cui, indipendentemente dal fondamento dell'esercizio del voto nell'interesse proprio – derivante da patologia o da fisiologia del rapporto – il soggetto possa liberamente orientare il voto espresso. Ove dunque tale dissociazione in fatto si verifichi, essa rileverà ai fini della configurabilità del controllo, senza necessità di verificare l'esistenza di un titolo in forza del quale il delegato sia legittimato ad esercitare il voto nell'interesse proprio.

Venendo ora alla seconda ipotesi (fattispecie non patologiche nelle quali sia eventualmente concesso al delegato votare nell'interesse proprio), ritengo essenziale volgere l'attenzione alle deleghe sollecitate, ossia quelle rilasciate ad un soggetto – il promotore – a seguito di una sua richiesta, rivolta a più di duecento azionisti, su specifiche proposte di voto, ovvero accompagnata da raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee ad influenzare il voto. Tale forma di incetta di deleghe di voto è stata, come già ricordato, profondamente innovata dal d. lgs. 27 gennaio 2010 – benchè la normativa europea non prevedesse alcunchè specificamente a riguardo - e risulta oggi regolata dalla sezione III del T.U.F. agli artt. 136 e ss.¹³

¹³ In primo luogo la modifica ha interessato la stessa definizione di sollecitazione, prevista dall'art. 136 lett. B, in particolare è stato eliminato il riferimento alla "*generalità degli azionisti*" (dizione che in passato aveva generato equivoci). Ha quindi sostituito la figura del *committente* con quella del *promotore*, ovvero il soggetto, o i soggetti che congiuntamente promuovono la sollecitazione, specificando che tale ruolo può essere assunto anche dall'emittente stesso (per una valutazione negativa riguardo all'espresso riconoscimento, nella normativa secondaria - artt. 137 comma 3, 138 commi 2 e 4 del Regolamento emittenti – della possibilità che la società promuova una sollecitazione di deleghe cfr. SACCHI, *Voto in base*, cit., 55 e s., essenzialmente perché i costi sarebbero a carico della società, e dunque di tutti i soci, con conseguente "*violazione della parità tra amministratori/soci di controllo [...] e soggetti che vogliono contrapporsi a loro*"; cfr. altresì, nel vigore della precedente disciplina, ID, *Sollecitazione e raccolta*, cit., 387 e s.). È stata, poi, eliminata la figura, prima necessaria, dell'intermediario, posto che la sollecitazione può essere oggi promossa e concretamente effettuata dal promotore, soggetto che esercita dunque in assemblea i voti oggetto di delega. Con riferimento al ruolo della Consob nella procedura di sollecitazione la nuova disciplina non prevede più un controllo preventivo sui documenti redatti dal promotore, prospetto e modulo di delega, che sono oggetto esclusivamente di un controllo *ex post*. Quanto al contenuto della delega, infine, esso è stabilito dall'art. 142 T.U.F., solo in parte modificato, il quale prevede la revocabilità, la possibilità di conferire delega solo per assemblee già convocate, l'obbligo di indicare la data, il nome del delegato e le istruzioni di voto. Si aggiunge che la delega può essere oggi conferita anche solo per alcune proposte di voto indicate nel modulo di delega, o solo per alcune materie all'ordine del giorno nonché la previsione di un obbligo del rappresentante di votare per conto del delegante anche sulle materie iscritte all'ordine del giorno, sulle quali abbia ricevuto istruzioni, non oggetto della sollecitazione. Sulla sollecitazione di deleghe di voto a seguito delle modifiche introdotte dalla SHRD si veda RICCIARDIELLO, *La nuova disciplina in materia di sollecitazione di delle deleghe di voto: inizia la stagione italiana dei proxy fights?*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 151 e ss.; ID, *Commento*

Nella sollecitazione di deleghe, l'interesse sotteso al voto esercitato *iure delegato* dal promotore deve essenzialmente ritenersi, almeno in ipotesi tipiche, quello del delegato piuttosto che del delegante, benché la dottrina non sia unanime¹⁴ sul punto. Tra i motivi che inducono ad una tale conclusione basti considerare che il promotore in tanto assume costi ed oneri del procedimento di sollecitazione, in quanto possa in tal modo convogliare sulle proprie proposte una determinata quantità di voti appunto sollecitati¹⁵. In questa situazione l'oblato non si troverà

agli artt. 136-138, in *Commentario T.U.F.*, a cura di Vella, Torino, Giappichelli, 2012, 1500; AIELLO, *Commento all'art. 136-138*, in *Il testo unico della finanza*, commentario a cura di Fratini – Gasparri, II, Torino, Utet, 2012, 1855 ss.

¹⁴Affermava che la sollecitazione si potesse configurare quale strumento essenzialmente volto alla realizzazione di un interesse del committente già nel vigore della precedente disciplina la CONSOB, *Note tecniche in tema di disciplina della sollecitazione e raccolta di deleghe di voto e del voto per corrispondenza*, Roma, 1998, per la quale tale istituto avrebbe lo scopo “di fornire alla figura del committente (sia esso espressione del management o del controllante della società oppure di un azionista di minoranza) strumenti più agili per l'adozione in assemblea di proposte di suo interesse”, non solo ma la Consob dichiarava espressamente anche che la sollecitazione non avrebbe “come scopo principale quello di favorire l'espressione del voto da parte dei piccoli azionisti, quanto piuttosto di consentire a quest'ultimo di raccogliere intorno alle sue proposte un numero di adesioni superiore a quello che la disciplina codicistica della rappresentanza consentirebbe”. In senso analogo si veda PRESTI, *La nuova disciplina*, cit., 52 e ss; GHEZZI, *Commento all'art. 138*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. D. lgs 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Marchetti e Bianchi, Milano, Giuffrè, 1999, II, 1295; JAEGER – DENOZZA – TOFFOLETTO, *Appunti di diritto commerciale*, Milano, Giuffrè, 2006, 436; LENER – TUCCI, *Commento all'art. 142*, cit., 1290 s.

Non ritenevano, invece, sempre nel vigore della precedente disciplina, che la sollecitazione configurasse uno strumento volto a perseguire, in primo luogo, l'interesse del committente (oggi promotore) SACCHI, *Sollecitazione e raccolta*, cit., 395 e ss. il quale giudicava “inaccettabili” le motivazioni poste a sostegno della convinzione che l'interesse primario da tutelare nella sollecitazione fosse quello del committente nella Nota tecnica Consob anzitutto in quanto la ammissibilità che alle deleghe di voto conferite a norma del T.U.F. non si applicassero eventuali limitazioni statutarie indicava chiaramente, per l'Autore, che l'istituto della sollecitazione fosse “diretto alla tutela di interessi di carattere generale ed indisponibile”; la sollecitazione sarebbe stata allora per l'Autore prevista piuttosto “a tutela dell'interesse generale alla partecipazione indiretta degli azionisti c.d. risparmiatori all'assemblea”. Concludeva quindi Sacchi affermando che la scelta compiuta dalla Consob a favore della *one way proxy* – e dunque indirettamente della prevalenza dell'interesse del committente - fosse “ispirata alla preoccupazione di facilitare quanto più possibile (dunque anche attraverso la sollecitazione delle deleghe) la contendibilità del controllo societario”, così tuttavia sacrificando “uno degli strumenti fondamentali in cui si articola quel sistema di cautele, che non può mancare in qualunque ordinamento che consenta l'incetta su larga scala delle deleghe di voto, onde contenere il rischio di abusi a cui l'istituto di per sé si presta”; JAEGER, *Le deleghe di voto*, in AA. VV. *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 109 il quale con riferimento ai contenuti della Nota Consob di cui sopra sosteneva che “in assenza di precise indicazioni letterali nella delega alla Consob sull'uso del suo potere regolamentare e di un valutazione comparativa di interessi” l'interpretazione incentrata sul “favor committentis” espressa dalla Consob dovesse essere respinta, introducendo invece un sistema di *two way proxy*, dunque volto essenzialmente a tutelare più che l'interesse del committente quello degli azionisti deleganti. Concludeva infine l'Autore auspicando un intervento a riguardo del legislatore.

Esprime la medesima convinzione anche recentemente, con riferimento questa volta alla nuova disciplina della sollecitazione, SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione*, cit., 58 ove, sostenendo il proprio favore per la *two way proxy*, l'Autore giustifica una tale scelta proprio in quanto l'interesse primario da tutelare è, anche nel caso di sollecitazione di deleghe, quello del delegante. La scelta di prevedere la sola facoltà – e non obbligatorietà - di ricorrere ad una *two way proxy* ha per l'Autore, infatti, quale chiara conseguenza quella di privilegiare interessi diversi incrementando così il rischio di dissociazione fra voto e proprietà delle azioni.

¹⁵ Critica tale deduzione SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione*, cit., 58 nota 69, il quale ritiene che la necessità che il promotore sostenga le spese relative alla sollecitazione “non può

comunque nella necessità di scegliere fra non manifestare la sua volontà in assemblea, seppur a distanza, o appiattirsi sull'indicazione del promotore, nella misura in cui vi sia una pluralità di sollecitazioni di deleghe, in competizione fra loro¹⁶.

La nuova disciplina della sollecitazione, come modificata dal d.lgs. 27 gennaio 2010 n. 27, pare avallare ancora di più quanto appena detto. Ci si riferisce, in sostanza, anzitutto alle semplificazioni che hanno recentemente caratterizzato le norme di riferimento, idonee senza dubbio a rendere lo strumento più fruibile, ma anche, sembrerebbe, ancor più orientato verso il fine di permettere al promotore il perseguimento interessi propri, eventualmente dunque anche estranei alla società.

A sostegno di una tale conclusione mi sembra di poter richiamare, tra le altre innovazioni, il venir meno del possesso azionario quale requisito soggettivo richiesto in capo al promotore¹⁷, così da permettere anche a chi, non solo non sia socio, ma nemmeno posseda alcuna azione della società, di promuovere una sollecitazione di deleghe di voto. In tale eventualità appare più che plausibile dover immaginare che il promotore sia spinto da interessi propri, in quanto risulta difficile individuare ragioni tali da giustificare un accollo degli ingenti costi di una sollecitazione per esercitare poi il voto nell'interesse dei soggetti deleganti.

1.4 Deleghe sollecitate, controllo di fatto e OPA obbligatoria: cenni sugli sviluppi dell'indagine.

Se, per quanto sopra detto, tutti i voti per delega possono venire in considerazione ai fini del controllo, è soprattutto l'ipotesi di deleghe sollecitate a presentare interesse rispetto al tema in discorso.

Le deleghe sollecitate, come si è appena ricordato, devono considerarsi quantomeno idonee ad attribuire al promotore il diritto di esercitare nel proprio

essere considerata indicativa di una configurazione normativa dell'istituto della sollecitazione come improntato all'interesse del promotore, ma semplicemente costituisce un peso posto a suo carico a fronte dei vantaggi offerti (anche) a lui dalla sollecitazione, benchè essa sia disposta nell'interesse primario degli oblati".

¹⁶ Metteva in luce il rischio che, ove il promotore limitasse la sollecitazione di deleghe di voto ad alcuni soltanto dei punti posti all'ordine del giorno, il delegante si trovasse impossibilitato a votare sugli ulteriori la Nota tecnica redatta dalla Consob in tema di disciplina della sollecitazione e raccolta di deleghe di voto e del voto per corrispondenza, di cui sopra.

¹⁷ Con riferimento alla *ratio* di tali requisiti richiesti in capo al committente nel vigore della precedente disciplina cfr. JAEGER, *Le deleghe di voto*, cit., 100, il quale la identifica nella "*scelta di combattere le iniziative dei raiders*". Valuta tale soppressione quale strumento oggi coerente con la finalità di agevolare il voto per delega SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione*, cit., 55, il quale sottolinea come tale scelta permetta altresì anche agli amministratori in quanto tali di promuovere una sollecitazione.

interesse voti altrui. Ci si potrebbe allora domandare come possa escludersi, con certezza, che quest'ultimo *disponga* dei voti sollecitati, anche ai sensi dell'art. 2359 c.c.

Pur rimandando al successivo capitolo di questo lavoro per un'analisi più dettagliata circa i requisiti necessari ad integrare il controllo ai sensi dell'art. 2359 c.c. – così da vagliarne poi l'eventuale sussistenza anche nell'ipotesi di sollecitazione di deleghe di voto - mi permetto fin d'ora di esprimere alcune considerazioni destinate a stabilire se quest'ultima debba invece, *prima facie*, ritenersi palesemente esclusa dal novero delle fattispecie idonee a conseguire un controllo.

Con riferimento a tale eventualità la dottrina si limita generalmente a sostenere che i voti spettanti per delega non rilevano ai fini del controllo in quanto esercitati *per conto terzi*¹⁸.

Sembra tuttavia di aver chiarito che tale premessa non è – o almeno non sempre è – condivisibile, cosicché risulta ora interessante appurare quali conseguenze, in tema di imputabilità del controllo, possano derivare ove si sia in presenza di sollecitazioni di deleghe idonee invece ad integrarne i presupposti.

Anzitutto, trattandosi in ogni caso di esclusiva disponibilità del diritto di voto, e non di un'ipotesi di titolarità della partecipazione azionaria, sembrerebbe doversi eventualmente ricondurre la fattispecie in esame ad un controllo di fatto, con riferimento alla definizione di quest'ultimo offerta dall'art. 2359 c.c.

Ove si accolga la tesi che i voti espressi dal promotore in forza di sollecitazione sono da quest'ultimo fisiologicamente esercitati nell'interesse proprio, e non in quello del socio delegante, è necessario considerare l'ipotesi nella quale il promotore possa in concreto esercitare, in forza delle deleghe sollecitate, tanti voti quanti sufficienti ad esercitare un'influenza dominante in assemblea, tale, eventualmente, da permettergli la nomina della maggioranza dei componenti dell'organo gestorio, valutando dunque cosa accada ove i requisiti richiesti ai fini dell'imputabilità del controllo in capo ad un soggetto siano integrati da chi esclusivamente dispone dei voti in forza di sollecitazione¹⁹.

La fattispecie in commento dunque, caratterizzata da una parte dal mancato possesso del titolo, dall'altra dalla possibilità di esercitare nell'interesse proprio un voto di titolarità altrui, sembrerebbe, a parere di chi scrive, rappresentare uno strumento astrattamente adatto all'acquisto del controllo.

¹⁸ Cfr. LAMANDINI, *Il controllo*, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, Giuffrè, 1995, 26 nt. 20 il quale esclude senza dubbio che ai fini del controllo si calcolino le azioni il cui voto spetti per delega, senza tuttavia affrontare la questione circa l'interesse in forza del quale il voto è esercitato; DONVITO, *Commento all'art. 2359 c.c.*, in *Commentario delle società*, a cura di Grippo, Torino, Utet, 2009, il quale esclude la rilevanza dei voti esercitati per conto terzi, sul presupposto che in tali casi – l'Autore non fa distinzioni – prevarrebbe l'interesse del terzo e non di colui che esprime il voto.

¹⁹ Per un'analisi più approfondita dei requisiti richiesti per ritenere sussistere una fattispecie di controllo ex art. 2359 c.c. cfr. il secondo capitolo di questo lavoro.

Rimandando dunque al prosieguo di questo lavoro per una più approfondita e dettagliata identificazione della nozione di controllo, in particolare c.d. di fatto, al fine di stabilire effettivamente la riconducibilità ad esso della sollecitazione di deleghe di voto, mi permetto fin d'ora di indicare quello che risulterà essere il requisito di più difficile accertamento.

Se, infatti, sembra già in prima impressione potersi sostenere che attraverso una sollecitazione di deleghe di voto il promotore possa eventualmente essere in grado di esercitare un'influenza dominante in assemblea, più difficile risulta affermare che tale fattispecie di controllo sia connotata da stabilità.

È noto infatti che la sollecitazione può avere ad oggetto solo deleghe di voto conferite esclusivamente per singole assemblee. Sembrerebbe allora difficile, almeno a prima vista, immaginare di affermare la stabilità di un controllo così assunto.

Credo, tuttavia, di poter affermare fin d'ora che adottare la soluzione opposta - escludendo cioè l'ipotesi di sollecitazione di deleghe di voto dalle fattispecie idonee a conferire un controllo di fatto - esclusivamente per la eventuale difficoltà di valutarne la stabilità, non sia soluzione condivisibile.

Mi domando, infatti, come possa - ferma restando la rilevanza essenziale della stabilità del controllo - non considerarsi controllante colui che, in concreto, possa esercitare in una serie continua di assemblee un'influenza dominante, grazie a deleghe di voto sollecitate, influenza tale da permettere al promotore addirittura la nomina dell'organo gestorio della società.

Dalle considerazioni appena esposte - e rimandando ai capitoli successivi di questo lavoro per l'effettivo accertamento dei singoli requisiti necessari per la configurabilità del controllo - sembrerebbe allora potersi anticipare che, ove dimostrata la stabilità, la sollecitazione di deleghe debba considerarsi uno strumento astrattamente idoneo per l'acquisto del controllo²⁰.

Se si volesse dare credito a tale conclusione parrebbe allora sorgere un'ulteriore interrogativo, ovvero la necessità di valutare se una simile modalità di acquisto del controllo non possa eventualmente venire in rilievo anche con riferimento alla disciplina dell'OPA obbligatoria²¹, ovvero se a fronte di un tale acquisto non debba sorgere, a favore dei soci di minoranza, un eventuale diritto di *exit*.

²⁰ Per ulteriori e più approfondite considerazioni circa il requisito della stabilità del controllo si veda il secondo paragrafo del quarto capitolo di questo lavoro.

²¹ Per considerazioni circa la rilevanza della fattispecie in esame ai fini dell'obbligo di offerta pubblica rimando all'ultimo capitolo di questo lavoro.

CAPITOLO SECONDO

IL CONTROLLO

SOMMARIO: 2.1. La nozione di controllo ai sensi dell'art. 2359 c.c.; 2.1.1 La *disponibilità* del diritto di voto; 2.1.2 Il dominio dell'assemblea di nomina e revoca dell'organo amministrativo; 2.2 In particolare il c.d. controllo di fatto; 2.3 La rilevanza dei voti esercitati *per conto terzi* ai fini della configurabilità del controllo; 2.4 Le nozioni c.d. speciali di controllo ed il fondamentale rilievo attribuito alla disponibilità del diritto di voto in assemblea rispetto alla titolarità dell'azione.; 2.4.1 (*segue*) In particolare la (abrogata) l. 149/1992; 2.4.2 (*segue*) La nozione di controllo ai sensi del T.U.B.; 2.4.3 (*segue*) Il controllo ai sensi del T.U.F.; 2.4.4 (*segue*) Definizioni di controllo offerte dalla normativa comunitaria.

2.1. La nozione di controllo ai sensi dell'art. 2359 c.c.

Per valutare la possibilità di ricondurre la fattispecie della sollecitazione di deleghe ad uno strumento idoneo all'acquisto (ovvero al mantenimento) del controllo di società, ritengo necessario, in primo luogo, approfondire la nozione stessa di controllo, con particolare riferimento al c.d. controllo di fatto.

Anzitutto è bene premettere che il nostro ordinamento non conosce una ma più nozioni di controllo²², il rapporto tra le quali risulta ancora oggi alquanto controverso. Parte della dottrina²³ ritiene infatti che quelle offerte da norme speciali

²² Per una rassegna di alcune delle nozioni di controllo previste da leggi c.d. "speciali", differenti rispetto a quella proposta dall'art. 2359 c.c., si veda il paragrafo quarto di questo stesso capitolo.

²³ Cfr. Consob, Comunicazione DEM/3074183 del 13 novembre 2003, secondo la quale le numerose nozioni di controllo contenute in leggi speciali per lo più rappresentano "presunzioni volte ad agevolare l'accertamento del controllo già definito dal 2359 c.c.", tutte incentrate sul concetto di influenza dominante che dovrebbe quindi rappresentare "l'essenza stessa del controllo, il denominatore comune". Cfr. altresì LAMANDINI, *Il controllo*, cit., 69 ss., il quale, pur in relazione allo specifico concetto di influenza dominante e alla difficoltà di provare la ricorrenza di tale potere, afferma che le varie nozioni di controllo finiscono per essere strumenti o meccanismi di "agevolazione nell'individuazione dell'influenza dominante", con funzione dunque di "sviluppare la nozione base di controllo" da una parte esemplificando situazioni che sarebbero già ricomprese nella definizione codicistica, dall'altra permettendo di ricomprendervi anche situazioni di potere che "pur pienamente coerenti e compatibili" con la nozione di influenza dominante, rimanevano escluse dalla portata letterale del 2359 c.c.; RESCIO, *I sindacati di voto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, III, Torino, Utet, 1994, 680 nt. 3, il quale espressamente definisce l'art. 2359 c.c. quale "norma generale e centrale nel sistema" in quanto rappresenterebbe il punto di riferimento per tutti quei casi in cui non viene fornita una nozione diversa, ovvero qualora sia necessario scegliere tra più ipotesi interpretative differenti; si vedano altresì, per una rassegna degli orientamenti

debbano considerarsi specificazioni della nozione prevista dal codice civile all'articolo 2359, e dunque quali esplicite presunzioni delle ipotesi da quest'ultimo richiamate - in particolare con riferimento alla nozione di influenza dominante - mentre altri autorevoli Autori²⁴ sostengono che ciascuna di esse debba essere intesa autonomamente, assumendo rilevanza solo ed esclusivamente con riferimento alla fattispecie regolata, fungendo da presupposto per la applicazione di una determinata disciplina e riflettendone le diverse finalità.

Seguendo tale ultima impostazione non assumerebbe dunque rilevanza in quale rapporto le nozioni "speciali" di controllo si pongono con riferimento alla disposizione codicistica. Ogni disciplina, infatti, tutelando interessi determinati, prevede una specifica nozione di controllo, volta a ricomprendere tutte le fattispecie rilevanti, tenuto conto dell'interesse perseguito.

Ciò premesso - e riservandomi di analizzare tali nozioni "speciali" nel prosieguo di questo lavoro, pur limitatamente ai fini che qui interessano - ritengo opportuno anzitutto concentrare l'attenzione sulla nozione proposta dal codice all'articolo 2359 c.c., rubricato "*Società controllate e società collegate*", con particolare riferimento al primo comma della norma, ove viene disciplinato il controllo interno, c.d. di diritto (n. 1) e di fatto (n. 2).

A norma del comma primo, n. 1, sono considerate controllate " (...) *le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria*".

dottrinali sul rapporto tra le diverse nozioni di controllo, NOTARI, *La nozione di "controllo" nella disciplina antitrust*, Milano, Giuffrè, 1996, 188 ss. e RONDINONE, *I gruppi di imprese fra diritto comune e diritto speciale*, Milano, Giuffrè, 1999, 96 ss.

²⁴ Sul punto si veda MARCHETTI, *Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*, in *Riv. soc.*, 1992, 2 ss. il quale dopo aver sostenuto che "*un primo atteggiamento può essere quello di prendere atto che controllo e gruppo sono concetti ed aree a geometria variabile*", dal momento che ciascuna disciplina speciale mira ad attribuire rilevanza a diversi indici di collegamento, riconosce tuttavia che vi sarebbero "*discipline simili e destinate a soddisfare esigenze del tutto omogenee*" e che spesso il rapporto tra norma "speciale" e norma "generale" è ambiguo dovendosi valutare se la nozione specifica non abbia altro ruolo che quello di fungere da "*presunzione di ricorrenza della situazione descritta dalla clausola generale*" ovvero se voglia da quest'ultima discostarsi aggiungendo nuove figure; si veda altresì LIBONATI, *Amministrazione straordinaria, pegno di azioni e controllo di società*, in *Giust. civ.*, 1982, I, 785 il quale ritiene che sia "*ipotesi di lavoro fallace*" cercare di elaborare una nozione unica di controllo, così come di influenza dominante, posto che "*diversi sono i conflitti di interessi cui si deve tenere conto*" nelle diverse discipline; l'Autore tuttavia ritiene ragionevole "*postulare una tendenziale uniformità di impostazione*" a riguardo; SCOGNAMIGLIO, *Obblighi di comunicazione e concetto di partecipazione sociale*, in *Riv. del dir. comm.*, 1985, la quale sostiene il carattere "relazionale" delle singole nozioni di controllo presenti nelle diverse discipline, in quanto ciascuna di esse darebbe rilievo al fenomeno in questione "*sotto aspetti e fini assai diversi*". Cfr. sul punto, altresì LAMANDINI, *Il controllo*, cit., 12 ss., e 54 ss. il quale, tuttavia, sottolinea i limiti del c.d. approccio "pluralistico", ritenendo più adeguato un metodo interpretativo definito dal medesimo Autore "tipologico", volto ad individuare i tratti caratterizzanti comuni a tutte le nozioni attraverso un'analitica considerazione delle varie definizioni; rileva infatti l'Autore come sia ormai incontestabile che "*l'attuale polimorfismo del controllo sia del tutto inadeguato alle esigenze di funzionalità, certezza e uguaglianza*". Nega, infine, che la nozione di cui all'art. 2359 c.c. abbia carattere "generale", almeno al di fuori dell'ambito societario, NOTARI, *La nozione di controllo*, cit., 212 ss.

Tale nozione pare la meno problematica dal punto di vista della qualificazione della fattispecie. Infatti, benché anche con riferimento ad essa potrebbero sorgere questioni interpretative con riferimento, in particolare, al termine “disporre” - che ha sostituito, in tutte le ipotesi di controllo ai sensi del 2359 c.c., la precedente nozione “possiede”²⁵- sembra potersi ritenere controllante di diritto – pur con un certo margine di semplificazione - colui che disponga del 51% dei voti in assemblea ordinaria.

Il n. 2 del medesimo comma introduce invece quello che la dottrina ha definito controllo “di fatto”. Sono considerate controllanti in tal senso “ *le società in cui un'altra società dispone dei voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria*”.

2.1.1 La *disponibilità* del diritto di voto

Trovo anzitutto fondamentale sottolineare, con riferimento ad entrambe le definizioni appena ricordate, che letteralmente la nozione di controllo non risulta oggi strettamente ancorata al possesso azionario, o meglio alla titolarità delle azioni o quote – come accadrebbe se si volesse dare rilievo alla effettiva “proprietà” del capitale da parte del socio di controllo – assumendo piuttosto rilevanza la disponibilità del diritto di voto in assemblea.

Per integrare la fattispecie non è quindi richiesto – come appare chiaro fin da una prima lettura della norma - che un soggetto sia “proprietario” delle partecipazioni sociali, e dunque in via mediata della società stessa, ma che di essa possa controllare ed indirizzare le scelte gestorie attraverso il controllo dell'assemblea e, dunque, attraverso il potere di disporre del diritto di voto, considerazione quest'ultima che ritengo di estrema rilevanza ai fini della tesi che si mira a dimostrare.

Quanto alla nozione di *disponibilità* del diritto di voto è opportuno ricordare, come già anticipato, che tale dizione è frutto di una modifica normativa introdotta con il d.lgs. n. 127 del 1991 che ha parzialmente novellato il testo dell'art. 2359 c.c.

Il codice del 1942, infatti, definiva quali società controllate quelle “*in cui un'altra società possiede un numero di azioni tale da assicurare la maggioranza dei voti nelle assemblee ordinarie, o quelle che in forza di particolari vincoli contrattuali, sono sotto il controllo di esse*”. La norma faceva dunque espresso riferimento al possesso di azioni, benché esso risultasse poi rilevante, a ben vedere, proprio in quanto idoneo ad attribuire la maggioranza dei diritti di voto in assemblea.

²⁵ Art. 1 d.lgs. 127/1991

Nel 1974 l'art. 6 della l. 216/1974 introduceva nel testo dell'art. 2359 c.c. la previsione di una "nuova" forma di controllo interno, il c.d. controllo di fatto, ancora strettamente legato, tuttavia, alla nozione di possesso di azioni.

Posto che il possesso altro non è che il potere di fatto sulla *res* corrispondente all'esercizio del diritto di proprietà o altro diritto reale, ciò significava ritenere ancora estremamente rilevante la proprietà dell'azione – ovvero, per lo meno, la titolarità di un diritto reale anche minore sulla medesima – ai fini della nozione di controllo.

Non poteva dunque ancora desumersi, almeno dal tenore letterale della norma, la consapevolezza che controllore è colui che esercita il voto (nel proprio interesse) e non necessariamente il titolare dello strumento che detto diritto di voto attribuisce²⁵.

Solo con il d.lgs. 127/1991 viene modificata definitivamente la nozione di controllo, con l'introduzione di un espresso riferimento, non più al possesso delle azioni, ma alla (sola) disponibilità del diritto di voto. A partire da tale data, dunque, la fattispecie del controllo risulta incentrata su un fatto nuovo, la possibilità di esercitare il voto connesso alla partecipazione, non dovendosi più considerare rilevante, a tale fine, esclusivamente la titolarità di un (qualsiasi) diritto reale – o anche di natura obbligatoria - sulla medesima²⁶.

²⁵ Sul punto tuttavia si veda D'ALESSANDRO, *La nuova disciplina dei gruppi di società*, in AA. VV., *La disciplina dei gruppi di società nella "novella" del 1974*, Quaderni di Giurisprudenza commerciale, Milano, Giuffrè, 1978, 113 ss, il quale pur nel vigore della precedente dizione riteneva che la titolarità delle azioni non fosse in ogni caso sufficiente per configurare un dominio dell'assemblea, posto che, per esempio, il titolare avrebbe potuto ritrovarsi "spogliato del potere di votare", aggiungendo (nota 22) che "la legge ha voluto riferirsi al dominio concretamente esercitato o esercitabile [...] indipendentemente dallo strumento utilizzato allo scopo". Così anche NOBILI – VITALE, *La riforma delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1975, 148, i quali, sottolineando che il controllo, anche di diritto, si esercita attraverso il voto in assemblea, ritenevano si dovesse "verosimilmente tenere conto anche delle azioni o quote di cui solo il diritto di voto spetta alla società che si assume controllante"; analogamente PAVONE LA ROSA, *Le società controllate – I gruppi*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, II, Torino, Utet, 1994, 585, il quale, sempre con riferimento alla dizione posteriore alla "novella" del '74, sottolineava che assume rilevanza, ai fini del controllo, non tanto la titolarità della partecipazione societaria quanto piuttosto la titolarità del voto; la situazione prevista dalla norma, si realizzerebbe ogni qualvolta una società sia in grado di influire sulla attività di un'altra "sia avvalendosi di voti inerenti ad azioni ad altri appartenenti, sia con l'esercizio congiunto di voti dell'uno e dell'altro tipo". Contra invece GRANDE STEVENS, *Società controllate e collegate – rappresentanza in assemblea*, in *Riv. soc.*, 1974, 804, il quale sosteneva una interpretazione della norma strettamente legata al dato letterale; nonché in giurisprudenza Trib. di Roma 29 luglio 1981, in *Giust. civ.*, con nota di LANFRANCHI, 3049 e s. Infine si veda SCOGNAMIGLIO, *Obblighi di comunicazione*, cit., 270 ss, la quale, sempre riguardo alla "vecchia" dizione - con riferimento alle ipotesi di dissociazione tra titolarità delle azioni e titolarità del potere di voto - si domandava se si dovesse configurare la posizione di controllante in capo a colui che esercita il voto, al titolare delle partecipazioni ovvero ad entrambi, concludendo che - seppur con espresso riferimento esclusivamente alle ipotesi di pegno ed usufrutto - fosse opportuno attribuire tale qualifica ad entrambi, ben potendo anche il titolare di partecipazione gravata da pegno o usufrutto "esercitare un'influenza almeno potenziale, che sembra sufficiente agli effetti del 2359, in quanto può condizionare l'esercizio del voto da parte del titolare del diritto frazionario".

²⁶ In tal senso LOLLI, *Normativa su bilancio e bilancio consolidato*, (art. 1), in *Commentario a cura di Maffei Alberti, Bocchini, Bianchi, NLCC*, 1996, 205; NOTARI, *La nozione di controllo*, cit., 331 ss.; NOTARI- BERTONE, *Commento all'art. 2359 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società a cura di*

Se questo è dunque il ruolo che la disponibilità del diritto di voto assume in una fattispecie di estrema rilevanza come quella della configurabilità del potere di controllo, mi sembra essenziale concentrare l'attenzione proprio sulla nozione stessa di *disponibilità del voto*, vagliandone gli esatti confini, così da stabilire in quali ipotesi si possa effettivamente ritenere che un soggetto disponga, ai fini dell'art. 2359 c.c., del voto assembleare.

Una volta accertato che, ai fini della sussistenza del controllo in capo ad un soggetto, assume rilevanza l'esercizio del voto piuttosto della titolarità della partecipazione alla quale esso è correlato, non ci si può che domandare, anzitutto, in che cosa consista, di fatto, tale disponibilità, quindi cosa accada ove un soggetto, pur non titolare della partecipazione, possa ritenersi legittimato a disporre del voto ad essa riconducibile.

Quanto al primo quesito proposto sembra ragionevole ritenere che dispone del diritto di voto, non tanto il titolare della partecipazione né, a ben vedere, chi in concreto eserciti in assemblea tale diritto, quanto piuttosto colui al quale spetti la possibilità di determinarne il contenuto, orientandolo in un senso piuttosto che in un altro, ovvero colui il quale abbia effettivamente il potere di stabilire l'interesse sotteso al voto medesimo⁸.

Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, Giuffrè, 2008, 674, secondo i quali l'influenza non è connessa agli aspetti formali della intestazione, bensì alla disponibilità in concreto di una misura adeguata di voti che consentano a chi ne dispone "l'esercizio di un potere di decisione indipendente dai meccanismi giuridici di intestazione formale delle partecipazioni che attribuiscono il voto"; CARBONETTI, *Commento all'art. 2359 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da D'Alessandro, Padova, Piccin, 2010; SBISA, *Commento all'art. 2359 c.c.*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna – Roma, Zanichelli, 1997, 464 e s., il quale precisa che ciò che conta non è la particolare situazione formale quanto piuttosto "le reali posizioni di potere all'interno della società", non rilevando quindi la titolarità delle partecipazioni ma "il numero di voti che di fatto si possono utilizzare". ID, *Società e imprese controllate nel d.l. 9 aprile 1991 n. 127*, in *Riv. soc.*, 1992, 910, il quale osserva che anche con riferimento alle ipotesi di controllo diretto "si tiene conto non soltanto delle azioni o quote che appartengono alla società, ma anche delle azioni o quote per le quali la società può esercitare il diritto di voto, benché appartengano ad altri", rilevando esclusivamente per l'Autore la disponibilità di fatto dei voti esercitabili in assemblea; in senso conforme anche MIOLA, *Commento all'art. 93*, in *Commentario al T.U.F.* diretto da G.F.Campobasso, Torino, Utet, 2002, 768 e s., il quale, con riferimento alla disciplina codicistica, sottolinea che aver ricompreso nella nozione di controllo ogni ipotesi di disponibilità del diritto di voto consente "di ricomprendere ai fini dell'accertamento della sussistenza del controllo una serie di fattispecie di disponibilità del voto attribuito a terzi soggetti, cui si accompagna la perdita del diritto di voto da parte del titolare della partecipazione". Cfr. infine SCHIUMA, *Controllo, governo e partecipazione al capitale*, Padova, Cedam, 1997, 86, la quale sottolinea che con il termine "disponibilità" il "fulcro della definizione" si sia spostato da una situazione di fatto, il possesso, alla mera possibilità di esercizio del voto, così "evidenziandosi che la posizione di controllante possa essere ormai assicurata non soltanto da diritti reali sulle partecipazioni, ma anche da altri diritti sulle stesse", benché la stessa Autrice prosegua poi sottolineando che la disciplina non sarebbe tuttavia compatibile con qualunque forma di disponibilità dei voti, "visto che non sembra esservi spazio (almeno di regola) per quelle forme di disponibilità che non derivino dalla titolarità delle partecipazioni (o delle sole prerogative amministrative) o che, comunque, non soddisfino un interesse proprio del soggetto che esercita il voto".

⁸ Cfr. LOLLI, *Normativa*, cit. 205 (nota 13) il quale in particolare analizza come il termine "disporre" di cui al 2359 sarebbe da intendersi non secondo il suo significato "giuridicamente

Quanto al secondo quesito posto, ovvero alle conseguenze, con riferimento alla configurabilità del controllo, di ipotesi ove l'interesse sotteso al voto esercitato non sia quello del titolare della partecipazione – e al computo dei voti esercitati per conto altrui ai fini della determinazione del socio di controllo - mi permetto di rimandare più avanti nel testo, ove saranno affrontate alcune ipotesi nelle quali una tale dissociazione ordinariamente si verifica.

2.1.2 Il dominio dell'assemblea di nomina e revoca dell'organo amministrativo

Chiarito, in sintesi, cosa debba intendersi per disponibilità del voto, sembrerebbe doversi affermare che esercita il controllo - ai sensi dell'art. 2359 c.c. – colui che sia in grado di orientare la volontà assembleare sulla base dei propri interessi. Al fine di integrare la nozione di controllo prevista dalla norma in esame, infatti, assume rilevanza, in definitiva, la disponibilità (e dunque la possibilità di orientare a proprio piacimento) di una certa quantità di voti nella assemblea ordinaria²⁸.

Per quale ragione il dominio dell'assemblea sia considerato indice di un potere di controllo sulla società è presto detto. Sebbene in una società per azioni l'assemblea sia, per definizione, organo privo di competenze gestorie, è opportuno ricordare, come è noto, che a norma dell'articolo 2364, comma 1, numero 2, c.c. ad essa è riservata, nel sistema tradizionale, la nomina e revoca degli amministratori.

ricosciuto" - e dunque quale diritto di disporre, contenuto essenziale del diritto di proprietà - ma piuttosto in senso forse più limitato, quale esclusiva possibilità di "determinare a proprio piacimento il modo in cui un certo numero di voti viene espresso nell'assemblea ordinaria". Si veda altresì SBISA, *Commento all'art. 2359 c.c.*, cit., 465, secondo il quale "oggetto dell'accertamento non è l'appartenenza delle azioni o quote e neppure la titolarità del diritto di voto, bensì il potere di decidere sul suo esercizio"; ID, *Società e imprese controllate*, 915; conforme CARBONETTI, *Commento all'art. 2359 c.c.*, cit.; si veda altresì BIANCHI, *La nuova definizione di società "controllate" e "collegate"*, in *La nuova disciplina dei bilanci di società*, Torino, Giappichelli, 1993, 16, ove l'Autore chiarisce che con il concetto di disponibilità permetta di ricomprendere tutte le ipotesi in cui di fatto una società possa esercitare i diritti di voto spettanti ad una partecipazione rilevante. Analogamente COLOMBO - OLIVIERI, *Il bilancio consolidato*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, VII, Torino, Utet, 1994, 682 e s., i quali con riferimento alle modifiche portate dal d.lgs. 127/1991 alla nozione di controllo ex art. 2359 c.c., sottolineano che il dato maggiormente significativo sia rappresentato dalla "possibilità di configurare un tale rapporto (di controllo) anche quando la disponibilità dei voti non derivi dal possesso (i.e. dall'intestazione) di una partecipazione al capitale" ma invece consegua "in via diretta o mediata da altri rapporti giuridici che assicurino al titolare il potere di decidere in che modo votare". Si veda altresì RESCIO, *I sindacati di voto*, cit., 691 il quale con riferimento al termine "disporre" sottolinea che nell'art. 2359 c.c. esso sia utilizzato quale sinonimo di "orientare", "influenzare nel proprio interesse".

²⁸ Con riferimento alla rilevanza dei voti in assemblea ordinaria ai fini della configurabilità della nozione di controllo cfr. DONVITO, *Commento all'art. 2359*, cit., il quale con riguardo al controllo di fatto, fa espresso riferimento alla possibilità di influire in modo determinante sulla formazione delle deliberazioni nella assemblea ordinaria; sul punto si veda altresì SCHIUMA, *Controllo, governo*, cit., 49, la quale, sottolineando il rilievo del tipo società per azioni sulla dizione della norma, afferma che la disciplina si spiega con il (mero) raggiungimento delle soglie di partecipazione previste proprio "perché il riferimento al tipo società per azioni rende realistico il giudizio di probabilità contenuto nella descrizione di questa fattispecie di controllo"

Il controllo dell'assemblea, richiamato dall'art. 2359 c.c. in modo generico, dovrebbe allora forse definirsi in modo più specifico, in particolare evidenziando la rilevanza, ai fini di cui si tratta, di quella specifica assemblea che nomina o revoca gli amministratori.

Se l'assemblea intanto assume rilevanza in quanto organo che nomina, almeno nel sistema tradizionale, i gestori, benchè l'art. 2359 c.c. paia riferirsi ad un generico dominio assembleare, non può non riconoscersi che l'effettivo controllo rilevante sarà necessariamente quello dell'assemblea di nomina dell'organo amministrativo. Colui - o coloro - in grado di scegliere, e revocare, i componenti di quest'ultimo, infatti, possono facilmente considerarsi i reali gestori della società³⁰, e

³⁰ In tal senso si vedano JAEGER – DENOZZA, *Appunti di diritto commerciale*, Milano, Giuffrè, 1997, 317, ove gli Autori, dopo aver analizzato le fattispecie del controllo di diritto e di fatto e rilevato il ruolo fondamentale a tali fini della maggioranza dei voti nella assemblea ordinaria, chiariscono "l'esperienza insegna che per sapere chi controlla una società occorre conoscere gli amministratori (e i legami di costoro con l'uno o con l'altro gruppo finanziario)"; cfr. altresì LAMANDINI, *Commento all'art. 2359 c.c.*, in *Società di capitali*, Commentario a cura di Niccolini e Stagno D'Alcontres, Napoli, Jovene, 2004, a parere del quale il potere in assemblea deve considerarsi sintomatico del controllo in quanto consentendo nomina e revoca degli amministratori per tale via conferisce un'indiretta influenza sull'indirizzo strategico e gestionale della società controllata; sottolinea tuttavia l'Autore che tale conseguenza ben può essere smentita nella valutazione del singolo caso concreto; ID, *Il controllo*, cit., 63 e s., ove nel dimostrare che il controllo si configura quale dominio dell'assemblea, sottolinea che la "postulata dissociazione tra proprietà azionaria e potere di gestione resta per lo più sulla carta e che l'organo amministrativo finisce normalmente con l'essere nulla più del rappresentante degli azionisti di controllo" ed aggiunge, (nt. 47) che i soci di controllo essendo in grado di "governare la nomina e revoca degli amministratori [...] "tirano le fila" dell'attività di impresa gestendola indirettamente attraverso i propri fiduciari"; cfr. inoltre NOTARI-BERTONE, *Commento all'art. 2359*, cit. secondo i quali il controllo consiste nella possibilità di prevalere nelle deliberazioni della assemblea ordinaria aventi ad oggetto la nomina e revoca degli organi sociali, così "da potere assumere anche la direzione gestionale attraverso la nomina dell'organo amministrativo"; il potere di nominare gli amministratori risulta per gli Autori quale condizione necessaria e sufficiente per potersi attribuire ad un soggetto l'influenza dominante rilevante ai fini del controllo, in particolare di fatto, non rilevando, invece, che tale potere si manifesti anche con riguardo alle altre materie di competenza della medesima assemblea ordinaria; in senso analogo CARBONETTI, *Commento all'art. 2359 c.c.*, cit.; PAVONE LA ROSA, *Le società controllate*, cit., 584, il quale sottolinea che il dato comune alle varie forme di controllo sarebbe proprio la possibilità di "scelta di amministratori e sindaci e di generale indirizzo e controllo della gestione attraverso l'approvazione annuale dei bilanci di esercizio", aggiungendo che la forma "più penetrante di influenza" - cioè quella che permette di controllare altresì l'assemblea straordinaria - non sarebbe richiesta dalla legge ai fini della configurabilità del controllo; in senso analogo anche SANTOSUOSSO, *Sul collegamento societario nell'ambito dei poteri di fatto di società su società*, in *Giur. comm.*, 2002, 712 e ss. il quale precisa che il potere di influenza non debba necessariamente estendere a tutte le materie di competenza della assemblea ordinaria, ritenendo sufficiente orientare l'assemblea circa la nomina e revoca degli amministratori. Tale orientamento pare sostenuto anche dalla Consob (*Consob informa - criteri per la determinazione del controllo di fatto*, in *Notiziario settimanale* - anno VII - n° 43 - 5 novembre 2001) la quale stabilisce che per l'individuazione del rapporto di controllo non si debba avere riguardo alla possibilità di incidere direttamente sull'operato dell'organo amministrativo, quanto piuttosto alla capacità di orientare la volontà dell'assemblea ordinaria, ciò riflettendosi in modo mediato sulla gestione dell'impresa. In senso analogo anche Comunicazione Consob DEM/3074183 del 13 novembre 2003 ove in particolare si afferma che il controllo non debba considerarsi "come un controllo di tipo statico o formale, legato alla proprietà delle azioni, ma un controllo legato alla effettiva gestione della società". Sul punto, infine, si veda SPOLIDORO, *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in *Riv. soc.*, 1995, 479, il quale pur riconoscendo che alla base di tutte le fattispecie di controllo considerate dall'art. 2359 c.c. vi sarebbe il concetto di influenza

dunque controllanti della stessa, in quanto in grado di orientarne di fatto, benchè in via mediata, le scelte gestionali.

2.2 In particolare il c.d. controllo di fatto

Stabilito, dunque, che controlla *di diritto* la società colui che dispone della maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria e, più precisamente per le considerazioni sopra svolte, colui che può orientare il voto sotteso alla maggioranza della azioni nell'assemblea di nomina e revoca dell'organo amministrativo, risulta ora opportuno procedere analizzando la seconda delle fattispecie previste dall'articolo 2359 c.c., il c.d. controllo *di fatto*³¹.

Tale ipotesi è integrata qualora, pur non disponendo – nel senso sopra descritto – della maggioranza, possiamo dire assoluta, dei voti in assemblea ordinaria, un soggetto sia comunque in grado di esprimere un numero di voti sufficienti ad esercitare nella medesima una *influenza dominante*. Quest'ultima

dominante, non sarebbe sufficiente per un soggetto disporre della maggioranza dei voti esprimibili nella assemblea ordinaria, se poi in concreto tale maggioranza non si rivela quella sufficiente "per assumere quelle deliberazioni che attribuiscono specificamente l'influenza dominante"; posto infatti che per l'Autore il nucleo del controllo si configura nella possibilità di "piegare alla propria volontà l'organo amministrativo" attraverso "la leva del voto in assemblea", ovvero tramite lo strumento contrattuale, di conseguenza sottolinea che non controlla chi, pur avendo la disponibilità della maggioranza dei voti in assemblea ordinaria, non possa nominare o revocare gli amministratori, mentre controlla colui che abbia tale potere; Cfr. altresì SCHIUMA, *Controllo*, cit., 170, la quale definisce l'ingerenza del socio nella amministrazione della società *indiretta* proprio perché tra socio e amministratore "si interpone il diaframma dell'assemblea" che nomina i gestori; i due organi sarebbero dunque per l'Autrice *separati e distinti* benché caratterizzati "dalla derivazione dei preposti al secondo dalle scelte operate dal primo".

³¹ Con riferimento ai criteri utilizzabili per configurare il controllo di fatto si veda *Consob informa – criteri per la determinazione del controllo di fatto*, cit., ove la Commissione espressamente definisce i criteri seguenti:

- esame delle assemblee ordinarie di particolare significatività (nomina degli amministratori, approvazione del bilancio);
- variabilità della quota di partecipazione idonea ad assicurare una influenza dominante, dipendente in particolare dal grado di frazionamento della compagine sociale e dal livello di usuale assenteismo dei soci titolari di quote più esigue;
- controllo non occasionale, non dovuto cioè ad una situazione contingente, ma al contrario, frutto di una situazione giuridica relativamente stabile;
- accertamento di tale relativa stabilità attraverso un'analisi dell'andamento delle assemblee della partecipata per un arco di tempo ragionevolmente significativo ma non necessariamente successivo al momento in cui il presunto controllante abbia acquisito la partecipazione;
- esame delle precedenti vicende assembleari, per analizzare la percentuale di voti che è stata mediamente necessaria per raggiungere il quorum deliberativo. Tale analisi sul passato è da ritenere rilevante solo nelle ipotesi in cui, oltre all'acquisto della partecipazione rilevante che deve essere valutata ai fini di una sua qualificazione come partecipazione di controllo, non vi siano stati altri mutamenti sostanziali nell'azionariato;
- con riguardo alle società quotate, verifica circa eventuali mutamenti degli azionisti rilevanti con partecipazioni superiori al 2%.

nozione, che assume nella fattispecie una rilevanza essenziale, comporta una interpretazione più complessa rispetto a quelle fino ad ora analizzate.

La dottrina ha offerto varie soluzioni²² a riguardo, tuttavia pare potersi affermare, in estrema sintesi, che ai fini di un controllo c.d. di fatto la disponibilità di voti, anche riconducibili ad una partecipazione di per sé minoritaria, può risultare comunque idonea ad attribuire il controllo ove permetta a colui che li esercita di raggiungere una posizione di maggioranza in assemblea, con riferimento al capitale in essa *effettivamente* presente.

Si noti in particolare che, non richiedendo la norma alcun possesso azionario, potrebbe addirittura qualificarsi come controllante – anche attenendosi strettamente al tenore letterale della norma - colui che esclusivamente disponga di voti sufficienti ad esercitare un'influenza dominante in assemblea, pur non essendo titolare di alcuna partecipazione in società²³.

Ciò che rileva, dunque, perché sussista il requisito di cui all'art. 2359, comma 1, n. 2 è esclusivamente la mera possibilità che il soggetto sia in grado di *"incidere in modo decisivo sugli equilibri di potere che si esprimono in assemblea, a causa delle circostanze di fatto che si vengono a determinare"*²⁴.

²² Cfr. NOTARI- BERTONE, *Commento all'art. 2359*, cit., 708 secondo i quali l'influenza dominante sussiste quando un socio *"ha il potere, tramite la maggioranza di diritto o di fatto nell'assemblea ordinaria, di assoggettare a sé l'autonomia deliberativa della controllata, facendole assumere le decisioni conformi alla sua volontà [...] senza che possano esserci altri soci in grado di opporsi"*. Sulla nozione di influenza dominante si vedano anche NOBILI – VITALE, *La riforma*, cit., 150, i quali, pur non ritenendo opportuno procedere ad eccessive semplificazioni, data la varietà delle situazioni concrete in cui tale fattispecie può verificarsi, ritengono che l'influenza dominante si risolva *"nella possibilità di determinare la politica della società controllata"*; LAMANDINI, *Il controllo*, cit., 57 ove si afferma che tale influenza indica l'esistenza in capo al socio di *"un potere di determinazione dell'azione gestoria che risulta presunto in vario modo dall'ordinamento"* e 60 e s., ove l'Autore sottolinea altresì che tale nozione non avrebbe confini netti né sotto il profilo astratto, *"come configurazione concettuale della fattispecie"*, né sotto quello pratico fattuale, pur potendosi qualificare quale *"concetto 'largo' che si sostanzia nel potere di uno o più soggetti giuridici di decidere e dirigere stabilmente un'attività di impresa"*, pur rilevando poi che sia compito non facile e da *"assolvere tenendo conto di tutte le circostanze del caso concreto"* valutare quando si concretizzi.

Con riferimento alle assemblee che devono essere prese in considerazioni per valutare tale influenza dominante la Consob (Comunicazione del 13 novembre 2003) suggerisce che si tratti di quelle *"di maggiore significatività per la vita societaria"* e tali sarebbero quelle nelle quali si procede alla nomina degli amministratori così influenzando sulla gestione della società per il triennio successivo, ovvero le assemblee di approvazione del bilancio, nelle quali *"si esprime il giudizio sulla gestione della società"*.

²³ Cfr. in senso analogo RESCIO, *I sindacati di voto*, cit., 691, il quale - anche se con riferimento alla possibilità di configurare un controllo in caso di influenza dominante esercitata tramite sindacato di voto - osserva *"la fattispecie del controllo interno di fatto non è più legata [...] al possesso azionario: sicché è teoricamente possibile che per mezzo di accordi sul voto anche un terzo non socio acquisti il controllo della società ai sensi dell'art. 2359 n. 2"*. Si veda altresì NOTARI, *La nozione*, cit., p. 336, il quale, pur con qualche riserva, sostiene si possa affermare che *"il controllo interno nel diritto societario abbraccia anche le ipotesi di mera "influenza" sull'esercizio del diritto di voto, pur in mancanza di una partecipazione, a qualsiasi titolo e con qualsiasi modalità, nella controllata"*.

²⁴ NOTARI-BERTONE, *Commento all'art. 2359*, cit., 674. Nonché pag. 702 ove gli autori affermano che *"il controllo è il potere in sé, a prescindere dal suo effettivo esercizio e anche prima che sia stato possibile esercitarlo"*. La verifica fattuale delle circostanze che permettono di configurare tale

Accertata così l'astratta rilevanza di una tale influenza in assemblea ai fini dell'assunzione del controllo, è necessario stabilire con esattezza quando essa possa dirsi sussistere in capo ad un soggetto, e dunque stabilire in che momento l'analisi debba essere effettuata.

Infatti, mentre per quanto concerne il c.d. controllo di diritto l'ordinamento fa ricorso ad una presunzione assoluta di influenza dominante, (cosicché ogni qualvolta un soggetto disponga della maggioranza assoluta dei voti in assemblea si presume possa esercitarvi una influenza dominante), il controllo di fatto non può che basarsi necessariamente su una indagine del singolo caso concreto, volta ad accertare se, in una determinata situazione e al ricorrere di particolari condizioni, il soggetto ha potuto effettivamente esercitare una tale influenza³⁵.

controllo, poi sarebbe null'altro che una conferma della sussistenza di tale nozione nel caso concreto.

³⁵ Si veda BERTONE-NOTARI, *Commento all'art. 2359*, cit., 673 ss. per i quali, mentre nel caso di controllo di diritto l'influenza dominante si presume quando si ha la disponibilità della maggioranza dei diritti di voto in assemblea, in caso di controllo di fatto tale influenza rappresenterebbe un elemento costitutivo del controllo, dovendosi accertare se la partecipazione posseduta in concreto possa "consentire al socio di svolgere un ruolo determinante nella formazione della volontà assembleare"; PAVONE LA ROSA, *Le società controllate*, cit., 582 nota 2, il quale distingue tra controllo di diritto e di fatto proprio in quanto nel primo caso il possesso della maggioranza delle azioni sarebbe "indice univoco dell'influenza dominante" che pertanto non andrebbe provata, come invece si richiede nelle ipotesi di controllo di fatto ove detta influenza deve ritenersi "elemento costitutivo del controllo", consentendo al soggetto di svolgere "un ruolo determinante nella formazione della volontà assembleare"; COLOMBO - OLIVIERI, *Il bilancio consolidato*, cit., 684 e s., i quali sottolineano che ciò che conta ai fini di entrambe le ipotesi di controllo (di fatto o di diritto) è la possibilità di esercitare una influenza dominante - da considerarsi *in re ipsa* quando il soggetto dispone della maggioranza assoluta dei voti, mentre da valutarsi caso per caso qualora non si raggiunga tale soglia; in senso analogo CANDI, *Le partecipazioni reciproche dopo la riforma*, in *La disciplina dei gruppi di società nella "novella" del 1974*, *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, Giuffrè, 1978, 65 il quale distingue tra controllo di fatto, che in quanto nozione "fattuale" richiede un accertamento concreto caso per caso, volto ad accertare la attribuzione ad un soggetto di una concreta influenza dominante, e controllo di diritto ove opererebbe per l'Autore una presunzione *iuris et de iure* dell'effettività del controllo, tale per cui "se la prima società dispone della maggioranza teorica dei voti nella seconda, è preclusa ogni ulteriore ricerca del concreto dominio"; CARBONETTI, *Commento all'art. 2359 c.c.*, cit., il quale precisa che la disponibilità di voti sufficienti a permettere la nomina e revoca degli amministratori - e dunque una influenza dominante in assemblea - sia una situazione da verificarsi caso per caso e dunque da effettuarsi *ex post* sull'esito delle votazioni assembleari; sulla difficoltà pratica di tale accertamento in concreto, con distinzione tra società quotate, soggette ad obblighi di informazione e comunicazione delle partecipazioni rilevanti per le quali potrebbe risultare più agevole, e non quotate, si veda SBISA, *Società e imprese controllate nel d.l. 9 aprile 1991 n. 127*, in *Riv. soc.*, 1992, 914 e s., il quale precisa che nelle società che non sono soggette a controlli esterni risulta più difficile identificare i soci che concorrono a formare la maggioranza delle deliberazioni assembleari, anche perché "la titolarità delle partecipazioni non è di per sé criterio sufficiente per accertare chi in concreto decide come debba essere esercitato il voto"; si veda altresì SANTOSUOSSO, *Sul collegamento societario*, cit., 712, il quale, pur con riferimento non solo all'ipotesi di controllo di fatto ma altresì di collegamento, suggerisce alcuni "indici di sussistenza di tali poteri di fatto", dovendosi ritenere che l'intensità di questi ultimi sia legata a due variabili "il tempo di esercizio e la sua estensione"; quindi con riguardo il particolare alla ipotesi di controllo di fatto aggiunge che con riferimento al "tempo, non può non riconoscersi che il controllo di fatto deve avere una durata apprezzabile perché se ne possa effettivamente dimostrare la ricorrenza: un dominio invero non è tale se non ha carattere di stabilità".

Sembra allora evidente che l'accertamento di un tale potere in assemblea non possa che discendere da una verifica effettuata necessariamente *ex post*.

È chiaro, infatti, che ove si consideri l'influenza dominante quale situazione di mero fatto, da accertarsi pertanto con riferimento ai singoli casi concreti - e avendo riguardo a tutti gli elementi che di volta in volta possano su di essa interferire - sarebbe ragionevole valutare solo al termine dei lavori assembleari la sussistenza di una tale situazione. Deve rilevarsi, tuttavia, che ciò comporterebbe, senza ombra di dubbio, non pochi problemi applicativi, non fosse altro che per l'applicazione delle discipline che alla fattispecie del controllo risultano connesse.

Sembra allora fortemente opportuno, come già da diversi Autori suggerito - e confermato da una pronuncia della Consob - trovare un modo per determinare la sussistenza di un'influenza dominante anche *ex ante*, benchè sulla base di un giudizio esclusivamente prognostico*.

Rimandando più avanti nel testo⁷ per una più analitica valutazione delle modalità di accertamento dell'esistenza di un controllo di fatto nel caso concreto, e alle profonde differenze che scaturiscono da valutazioni effettuate *ex ante* o *ex post*, ritengo tuttavia opportuno - posto che il ricorrere di una tale situazione di influenza dominante è fortemente condizionato dal variare della situazione concreta in cui l'assemblea si svolge - almeno accennare a quali siano gli elementi che possono in concreto, come già sottolineato da autorevole dottrina, favorire il verificarsi di una tale situazione e, di conseguenza, attribuire rilevanza ad una partecipazione di minoranza.

In estrema sintesi incidono senza dubbio sulla possibilità di esercitare un'influenza dominante in assemblea anche in virtù di una partecipazione azionaria non di maggioranza 1) il frazionamento del capitale sociale, 2) l'assenteismo in assemblea dei piccoli azionisti, nonché 3) eventuali patti parasociali tra i soci, tramite i quali viene convenzionalmente regolato l'esercizio del voto*.

* Sul punto LAMANDINI, *Il controllo*, cit., 25 il quale menziona la Comunicazione Consob del 24 luglio 1992 per una individuazione *ex ante* delle partecipazioni idonee ad attribuire il controllo interno anche di fatto (Comunicazione che il medesimo Autore definisce quale "catalogo delle posizioni di controllo di fatto" in LAMANDINI, *Qualche spunto esegetico sulla nozione di "controllo" ai fini del consolidamento integrale*, in *I gruppi di società*, Atti del convegno internazionale di studi di Venezia 16-17-18 novembre 1995, Giuffrè Milano 1996, 1461). Nonché p. 53 e p. 77, "benchè il giudizio postumo sia in realtà l'unico veramente in grado di accertare con precisione la ricorrenza in concreto di una influenza effettiva, la fattispecie del controllo è tuttavia funzionale a discipline che necessitano di una nozione- presupposto qualificabile su base prognostica" e ciò giustifica il ricorso da parte dell'orientamento a presunzioni almeno relative volte ad accertare la sussistenza almeno potenziale di tale influenza. Ciò che rileva per l'Autore è dunque il mero "pericolo" di influenza dominante, al fine dell'applicazione della disciplina "ciò che assume rilievo è solo che, in costanza delle condizioni indicate dalla norma descrittiva, in futuro possa aversi esercizio di quel potere".

⁷ Si veda il secondo paragrafo del quarto capitolo di questo lavoro.

* Cfr sul punto. NOTARI, *La nozione di controllo*, cit., 347 ss.; NOTARI- BERTONE, *Commento all'art. 2359*, cit., 675 ss.

2.2.1 La stabilità del controllo di fatto. Cenni e rinvio

Appurato dunque che la possibilità in concreto di esercitare in assemblea un'influenza dominante, tale da orientarne le deliberazioni, è considerata elemento centrale della nozione di controllo di fatto, ed individuati gli elementi che agevolano il verificarsi di una tale situazione anche a fronte di una partecipazione di minoranza, non può non emergere fin d'ora, come messo in luce da autorevole dottrina[»] e da alcune pronunce Consob[«], la necessità che tale potere debba essere, in ogni caso, connotato da una certa stabilità.

Quest'ultimo requisito rappresenta, senza dubbio, un elemento essenziale della fattispecie in commento, riguardo al quale deve fin d'ora riconoscersi l'estrema difficoltà di accertamento e verifica nel caso concreto, soprattutto se, come sopra accennato, si scegliesse di optare per una valutazione della sussistenza di un'influenza dominante non *ex post* ma *ex ante*.

[»] Si vedano a riguardo SBISA, *Commento all'art. 2359 c.c.*, cit., 474 e s., il quale sottolinea che, data l'esigenza di certezza necessariamente sottesa alla nozione di controllo, "la disponibilità dei diritti di voto non deve essere frutto di una situazione contingente, ma deve essere la conseguenza di posizioni giuridiche e rapporti che abbiano un certo grado di stabilità", dovendo il soggetto poter disporre "con continuità di una maggioranza relativa sufficiente perché siano approvate le deliberazioni più importanti di competenza della assemblea ordinaria"; BIANCHI, *La nuova disciplina*, cit., 17, il quale con riferimento alla necessaria stabilità sottolinea che non debba considerarsi in ogni caso sufficiente "un'occasionale prevalenza assembleare" mentre risulta necessario che tale prevalenza sia "risultata costante e si sia manifestata con riguardo alle deliberazioni più importanti"; in senso analogo anche NOTARI – BERTONE, *Commento all'art. 2359*, cit., 674 e s., i quali sottolineano che si tratta dell'accertamento di "un assetto di poteri relativamente stabile", con riferimento dunque alla rilevanza della mera influenza potenziale sulle principali decisioni assembleari.

[«] Si veda anzitutto la *Comunicazione Consob n. SOC/RM/92005380* del 24 luglio 1992, la quale anche ad altri fini – configurazione dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto – stabilisce quando debba ritenersi sussistere in capo ad un soggetto una posizione di influenza dominante, prevedendo quale criterio generale che si debba verificare "in linea generale se, in occasione dell'ultima assemblea ordinaria degli azionisti il numero di azioni in forza delle quali il soggetto ha votato, rapportato al numero totale di azioni votanti in assemblea, fosse idoneo a conferire al soggetto medesimo la maggioranza necessaria per le deliberazioni nella stessa assemblea ordinaria, se la partecipazione ha consentito di ottenere la maggioranza sul capitale votante, la medesima è stata considerata idonea ad esercitare un'influenza dominante, e quindi il soggetto è considerato controllante di fatto la società". Si veda altresì "Consob informa – criteri per la determinazione del controllo di fatto", cit., ove la Commissione prevedendo i diversi criteri stabilisce che "l'accertamento di tale relativa stabilità (debba essere effettuato) attraverso un'analisi dell'andamento delle assemblee della partecipata per un arco di tempo ragionevolmente significativo, ma non necessariamente successivo al momento in cui il presunto controllante abbia acquisito la partecipazione", sottolineando quindi un fondamentale aspetto, ovvero la possibilità di considerare anche le assemblee precedenti. In senso analogo *Comunicazione Consob DEM/3074183* del 13 novembre 2003 la quale anzitutto richiede di verificare che "non si tratti di un controllo occasionale, dovuto ad una situazione contingente o ad un fortuito dominio di un'assemblea", dovendosi invece accertare che si tratti di situazione giuridica relativamente stabile e aggiungendo che tale stabilità debba essere accertata "attraverso un'analisi dell'andamento delle assemblee della partecipata per un arco di tempo ragionevolmente significativo", quindi specificando che tale arco temporale debba valutarsi con riferimento anche al momento precedente il trasferimento della partecipazione in capo al presunto controllante e dovendosi effettuare "un'indagine anche sulle passate vicende assembleari per analizzare la percentuale di voti che è stata mediamente necessaria per raggiungere il quorum deliberativo".

Appare infatti chiaro che, pur non potendosi attribuire la qualifica di controllante a colui che per eventi casuali si trovi ad esercitare il suddetto potere, risulta certamente complesso stabilire esattamente quali siano i “limiti temporali” idonei a qualificare stabile una influenza dominante in assemblea⁴¹. Parte della dottrina⁴², considerando la rilevanza in particolare dell’influenza dominante nell’assemblea di nomina dell’organo amministrativo, ha ipotizzato quale arco temporale, durante il quale detta stabilità debba essere garantita, il tempo necessario alla nomina dei nuovi amministratori, pur non garantendo nemmeno tale via uno strumento agevole per verificare il requisito in esame.

Data, allora, da una parte l’estrema rilevanza che si deve riconoscere al requisito della stabilità ai fini della configurabilità del controllo, e dall’altra l’estrema difficoltà nell’individuare le modalità di un suo accertamento nel caso concreto, mi permetto ora di rimandare alle conclusioni che saranno raggiunte a riguardo più avanti nel testo.

2.3 La rilevanza dei voti esercitati *per conto terzi* ai fini della configurabilità del controllo

⁴¹ Cfr NOBILI – VITALE, *La riforma*, cit., 151 e s., i quali tuttavia sia con riguardo al controllo di diritto che a quello di fatto, sembrano sostenere che esso debba considerarsi soggetto alla disciplina in esame anche quando sia soltanto “temporaneo”, ciò che rileva per gli autori pare esclusivamente la possibilità di esercitare in assemblea quei voti attraverso i quali tale controllo viene attuato. Con riferimento al requisito della stabilità del controllo si veda in particolare LAMANDINI, *Il controllo*, cit., 216 e s., il quale, pur ammettendo che l’influenza dominante debba senza dubbio essere caratterizzata da stabilità e che tale tratto sia comune a tutte le figure di controllo, ritiene che nel controllo di fatto vi siano variabili idonee ad incidere su di essa, sottolineando in particolare l’assenteismo degli altri soci che deve, per esempio, permanere tale da consentire alla quota di capitale posseduta dal “controllante” di mantenere la suddetta influenza in assemblea. Aggiunge quindi che “*l’indispensabile requisito della stabilità è elastico e che, al suo livello di minor intensità, esso va inteso in senso quasi negativo, quale situazione di potere non meramente occasionale o transitoria*”. Per l’Autore dunque stabilità non deve interpretarsi come “*inesistenza di alternative ad essa o impossibilità di un suo sovvertimento*”. Cfr. in argomento altresì RESCIO, *I sindacati di voto*, cit., 621, il quale, dopo aver affermato che nell’ipotesi del controllo di fatto l’influenza dominante dipende da assenteismo dei piccoli azionisti tale da offrire ad una minoranza del capitale la maggioranza relativa in assemblea - situazione che “*l’osservazione della realtà indica come raramente reversibile*” - indica quindi quali debbano essere - in generale - le qualità del controllo di fatto: “*stabilità; pronosticabilità di sua futura persistenza; non dipendenza da libera (in ogni assemblea) scelta dei soci, scelta ‘libera’ nel senso di non giuridicamente dovuta né materialmente necessitata*”

⁴² COLOMBO - OLIVIERI, *Il bilancio consolidato*, cit., 678 e s., ove gli Autori anzitutto affermano che la fattispecie di cui all’art. 2359 c.c. deve necessariamente essere caratterizzata dal requisito di una (almeno relativa) stabilità in quanto “*intanto si è in grado di esercitare un’influenza dominante sull’assemblea (e, di conseguenza, sulla società), in quanto la disponibilità dei voti a tal fine necessari sia assicurata per un periodo sufficientemente lungo e non, ad esempio, per una singola riunione assembleare*”, salvo poi riconoscere che non sia affatto agevole indicare un termine decorso il quale la partecipazione attribuisca al titolare il controllo; quindi gli stessi Autori suggeriscono, posta la rilevanza ai fini del controllo del potere di nomina e revoca degli amministratori, che “*l’incognita di cui si discute coincida con il tempo necessario a nominare i nuovi amministratori*”.

Ferma restando allora la necessità di approfondire gli esatti confini del requisito della stabilità, dall'analisi fin qui svolta pare potersi desumere che un controllo debba riconoscersi in capo a colui - o coloro - che siano in grado, con il proprio voto, di orientare le scelte dell'assemblea ordinaria e, in particolare, la nomina dell'organo amministrativo grazie alla disponibilità della maggioranza dei voti in assemblea - ovvero al potere di esercitarvi una influenza dominante nei termini sopra ricordati.

Riprendendo quindi una questione in precedenza lasciata in sospeso, risulta ora opportuno stabilire *quali* voti assumano rilevanza per integrare le fattispecie considerate dai numeri 1 e 2 dell'art. 2359 c.c.

A riguardo è necessario anzitutto richiamare il terzo comma della norma in commento, nello specifico laddove esclude dal novero dei voti rilevanti quelli "esercitati per conto terzi"⁴.

Mentre, infatti, si prevede espressamente che debbano computarsi, ai fini del primo comma, anche i voti spettanti a società controllate, fiduciarie nonché a persona interposta⁵, sono invece esclusi quelli eventualmente spettanti *per conto terzi* e,

⁴ LAMANDINI, *Il controllo*, cit., 26, nt. 20 esclude senza dubbio che ai fini del controllo si calcolino le azioni il cui voto spetti per delega, mentre ritiene rientranti nel computo quelle del minore di cui dispongano i genitori "in ragione delle ampie prerogative di usufrutto e amministrazione che la legge riserva loro"; si veda altresì DONVITO, *Commento all'art. 2359*, cit., il quale esclude la rilevanza dei voti esercitati per conto terzi, sul presupposto che in tali casi - l'Autore non fa distinzioni - prevarrebbe l'interesse del terzo e non di colui che esprime il voto; in senso parzialmente contrario si veda SBISÀ, *Commento all'art. 2359 c.c.*, cit., 466, che proprio con riferimento all'ipotesi di delega ritiene fondamentale "stabilire se il diritto di voto deve essere esercitato dal delegato nel proprio interesse, o nell'interesse del possessore delle azioni o quote"; conforme CARBONETTI, *Commento all'art. 2359 c.c.*, cit. Con riguardo proprio all'esercizio del voto in forza di delega opera un distinguo MIOLA, *Commento all'art. 93*, cit., 769, il quale, posto che in ogni caso debba preventivamente accertarsi nell'interesse di chi viene esercitato il voto in concreto, distingue poi il caso in cui detti voti debbano computarsi ai fini del controllo di diritto o di fatto; nella prima ipotesi, infatti, ritiene che essi assumano senza dubbio rilevanza, mentre si esprime in termini dubitativi per quanto concerne il controllo di fatto, posto che "l'esigenza di certezza delle situazioni giuridiche richiede che la disponibilità di voti in misura tale da esercitare l'influenza dominante nell'assemblea presenti carattere di continuità; il che non è riscontrabile in presenza di deleghe conferite necessariamente per singole assemblee, potendosi valutare solo ex post la stabilità della fonte generatrice del controllo di fatto". Cfr. infine SCHIUMA, *Controllo*, cit., 88, la quale dopo aver dedotto - con ragionamento a contrario - che debba dunque considerarsi controllante solo colui che disponga dei voti per conto proprio, pare sostenere che la situazione soggettiva configurabile in capo al controllante debba necessariamente equivalere alla titolarità di un diritto reale sulla partecipazione, posto che per l'Autrice "rientrano nella fattispecie i diritti di proprietà o altri diritti reali sulle partecipazioni (rectius, sulle prerogative derivanti dalle partecipazioni) sociali, ma non i diritti di credito". Pare tuttavia a chi scrive che non vi sia una corrispondenza necessaria tra possibilità di esercitare il voto per conto proprio e titolarità di un diritto (necessariamente) reale sulla partecipazione.

⁵ Cfr. SBISÀ, *Società e imprese controllate*, cit., 910 s, il quale rileva che ai fini dell'individuazione del rapporto di controllo debbono ritenersi equivalenti al possesso diretto tutte le forme di possesso indiretto di quote di partecipazione, assumendo tuttavia rilevanza le modalità attraverso le quali tale disponibilità si realizza, dovendosi distinguere tra voti spettanti a società fiduciarie ed interposta persona, ovvero possesso indiretto tramite società controllata. Sul punto si vedano altresì COLOMBO - OLIVIERI, *Il bilancio*, cit., 685, secondo i quali ciò che conta è esclusivamente la disponibilità di fatto del voto, mentre "un ruolo apparentemente

dunque, esercitati in nome e per conto di altro soggetto, senza ulteriori specificazioni a riguardo.

La norma dunque espressamente esclude, ai fini del computo dei voti necessari perchè si configuri in capo ad un soggetto la qualifica di controllante - di diritto o di fatto - che possano ritenersi rilevanti voti che, seppur in concreto esercitati in assemblea da un determinato soggetto, siano tuttavia riconducibili a terzi. Apparentemente sembrerebbe dunque venire in considerazione proprio l'ipotesi della delega di voto, tipico strumento - come si è visto nel primo capitolo di questo lavoro - tramite il quale colui che effettivamente presenzia l'assemblea esprime un voto altrui.

L'esclusione dal computo dei voti rilevanti di tutti quelli riconducibili a terzi mi pare tuttavia, anche alla luce delle considerazioni fino ad ora svolte, debba considerarsi una conclusione eccessivamente semplicistica.

A ben vedere, infatti, ciò che rileva ai fini della nozione di controllo disciplinata dal codice civile, come più volte ricordato nel corso di questo lavoro, è la disponibilità del voto, o meglio la possibilità di esercitare in assemblea detto voto, orientandolo secondo il proprio interesse. Controlla infatti la società colui in grado di orientare la volontà assembleare, fondamentalmente con riguardo alla nomina degli amministratori.

Assumendo dunque rilevanza fondamentale l'interesse posto alla base del voto espresso, piuttosto che l'imputazione formale dell'azione che ad esso dà diritto - o la persona legittimata ad esercitarlo in sede assembleare - appare chiaro, come in dottrina autorevolmente sostenuto⁶⁵, che anche nel caso di voti spettanti a terzi sia necessario sempre indagare se colui che esercita in concreto detto voto sia legittimato a farlo nel proprio - o anche nel proprio - interesse.

In tali ipotesi, infatti, i voti espressi dovranno necessariamente essere considerati ai fini della determinazione del controllo, potendosi ragionevolmente

secondario e strumentale svolge lo strumento giuridico che tale disponibilità assicura".

⁶⁵ SBISA, *Commento all'art. 2359 c.c.*, cit., 465 s., secondo il quale è sempre necessario valutare nell'interesse di chi viene esercitato il voto, risultando tale indagine particolarmente necessaria in tutte quelle ipotesi in cui *"le circostanze di fatto non siano univoche"* poichè proprio l'articolo 2359 *"impone di tenere conto del reale potere di decisione"* e stabilisce che non si debbano computare ai fini della qualifica di controllante (solo) i voti spettanti per conto terzi; in senso analogo anche MIOLA, *Commento all'art. 93*, cit., 770, il quale espressamente chiarisce che indipendentemente dalla sussistenza o meno di una scissione tra esercizio del voto e titolarità del medesimo sia *"decisivo, per la sussistenza del controllo, accertare nell'interesse di chi viene esercitato il diritto di voto"*, e che pertanto non debbano ricomprendersi i voti spettanti a soggetto diverso dal titolare della partecipazione, ma solo ed esclusivamente se debbono essere esercitati nell'interesse di colui che ne è stato spogliato - o nell'interesse di terzi - potendosi dunque dedurre a contrario che di tali voti si terrà conto qualora possano essere esercitati nell'interesse proprio da colui che ne dispone in concreto. A riguardo si vedano anche NOBILI - VITALE, *La riforma*, cit., 151, i quali, seppur con riferimento alla dizione della norma antecedente al 1991, già sottolineavano che per determinare l'esistenza di una situazione di influenza dominante si dovesse tenere conto *"anche delle azioni o quote di proprietà di terzi, di cui però la società che si assume controllante possa influenzare il voto"*.

ritenere che chi orienta il voto secondo il proprio interesse di esso disponga, anche ai sensi del primo comma della norma in esame, senza che possa venire in rilievo l'esenzione dei voti esercitati *per conto terzi*⁵⁶ che troverà applicazione, allora, solo ove il voto venga espresso in assemblea da un soggetto *esclusivamente* nell'interesse del titolare della partecipazione.

2.4 Le nozioni c.d. speciali di controllo ed il fondamentale rilievo attribuito alla disponibilità del diritto di voto in assemblea rispetto alla titolarità dell'azione.

Dal momento che il nostro ordinamento, come già ricordato, offre accanto alla nozione di controllo prevista dal codice civile, ulteriori definizioni di tale potere, dopo aver analizzato brevemente nel paragrafo precedente i tratti essenziali della prima, ritengo utile valutare ora se anche le leggi c.d. "speciali" attribuiscono rilevanza - ai fini della sussistenza di un rapporto di controllo - all'esercizio del voto piuttosto che alla titolarità della partecipazione, quindi approfondire se, anche esse, pongono quale presupposto rilevante ai detti fini l'interesse sotteso al voto esercitato, per accertare infine se - eventualmente in maniera più esplicita rispetto a quella offerta dal codice civile - prevedono un nesso tra colui che in concreto orienta la nomina dell'organo amministrativo e chi controlla la società.

Credo sia utile, pertanto, procedere ad una breve analisi di tali norme⁵⁷, pur non pretendendo di valutare in questa sede se e quanto le nozioni proposte dalle leggi "speciali" debbano ricondursi, anche in mancanza di espressa previsione, all'art. 2359, comma 1, n. 2 c.c. e considerarsi eventualmente quali "esplicitazioni" di ipotesi di controllo di fatto - in particolare della nozione di influenza dominante ivi richiamata - non permettendomi di prendere posizione nel vivo dibattito⁵⁸ circa il rapporto tra discipline speciali e nozione codicistica di controllo.

⁵⁶ Per una più approfondita analisi delle diverse fattispecie nelle quali è riscontrabile, nel nostro ordinamento, una dissociazione tra titolarità della partecipazione ed esercizio del diritto di voto ad essa connesso, dell'interesse che ad esso è sotteso e delle conseguenze con riguardo alla nozione di controllo si veda il terzo capitolo di questo lavoro.

⁵⁷ Per una dettagliata analisi delle diverse nozioni di controllo offerte dal nostro ordinamento si veda SCHIUMA, *Controllo, governo*, cit., 271 e ss., la quale distingue le diverse discipline che pongono tale potere tra i propri presupposti in tre gruppi: quelle che riconducono il controllo al *potere di nomina e revoca degli amministratori*, per le quali dunque quest'ultimo risulta riconducibile al governo della società, ad un'influenza sulla sua organizzazione - tra le quali la nozione codicistica, la disciplina OPA, quella avente ad oggetto l'*insider trading*; quelle che pongono l'accento sul *condizionamento dell'attività imprenditoriale sul mercato*, ove dunque il condizionamento non riguarda il soggetto che gestisce la società ma l'attività della stessa; quelle, infine, che intendono il controllo come un *indice delle interessenze imprenditoriali di taluni soggetti sul patrimonio e sullo svolgimento dell'attività programmata*, al fine di prevenire essenzialmente conflitti di interessi o crisi di efficienza gestionale.

⁵⁸ Con riferimento alle nozioni di controllo previste da leggi "speciali", al rapporto tra esse - nonché tra esse e l'art. 2359 - è opportuno rimandare tra gli altri a MARCHETTI, *Note sulla nozione di controllo*, cit., 1 ss.

Assumendo l'ordine cronologico di emanazione delle leggi quale filo conduttore dell'analisi – con la consapevolezza che talune di esse risultano ad oggi abrogate, ovvero trasposte in diversi testi normativi, e che ciascuna definizione di controllo risente indubbiamente delle finalità che la disciplina ad essa correlata vuole perseguire - in primo luogo, dicevo, viene in rilievo l'art. 1 della l. 416/1981, così come modificato dall'art. 1 co 2 della l. 67/1987, avente ad oggetto la disciplina dell'editoria⁸.

Per definire il controllo si richiamano espressamente anzitutto i rapporti considerati dall'art. 2359 c.c., per poi esplicitare la nozione di influenza dominante, rilevante ai fini del controllo di fatto, la quale ricorre qualora rapporti di carattere non solo finanziario, ma anche organizzativo consentano, tra le altre ipotesi, l' "attribuzione di poteri maggiori rispetto a quelli derivanti dal numero delle azioni o quote possedute", ovvero "l'attribuzione a soggetti diversi da quelli legittimati in base all'assetto proprietario di poteri di scelta degli amministratori e dei dirigenti delle imprese editrici [...]".

Analogamente la nozione di controllo prevista dalla successiva legge sulla emittenza radiotelevisiva⁹ (l. 223/1990) ricorreva, fin dalla sua prima formulazione, ad un esplicito riferimento non solo all'articolo 2359 c.c., ma altresì alla nomina degli amministratori da parte di un soggetto non legittimato sulla base del possesso azionario, riproducendo in modo pressoché identico la disposizione prevista dall'art. 1 comma 8 della l. 416/1981 sopra richiamata.

Con l'abrogazione dell'art 37, l. 223/1990 ad opera della l. 177/2005 - T.U. della radiotelevisione - che all'art. 43 commi 14 e 15¹⁰ ridefinisce la fattispecie, la

⁸ Art 1 co 8: "Le persone fisiche e le società che controllano una società editrice di giornali quotidiani, anche attraverso intestazione fiduciaria delle azioni o delle quote o per interposta persona, devono darne comunicazione scritta alla società controllata ed al servizio dell'editoria entro trenta giorni dal fatto o dal negozio che determina l'acquisizione del controllo. Costituisce controllo la sussistenza dei rapporti configurati come tali nell'articolo 2359 del codice civile. Si ritiene esistente, salvo prova contraria, l'influenza dominante prevista dal primo comma dell'articolo 2359 del codice civile quando ricorrano rapporti di carattere finanziario o organizzativo che consentono:[...] l'attribuzione di poteri maggiori rispetto a quelli derivanti dal numero delle azioni o delle quote possedute; ovvero l'attribuzione a soggetti diversi da quelli legittimati in base all'assetto proprietario di poteri nella scelta degli amministratori e dei dirigenti delle imprese editrici nonché dei direttori delle testate edite".

⁹ Art. 37 co 1: "Ai fini della presente legge costituiscono controllo e collegamento la sussistenza dei rapporti configurati come tali nell'articolo 2359 del codice civile, ancorché tali rapporti siano realizzati congiuntamente con altri soggetti tramite società direttamente o indirettamente controllate o tramite intestazione fiduciaria o mediante accordi parasociali. Si ritiene esistente, salvo prova contraria, l'influenza dominante prevista dal primo comma dell'articolo 2359 del codice civile quando ricorrano rapporti di carattere finanziario o organizzativo che consentano anche una sola delle seguenti attività: [...] d) attribuzione di poteri maggiori rispetto a quelli derivanti dal numero delle azioni o delle quote possedute; e) l'attribuzione a soggetti diversi da quelli legittimati in base all'assetto proprietario di poteri nella scelta degli amministratori e dei dirigenti di imprese radiotelevisive, nonché dei direttori delle testate trasmesse".

¹⁰ Art. 43 comma 14: "Ai fini del presente testo unico il controllo sussiste, anche con riferimento a soggetti diversi dalle società, nei casi previsti dall'articolo 2359, commi primo e secondo, del codice civile".

Art. 43 comma 15: "Il controllo si considera esistente nella forma dell'influenza dominante, salvo prova contraria, allorché ricorra una delle seguenti situazioni:

nozione di controllo resta pressochè immutata, specificandosi tuttavia che si ha influenza dominante anche in caso di “esistenza di un soggetto che, da solo o in base alla concertazione con altri soci, abbia la possibilità di esercitare la maggioranza dei voti dell’assemblea ordinaria o di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori”, con un primo espresso riferimento quindi alla possibile concertazione tra soci.

Sembrerebbe fin d’ora potersi affermare allora, seppur da una superficiale analisi delle norme, che anche in questo ambito deve attribuirsi rilevanza al controllo relativo alla gestione dell’impresa piuttosto che quello incentrato esclusivamente “sul dato formale della partecipazione al capitale della controllata”⁵².

La legge *antitrust* (l. 287/1990), all’art. 7⁵³, introduce invece una nuova nozione di controllo⁵⁴, ampliando la fattispecie rilevante rispetto a quella definita all’art. 2359

a) esistenza di un soggetto che, da solo o in base alla concertazione con altri soci, abbia la possibilità di esercitare la maggioranza dei voti dell’assemblea ordinaria o di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori;

b) sussistenza di rapporti, anche tra soci, di carattere finanziario o organizzativo o economico idonei a conseguire uno dei seguenti effetti:1) la trasmissione degli utili e delle perdite;2) il coordinamento della gestione dell’impresa con quella di altre imprese ai fini del perseguimento di uno scopo comune;3) l’attribuzione di poteri maggiori rispetto a quelli derivanti dalle azioni o dalle quote possedute;4) l’attribuzione a soggetti diversi da quelli legittimati in base all’assetto proprietario di poteri nella scelta degli amministratori e dei dirigenti delle imprese;

c) l’assoggettamento a direzione comune, che può risultare anche in base alle caratteristiche della composizione degli organi amministrativi o per altri significativi e qualificati elementi”.

⁵² AGOSTINI, COLAGRANDE, LENOCI, MARINELLI, RORDORF, SALAFIA, *Il bilancio consolidato*, Milano, Ipsoa, 1993, 38.

⁵³ Art. 7: “ 1. Ai fini del presente titolo si ha controllo nei casi contemplati dall’articolo 2359 del codice civile ed inoltre in presenza di diritti, contratti o altri rapporti giuridici che conferiscono, da soli o congiuntamente, e tenuto conto delle circostanze di fatto e di diritto, la possibilità di esercitare un’influenza determinante sulle attività di un’impresa, anche attraverso: a) diritti di proprietà o di godimento sulla totalità o su parti del patrimonio di un’impresa; b) diritti, contratti o altri rapporti giuridici che conferiscono un’influenza determinante sulla composizione, sulle deliberazioni o sulle decisioni degli organi di un’impresa. 2. Il controllo è acquisito dalla persona o dalla impresa o dal gruppo di persone o di imprese: a) che siano titolari dei diritti o beneficiari dei contratti o soggetti degli altri rapporti giuridici suddetti; b) che, pur non essendo titolari di tali diritti o beneficiari di tali contratti o soggetti di tali rapporti giuridici, abbiano il potere di esercitare i diritti che ne derivano”.

Con riferimento alla normativa comunitaria si veda in argomento il regolamento n. 4064/89/CEE, relativo al controllo delle operazioni di concentrazione tra imprese, il quale all’art. 3 definisce la nozione di controllo precisando che esso sussiste “in presenza di diritti, contratti che conferiscono, da soli o congiuntamente e tenuto conto delle circostanze di fatto o di diritto, la possibilità di esercitare un’influenza determinante sull’attività di un’impresa”, per poi precisarsi che (lett.b) tra tali diritti e contratti rientrano quelli che “conferiscono un’influenza determinante sulla composizione, sulle deliberazioni o sulle decisioni degli organi di un’impresa”. Infine la norma comunitaria stabilisce che il controllo è acquisito anche “dalla persona o dall’impresa o dal gruppo di persone o imprese [...] che pur non essendo titolari di tali diritti o beneficiari di tali contratti, abbiano il potere di esercitarne i diritti che ne derivano”.

Sulla nozione di controllo proposta dal Regolamento sopra menzionato, è utile richiamare altresì la Comunicazione della Commissione (98/C 66/02) ove si chiarisce al punto 10 che “Il controllo viene tuttavia normalmente acquisito da persone o imprese che sono detentori di diritti atti a conferire il controllo o che comunque abbiano il potere di esercitare tali diritti [cfr. articolo 3, paragrafo 4, lettera a]. In situazioni eccezionali il titolare formale di una partecipazione di controllo può essere diverso dalla persona o dall’impresa che detiene di fatto il potere effettivo di esercitare i diritti risultanti dalla partecipazione stessa. Questo può avvenire, per esempio, quando un’impresa si avvale di un’altra persona o impresa per l’acquisizione dei diritti di controllo e li esercita tramite detta persona o impresa, anche se è quest’ultima il titolare formale dei diritti stessi. In tale situazione il controllo è acquisito dall’impresa che ha di fatto compiuto, in modo indiretto, l’operazione e dispone del potere di fatto di controllare l’impresa oggetto dell’operazione [articolo 3, paragrafo 4, lettera b]”. La

c.c., precisando che il controllo sussiste anche in presenza di “*diritti, contratti o altri rapporti*”⁵⁶ giuridici” i quali, tenuto conto delle specifiche circostanze di fatto, attribuiscono la possibilità di esercitare un’influenza dominante sulle attività di un’impresa.

La norma chiarisce dunque che tale influenza potrà anche realizzarsi in via c.d. mediata, ovvero attraverso “*un’influenza determinante sulla composizione, sulle deliberazioni o sulle decisioni degli organi di un’impresa*”.

È opportuno sottolineare⁵⁷ come la normativa in esame proponga una nozione di controllo molto più “*di ordine decisionale che non di ordine dominicale*”, coerentemente con le sue finalità, volendo attribuire maggiore rilievo, piuttosto che alla effettiva partecipazione al capitale, alla possibilità di incidere ed influenzare le decisioni dell’impresa.

Quanto al rapporto tra la nozione appena richiamata e quella codicistica, in dottrina⁵⁸ si sottolinea la necessità di effettuare una catalogazione diversa delle

Commissione si preoccupa quindi, al punto 14, di specificare che “*il controllo può essere acquisito anche attraverso una partecipazione di “minoranza qualificata”. Che ciò sia il caso può essere stabilito in base ad elementi di natura giuridica o fattuale*” aggiungendo che per stabilire se nel caso specifico vi sia o meno il controllo esclusivo da parte di un azionista che non detiene la maggioranza delle partecipazioni “*si verificano le presenze degli azionisti alle assemblee degli esercizi precedenti. Se dal numero dei soci che partecipano alla assemblea si deduce che un azionista di minoranza gode di una stabile maggioranza dei voti nell’assemblea stessa, si considera che egli disponga di una partecipazione sufficiente ad assicurargli il controllo esclusivo*”. Infine la Commissione espressamente chiarisce che gli azionisti di minoranza si devono ritenere detentori del potere di controllo qualora abbiano in precedenza raccolto la maggioranza dei diritti di voto “*in occasione delle decisioni fondamentali nelle assemblee degli azionisti*” e che “*a tal fine il periodo normalmente preso in considerazione è l’arco degli ultimi tre anni*”.

⁵⁶ Con riferimento a tale nozione si veda LAMANDINI, *Il controllo*, cit., 34 ove l’Autore sottolinea che la dizione proposta dalla normativa *antitrust* ricomprende un maggior numero di fattispecie rispetto a quelle riconducibili all’art. 2359 c.c., è incentrata sulla nozione di “*influenza determinante*” anziché dominante ed è configurata in modo da richiedere un accertamento, volta per volta, delle circostanze concrete così da verificare la sussistenza di un potere “*almeno potenziale*” attribuendo rilevanza anche a “*mezzi o rapporti fonte di influenza determinante diversi da quelli tipizzati dall’art. 2359*”.

Per una approfondita analisi della nozione di controllo nella normativa *antitrust* è poi fondamentale richiamare NOTARI, *La nozione*, cit.

⁵⁷ Con riferimento a tale ampia nozione si veda ancora NOTARI, *La nozione*, cit., in particolare p. 385, il quale anzitutto riporta nell’ambito del controllo esterno ogni ipotesi di controllo non riconducibile alla partecipazione al capitale dell’impresa, come ricordato più avanti nel testo, e dunque non solo quello frutto di rapporti contrattuali che legano tra loro le imprese, ma anche quello basato su “*vincoli di natura o oggetto diverso*”, richiamando in particolare “*le convenzioni che senza attribuire alcun diritto parziale sulle azioni, conferiscono ad un terzo non socio il potere di influenzare l’esercizio dei diritti di voto derivanti da una partecipazione di controllo*”. Aggiunge quindi l’Autore che – potremmo dire come avviene nel caso del controllo ex art. 2359 c.c.– “*la ricorrenza del controllo ai fini antitrust è rinvenibile laddove l’influenza agisca sulla struttura dell’impresa, determinando [...] la sua organizzazione e le decisioni dei suoi organi sociali*”. È interessante aggiungere che, pur dubitativo sull’ammissibilità di tali ipotesi, l’Autore riconduce alle convenzioni di cui si tratta anche i casi di “*vendita*” dei diritti di voto. Conclude infine ricordando (p. 389) che lo strumento convenzionale, quale esso sia può rappresentare “*vuoi un indice rilevatore di una posizione di controllo che ha altrove il suo elemento essenziale, vuoi un fattore di potenziamento di un strumento di controllo di altra natura*”.

⁵⁸ AGOSTINI, COLAGRANDE, LENOCI, MARINELLI, RORDORF, SALAFIA, *Il bilancio*, cit., 36.

⁵⁹ NOTARI, *La nozione*, cit., in particolare si vedano 335 ss.

possibili forme di controllo rilevanti ai sensi della normativa *antitrust*, dovendosi effettuare una netta distinzione tra controllo interno, caratterizzato esclusivamente dalla partecipazione al capitale dell'impresa, e controllo c.d. esterno, riconducendo poi a quest'ultimo tutte le svariate forme di controllo realizzate mediante strumenti diversi.

Ciò non significa, si noti, dare rilevanza esclusivamente, o principalmente, alla titolarità del voto piuttosto che alla (mera) disponibilità del medesimo, ai fini della configurabilità del controllo. Al contrario, anche in questo caso, sembrerebbe assumere nuovamente una fondamentale importanza l'esercizio concreto del voto – dovendosi escludere, ancora una volta, soltanto i voti di cui si disponga effettivamente per conto terzi - indipendentemente, specifica uno degli Autori⁸⁸ fautori della suddetta tesi, dal “*nomen iuris dato dalle parti allo strumento che attribuisce al non titolare la facoltà di esercitare il diritto di voto*”.

Seguendo tale impostazione sarebbero dunque configurabili⁸⁹ più ipotesi di controllo, quello del titolare della partecipazione, quello di colui che dispone del voto in virtù di diritti parziali sul titolo, nonché quello di colui che “*comunque ne dispone*”.

Pare infine opportuno porre l'attenzione sul fatto che la nozione in commento attribuisce espressamente particolare rilevanza al fatto che il controllo debba ricondursi in capo a colui che, pur non titolare dei diritti o contratti o altri rapporti giuridici che conferiscono la suddetta influenza, abbia tuttavia il “*potere di esercitare i diritti che ne derivano*”. Ancora una volta, lo stesso tenore letterale della norma conferma la tesi secondo la quale, ai fini del controllo, non deve considerarsi rilevante (solo ed) esclusivamente la titolarità della partecipazione⁹⁰.

⁸⁸ NOTARI, *La nozione*, cit., 337

⁸⁹ Ancora NOTARI, *La nozione*, cit., 342

⁹⁰ Con riferimento alla normativa *antitrust* ritengo sia utile richiamare infine il II comma dell'art. 27 – avente ad oggetto la partecipazione al capitale di enti creditizi – oggi abrogato dall'art. 161 del d.lgs. 325/93, il quale espressamente considerava rilevante il controllo tramite “*accordo tra soci che regola l'esercizio del voto*”.

Riguardo a tale disposizione si è sottolineata in dottrina, AGOSTINI, COLAGRANDE, LENOCI, MARINELLI, RORDORF, SALAFIA, *Il bilancio*, cit., 37, proprio l'attenzione rivolta al sindacato di voto quale strumento per l'acquisto del controllo, ritenendola indice di una crescente consapevolezza del legislatore del tempo “*di come simili patti possano costituire uno degli strumenti tipici del controllo*”.

Art. 27 co. 2: “*Ai fini del presente titolo il rapporto di controllo si considera esistente, ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile, anche quando un solo socio, o più soci attraverso la partecipazione a un sindacato di voto - nel qual caso ciascuno di essi e' considerato controllante - possiedono più di un quarto del numero totale delle azioni ordinarie o delle quote ovvero più di un decimo se si tratta di società con azioni quotate in borsa, semprechè non sussista un socio o un altro sindacato di voto formato da altri soci con un maggior numero complessivo di azioni ordinarie o di quote o che disponga altrimenti del controllo sulla società. Costituisce sindacato di voto qualsiasi accordo tra soci che regola l'esercizio del voto. Ogni accordo che regola l'esercizio del voto deve essere comunicato alla Banca d'Italia entro 48 ore dalla data di stipulazione*”.

Avalla la tesi che si mira a sostenere in questo lavoro quanto alla rilevanza essenziale da attribuire alla effettiva scelta dell'organo amministrativo ai fini della identificazione del soggetto controllante, anche il testo normativo che disciplinava il gruppo creditizio (d.lgs. 356/1990⁶⁴), prima dell'entrata in vigore del T.U.B. il quale, effettuato un generico richiamo alla disciplina codicistica, prevedeva poi espressamente una presunzione di influenza dominante, rilevante ai fini del controllo di fatto, in caso di "possesso di una partecipazione idonea a consentire la nomina della maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione", nonché, richiamando questa volta una ipotesi già introdotta da precedenti nozioni c.d. speciali, in caso di rapporti tra i soci di carattere finanziario o organizzativo idonei ad attribuire poteri circa la scelta degli amministratori a soggetti diversi rispetto a quelli legittimati in base all'assetto proprietario.

Con il d.lgs. 127/1991 vengono recepite in Italia la quarta⁶⁵ e settima⁶⁶ direttiva comunitaria e, non solo viene modificato il dettato dell'art. 2359 c.c., ma, ai fini del

⁶⁴ Art. 26 (oggi abrogato dall'art. 161, comma 1, del d.lgs. 385/1993): "Nozione di controllo: 1. Ai fini della presente disciplina il controllo ricorre nelle ipotesi di cui all'art. 2359, comma 1, del codice civile, anche se la partecipazione è posseduta attraverso società fiduciarie o comunque attraverso soggetti interposti. 2. L'esistenza del controllo nella forma dell'influenza dominante è presunta, salvo prova contraria, allorchè ricorra una delle seguenti situazioni: 1) possesso di una partecipazione idonea a consentire la nomina della maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione; 2) sussistenza di rapporti, anche tra soci, di carattere finanziario e organizzativo idonei a conseguire uno dei seguenti effetti: a) la trasmissione degli utili o delle perdite; b) il coordinamento della gestione dell'impresa con quella di altre imprese ai fini del perseguimento di uno scopo comune; c) l'attribuzione di poteri maggiori rispetto a quelli derivanti dalle azioni o dalle quote possedute; d) l'attribuzione a soggetti diversi da quelli legittimati in base all'assetto proprietario di poteri nella scelta di amministratori e dei dirigenti delle imprese; 3) assoggettamento, in base alla composizione degli organi amministrativi o per altri concordanti elementi, a direzione comune".

⁶⁵ Direttiva 78/660/CE

⁶⁶ Direttiva 83/349/CE avente ad oggetto l'obbligo di redazione dei bilanci consolidati. Si veda in particolare la sezione I ove, con riferimento alle condizioni relative alla redazione dei conti consolidati si richiede sussistere una fattispecie nella quale, tra le altre ipotesi, un'impresa abbia "il diritto di nominare o revocare la maggioranza dei membri dell'organo di amministrazione, di direzione o di vigilanza di un'impresa (impresa figlia) ed è allo stesso tempo azionista o socio di tale impresa [...]" (art. 1, comma 1, lett. b), ovvero "è azionista o socio di un'impresa e: aa) in virtù del solo esercizio dei suoi diritti di voto, è stata nominata in carica durante l'esercizio in corso e l'esercizio precedente e sino alla redazione dei conti consolidati la maggioranza dei membri dell'organo di amministrazione, di direzione o di vigilanza di questa impresa (impresa figlia); ovvero bb) in base ad un accordo con altri azionisti o soci di tale impresa (impresa figlia), controlla da sola la maggioranza dei diritti di voto degli azionisti o soci dell'impresa stessa" (art. 1, comma 1, lettera d).

Per un'analisi della rilevanza degli accordi sul voto - in generale nelle c.d. leggi speciali e in particolare nelle Direttive IV e VII - si veda NUZZO, *Il vincolo di voto nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1991, 580 e ss., il quale sottolinea, in particolare, come le direttive europee prevedono sussistere il controllo esclusivamente qualora in base all'accordo il socio "controlli da solo la maggioranza dei diritti di voto", dovendosi in effetti, a parere dell'Autore, parlare di controllo solo in quanto questo "riposi in unica mano". A tal fine ritiene che le direttive offrano una chiara previsione, specificando che tale situazione sussiste ove il socio "abbia il diritto di nominare o revocare la maggioranza dei membri dell'organo di amministrazione, direzione o di vigilanza". In definitiva l'Autore, sulla base delle diverse nozioni di controllo, anche comunitarie, pare ammettere un controllo tramite accordo sull'esercizio del voto ogni qualvolta esso permetta ad un solo socio di nominare e revocare la maggioranza dell'organo amministrativo. Sempre con riferimento agli accordi aventi ad oggetto l'esercizio del voto ai fini della configurabilità del controllo si veda ancora MARCHETTI, *Note sulla nozione*, cit., 7, ove

bilancio consolidato - oggetto specifico del d.lgs. citato - si introduce anche una nozione di controllo più ampia.

L'art. 26⁴ di tale provvedimento normativo, infatti, indipendentemente dalla sussistenza di un rapporto di controllo riconducibile alla nozione codicistica⁵, prevede che debbano considerarsi controllate le imprese in cui "un'altra, in base ad accordi con altri soci, controlla da sola la maggioranza dei diritti di voto"⁶. Appare chiaro

l'Autore, affrontando il tema del controllo congiunto, pare concludere che un controllo tramite accordo sia ammissibile purchè individuale, ovvero qualora l'accordo "potenzi la posizione di un solo partecipante che nel sindacato [in quanto l'Autore fa espresso riferimento a tali accordi] abbia influenza dominante".

Con riferimento ai voti che da prendersi in considerazione per determinare la sussistenza dell'obbligo di consolidamento la VII Direttiva specifica, all'articolo 2 "Ai fini dell'applicazione dell'articolo 1, paragrafo 1, lettere a), b) e d), ai diritti di voto, di nomina o di revoca dell'impresa madre vanno aggiunti i diritti di un'altra impresa figlia nonchè quelli di una persona che agisce in nome proprio ma per conto dell'impresa madre o di un'altra impresa figlia" (art. 2, comma 1). Con riferimento ai voti che devono, al contrario, essere sottratti da quelli rilevanti, risultano quelli "b) inerenti alle azioni o quote detenute in garanzia, a condizione che tali diritti siano esercitati conformemente alle istruzioni ricevute, o che la detenzione di tali azioni o quote sia per l'impresa detentrica un'operazione corrente nell'ambito delle sue attività in materia di prestiti, semprechè i diritti di voto siano esercitati nell'interesse del garante" (art. 2, comma 2, lett. b). La direttiva, dunque, riconosce espressamente rilevanza, anche al fine di stabilire quali imprese siano tenute alla redazione dei bilanci consolidati a situazioni nelle quali l'impresa "madre" possa esercitare sull'impresa figlia un determinato numero di voti nell'interesse proprio. Le partecipazioni detenute in garanzia, per esempio, sono escluse dal computo solo ed esclusivamente se l'esercizio del voto avviene in conformità delle istruzioni ricevute.

⁴ Art. 26, d.lgs. 197/1991 "1. Agli effetti dell'art. 25 sono considerate imprese controllate quelle indicate nei numeri 1) e 2) del primo comma dell'art. 2359 c.c. del codice civile. 2. Agli stessi effetti sono in ogni caso considerate controllate: a) le imprese su cui un'altra ha il diritto, in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, di esercitare un'influenza dominante, quando la legge applicabile consenta tali contratti o clausole; b) le imprese in cui un'altra, in base ad accordi con altri soci, controlla da sola la maggioranza dei diritti di voto. 3. Ai fini dell'applicazione del comma precedente si considerano anche i diritti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persone interposte; non si considerano quelli spettanti per conto di terzi".

⁵ Sottolinea che la dizione della norma è tale da considerare sussistere il controllo nelle due fattispecie sub a) e sub b) indipendentemente dalla riconducibilità all'art. 2359 c.c. SBISA, Società e imprese, cit., 920, il quale poi si interroga sulla possibilità - inversa - di considerare le ipotesi richiamate dalle lettere a) e b) dell'art. 26 rilevanti rispetto alla nozione codicistica di controllo (ove non vengono, come è noto, richiamate). A riguardo l'Autore pare affermare che il controllo della maggioranza mediante accordi - e dunque quanto previsto alla lett. b) - debba senza dubbio potersi ricondurre al controllo di fatto di cui al 2359 comma 1 n. 2, in quanto "il controllo della maggioranza dei diritti di voto attraverso accordi con altri soci è una forma di disponibilità di fatto dei voti esercitabili";

⁶ Con riferimento alla nozione di controllo nella disciplina dei bilanci consolidati si vedano COLOMBO - OLIVIERI, *Il bilancio consolidato*, cit., 668 e ss. In particolare con riferimento alla disposizione di cui all'art. 26, comma 2, lett. b) si veda p. 688 e ss. ove gli Autori anzitutto specificano che la fattispecie ivi prevista è tale da ricomprendere "ogni ipotesi di accordo fra soci che attribuisca ad uno di essi la maggioranza dei diritti di voto", specificando poi che per maggioranza dei diritti debba intendersi quella sufficiente ad accordare ad un soggetto il potere di esercitare un'influenza dominante ai sensi dell'art. 2359, comma 1, n. 2 c.c. Con riferimento agli accordi che debbono considerarsi rilevanti gli Autori chiariscono che non ci si debba limitare a considerare i sindacati di voto ma debbano, invece, "farsi rientrare tutte le pattuizioni il cui oggetto o effetto sia quello di attribuire ad uno dei paciscenti il controllo della maggioranza dei voti", dovendosi tuttavia escludere quelli che non siano in grado di attribuire al socio un "controllo solitario". Con riferimento all'accordo rilevante ai fini del controllo ex comma 2, lett. b) si veda altresì la *Relazione allo schema di decreto legislativo per l'attuazione della IV direttiva* (n. 78/660 del 25 luglio 1978) e per l'attuazione della VII direttiva (n. 83/349 del 13 giugno 1983) del Ministero di grazia e giustizia - Commissione per lo studio e l'attuazione delle direttive Cee in materia di diritto delle società, in *Riv. soc.*, II, 1991, 1270 ss. ove, sub art. 26 si

dunque come, anche in questa sede, nuovamente si scelga di attribuire rilevanza, non alla titolarità della partecipazione, quanto piuttosto alla disponibilità del diritto di voto, specificandosi come quest'ultima possa eventualmente derivare anche da accordi tra soci. Il mero esercizio del diritto di voto non è tuttavia sufficiente ad integrare la fattispecie nemmeno in tale sede, posto che - analogamente a quanto già previsto dal codice civile e da altre leggi "speciali" - assume un effettivo rilievo esclusivamente il voto esercitato nell'interesse proprio, richiedendo la norma, ancora una volta, di escludere dal computo dei voti rilevanti quelli spettanti per conto terzi.

Da una parte dunque si sottolinea espressamente la rilevanza essenziale dell'esercizio del voto rispetto alla sola titolarità della partecipazione, dall'altra si pone in risalto l'interesse che tale voto deve rappresentare, escludendo dal computo dei rilevanti quei voti esercitati effettivamente nell'interesse altrui. Data poi l'espressa rilevanza attribuita dalla medesima norma all'influenza dominante raggiunta tramite accordo tra soci, si pone in risalto un'ulteriore questione, ovvero quale genere di collaborazione possa considerarsi effettivamente idonea a tale fine e quali debbano essere considerati gli esatti confini della stessa.

Come precisato in dottrina⁶⁷ parrebbe opportuno non limitarsi a considerare il sindacato di voto, dovendosi invece ritenere rilevante ogni fattispecie in cui "[...] di fatto il risultato dell'accordo sia che un singolo socio disponga da solo della maggioranza dei diritti di voto in assemblea [...]"⁶⁸. Si noti, come precisato da un Autore⁶⁹, che il controllo della maggioranza dei diritti di voto, anche derivante da accordo tra soci, potrebbe essere in definitiva riconducibile anche ad una disponibilità di fatto dei voti, idonea ad integrare in ogni caso un'ipotesi di controllo di fatto ex art. 2359, comma 1, n. 2 (benché nel caso specifico, e dunque ai fini del bilancio consolidato, la norma consideri la fattispecie di per sé rilevante e non solo quale esplicitazione della norma codicistica)⁷⁰.

specifica che la norma lascia "impregiudicato il problema della validità dei patti di sindacato [...] giacché prende in considerazione la semplice circostanza che un accordo con altri soci esista e sia di fatto rispettato" precisando quindi che la norma non si riferisce esclusivamente ai patti di sindacato.

⁶⁷ Tra gli altri SBISA, *Società e imprese controllate*, cit., 918; si veda altresì quanto esposto nella precedente nota.

⁶⁸ SBISA, *Società e imprese*, cit., 918.

⁶⁹ Ancora SBISA, *Società e imprese*, cit., 918.

⁷⁰ Ancora con riferimento alla disciplina dei bilanci consolidati e, in particolare, della nozione di controllo rilevante a tali fini, si veda BALZARINI, *La disciplina dei bilanci consolidati*, in *La nuova disciplina dei bilanci di società*, a cura di BUSSOLETTI, in *Quaderni di diritto commerciale europeo*, 166 e s., il quale con riferimento ai voti di cui un soggetto abbia disponibilità - e dunque rilevanti ai fini della definizione di controllo - richiama espressamente le ipotesi di pegno, usufrutto, sequestro, riporto o altra ipotesi di possesso qualificato tale da legittimare l'esercizio del voto, aggiungendo che rientrano nel computo anche quei voti spettanti in forza di accordi, che possono essere del più vario genere, in particolare "anche non qualificabili come sindacati di voto". Si noti infine che l'Autore espressamente sottolinea che devono escludersi dal computo "i casi di disponibilità legittima dei diritti di voto esercitati per procura o per conto di terzi, senza la proprietà od il possesso delle azioni o quote cui sono connessi".

Sulla base di quanto appena considerato sembrerebbe allora potersi concludere che, indipendentemente dalla qualifica dell'accordo, ove da quest'ultimo possa discendere la disponibilità della maggioranza dei voti, colui che in concreto li esercita debba considerarsi controllante di fatto, almeno ai fini della redazione del bilancio consolidato (salvo poi potersi eventualmente ipotizzare di ricondurre tale ipotesi di controllo ad una esplicitazione del controllo di fatto di cui all'art. 2359, comma 1, n. 2, potendo così estendere tale fattispecie anche ad altri ambiti).

Mi sembra che quest'ultima considerazione assuma un'estrema rilevanza ai fini di questo lavoro, lasciando intendere che la qualifica di controllante debba in definitiva spettare anche a colui che esclusivamente disponga della maggioranza dei voti e ciò, non solo indipendentemente dal titolo, ma anche della forma dell'accordo che tale potere in concreto attribuisce.

Proseguendo la breve analisi delle norme che offrono – o hanno offerto - nel nostro ordinamento nozioni di controllo ulteriori rispetto a quella codicistica, viene in rilievo il d.lgs. 90/1992 che, con l'introduzione dell'articolo 5 *quater*⁷¹ nel testo della legge 216/1974 – concernente la disciplina delle informazioni da pubblicare al momento della cessione di una partecipazione importante in società quotate – imponeva di considerare controllante il soggetto che *“in base ad accordi con altri soci controlla da solo la maggioranza dei diritti di voto, ovvero ha il diritto di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori”*. Ancora una volta si evidenziava, con formula già nota, la rilevanza non tanto della titolarità della partecipazione in capo al controllante, quanto piuttosto del risultato che quest'ultimo fosse in grado di raggiungere mediante il ricorso a voti spettanti ad altri soggetti, con i quali intercorresse un accordo, di ogni genere, a ciò finalizzato.

2.4.1 (segue) In particolare la (abrogata) l. 149/1992

Ponendo l'attenzione ancora ad una normativa oggi abrogata, ritengo interessante ai fini di questo lavoro ricordare l'articolo 10⁷² della l. 149/1992, recante la disciplina dell'offerta pubblica di acquisto precedente all'entrata in vigore del

⁷¹ Art. 5-*quater*: *“Per l'applicazione dei precedenti articoli 5, 5-bis e 5-ter, una società si considera controllata nei casi previsti dall'art. 2359 del codice civile. Sono in ogni caso considerate controllate le società in cui un altro soggetto, in base ad accordi con altri soci, controlla da solo la maggioranza dei diritti di voto, ovvero ha il diritto di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori”*.

Disposizione pressoché identica era stata dettata dalla l. 20/1991 per le imprese ed enti assicurativi, la quale all'art. 10 espressamente prevedeva il controllo tramite sindacato di voto, precisando che debba considerarsi tale *“ogni accordo tra soci che regoli l'esercizio del voto”*.

⁷² Art. 10 comma 2: *“Ai fini del presente articolo il controllo si realizza attraverso una partecipazione che consenta di disporre della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria, ovvero di esercitare un'influenza dominante nella medesima assemblea, anche tramite interposta persona, società fiduciaria, o attraverso partecipazione a sindacati di voto”*.

T.U.F. Tale norma, nel determinare la nozione di controllo rilevante per l'operatività dell'obbligo di offerta, stabiliva che il controllo *“si realizza attraverso una partecipazione che consenta di disporre della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria, ovvero di esercitare un'influenza dominante nella medesima assemblea, anche tramite interposta persona, società fiduciaria, o attraverso partecipazione a sindacati di voto”*.

Con riferimento proprio a tale nozione di controllo mi sembra utile ricordare la Comunicazione Consob del 24 luglio 1992²³, che illustra i criteri seguiti dalla Commissione al fine di individuare le partecipazioni di maggioranza relativa in tutti quei casi in cui non sia possibile identificare un soggetto controllante che disponga della maggioranza assoluta dei diritti di voto esercitabili in assemblea.

Benchè tale comunicazione rispondesse all'esigenza specifica di chiarire la disciplina prevista dall'articolo 10 n. 3²⁴ della legge sopra menzionata, mi sembra potersi considerare l'analisi allora realizzata dalla Consob ancora attuale per determinare quando, pur in assenza di un controllo certo (di diritto), sia configurabile in capo ad uno o più soggetti un'influenza dominante e, dunque, un controllo di fatto della società.

È interessante ricordare anzitutto il primo criterio (punto n. 1) previsto dalla suddetta comunicazione ovvero verificare se la partecipazione detenuta sia in grado di attribuire al soggetto una posizione di *“influenza dominante”* in assemblea, dovendosi a tal fine accertare se, in occasione *“dell'ultima assemblea ordinaria degli azionisti il numero di azioni in forza delle quali il soggetto ha votato, rapportato al numero totale di azioni votati in assemblea, fosse idoneo a conferire al soggetto medesimo la maggioranza necessaria per le deliberazioni nella stessa assemblea ordinaria”*.

Quale secondo criterio (punto n. 2) la Comunicazione suggerisce di accertare i casi in cui *“più azionisti hanno aggregato la totalità delle singole quote possedute, ovvero parte delle stesse, attraverso la stipula di accordi parasociali [...] rilevanti [...] sia nel caso in cui regolino l'esercizio del diritto di voto in assemblea, sia nel caso in cui comunque consentano di dare unicità di indirizzo alla gestione sociale”*. La successiva precisazione circa gli accordi da considerarsi rilevanti sottolinea, ancora una volta, l'importanza che si attribuisce alla nomina e revoca dell'organo amministrativo ai fini della

²³ Comunicazione n. SOC. RM/92005380.

²⁴ Art. 10 comma 3: *“Qualora non sia possibile individuare uno o più azionisti di controllo ai sensi del comma 2, l'obbligo di cui al comma 1 sussiste quando s'intende acquisire direttamente o indirettamente, tramite interposta persona o la partecipazione a sindacati di voto, una partecipazione non inferiore a quella posseduta direttamente o indirettamente, per il tramite di interposta persona o di società fiduciaria, dall'azionista ovvero, nel caso in cui esistano sindacati di voto, dagli azionisti in possesso della maggioranza relativa dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria. In tali casi la CONSOB, in base alle informazioni di cui è destinataria, rende periodicamente noto, per ogni società, entro trenta giorni dall'approvazione del bilancio annuale o al verificarsi di fatti oggettivamente rilevanti, l'ammontare della partecipazione rilevante per la configurazione dell'obbligo di cui al presente comma”*.

configurabilità del controllo, specificandosi che tra essi debbano considerarsi quelli tramite i quali un soggetto *“abbia il potere di nominare la maggioranza dei consiglieri di amministrazione della società”*.

Infine, indipendentemente dall'esistenza di accordi parasociali, si considera rilevante (punto n. 3) ai fini di cui sopra, la partecipazione del soggetto che *“abbia dichiarato espressamente di esercitare sulla società un'influenza dominante esclusivamente in virtù della propria partecipazione”*.

I criteri appena richiamati sembrano dunque destinati a confermare la tesi secondo la quale la qualifica di controllante spetti in definitiva a colui che, indipendentemente dalla effettiva partecipazione posseduta e dal titolo in forza del quale esercita il diritto di voto, sia in grado di orientare la volontà assembleare. La posizione della Consob non si discosta dunque da quella desumibile delle norme sopra richiamate, disciplinanti la nozione di controllo rilevante per l'applicazione di discipline diverse da quella dell' OPA.

2.4.2 (segue) La nozione di controllo ai sensi del T.U.B.

Anche la nozione di controllo proposta dal T.U.B. (d.lgs. 385/1993) all'art. 23, sembra rilevare ai fini dell'analisi che si conduce, posto che, dopo un generico richiamo alla fattispecie considerata dal codice civile, esplicita le ipotesi nelle quali deve ritenersi inegrato un controllo di fatto, dovendosi presumere, salvo prova contraria, una influenza dominante. In tale contesto assume particolare rilevanza la previsione secondo la quale il controllo, nella forma dell'influenza dominante, deve considerarsi integrato allorchè vi sia *“un soggetto che, sulla base di accordi, ha il diritto di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori o del consiglio di sorveglianza ovvero dispone da solo della maggioranza dei voti ai fini delle deliberazioni relative alle materie di cui agli artt. 2364 e 2364-bis del codice civile”*⁷⁵.

Si può facilmente notare come tale previsione confermi, ancora una volta, quanto più volte affermato circa la rilevanza, ai fini del controllo, non tanto della titolarità della partecipazione, quanto piuttosto della possibilità concreta di orientare la volontà assembleare, con particolare riferimento alla nomina e revoca degli amministratori: dipenda dall'esercizio del voto per conto proprio, o piuttosto derivi da accordi intercorrenti con altri soci, ciò che rileva, anche ai sensi del T.U.B., è la possibilità *di fatto* di determinare le deliberazioni dell'assemblea.

⁷⁵ Con riferimento alla nozione di controllo proposta dal T.U.B. si veda tra gli altri CAMPOBASSO, *Controllo e poteri della capogruppo*, in *I gruppi di società*, Atti del convegno internazionale di studi tenutosi a Venezia 16-17-18 novembre 1995, in *Collana della Riv. soc.*, Milano, Giuffrè, 1996, 793 ss.

Per attribuire ulteriore fondamento alla tesi in esame, si può ricordare quanto previsto anche dal comma 2, numero 3, lett. d, del medesimo articolo 23, richiamando una formula già proposta da altri testi normativi, ai sensi del quale si ha influenza dominante, rilevante ai fini della determinazione del controllo, in presenza di accordi tra soci di carattere finanziario o organizzativo idonei ad avere quale effetto, tra gli altri, quello di attribuire *“a soggetti diversi da quelli legittimati in base alla titolarità delle partecipazioni, [di] poteri nella scelta degli amministratori o dei componenti del consiglio di sorveglianza [...]”*.

2.4.3 (segue) Il controllo ai sensi del T.U.F.

Nel concludere questa breve e certamente non esaustiva rassegna di alcune delle nozioni di controllo proposte nel nostro ordinamento, non può non citarsi l'articolo 93 del d.lgs. 58/1998⁵, rubricato *“Definizione di controllo”* (che in sostanza riporta una nozione pressoché analoga a quella prevista dall'art. 26 del d.lgs. 127/1991 in materia di bilanci consolidati già richiamata).

Il T.U.F. definisce il controllo in primo luogo richiamando espressamente quanto previsto dal codice civile, sia con riferimento al controllo di fatto che di diritto, aggiungendo tuttavia, precisamente alla lettera b del secondo comma, che debbono considerarsi imprese controllate anche quelle sulle quali *“un socio, in base ad accordi*

⁵ Art. 93: *“Definizione di controllo - 1. Nella presente parte sono considerate imprese controllate, oltre a quelle indicate nell'articolo 2359, primo comma, numeri 1 e 2, del codice civile, anche: a) le imprese, italiane o estere, su cui un soggetto ha il diritto, in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, di esercitare un'influenza dominante, quando la legge applicabile consenta tali contratti o clausole; b) le imprese, italiane o estere, su cui un socio, in base ad accordi con altri soci, dispone da solo di voti sufficienti a esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria. 2. Ai fini del comma 1 si considerano anche i diritti spettanti a società controllate o esercitati per il tramite di fiduciari o di interposte persone; non si considerano quelli spettanti per conto di terzi”*. A riguardo si veda MIOLA, *Commento all'art. 93*, cit., 92 ss., il quale in particolare sottolinea che, rispetto alla nozione codicistica, quella del T.U.F. attribuisce espressamente rilevanza ad un'influenza dominante esercitata non solo da società, ma anche da imprenditori individuali e persone fisiche. Aggiunge l'Autore che il richiamo espresso alle fattispecie di controllo previste dall'art. 2359 c.c. consente di attribuire rilevanza anche in tale ambito alla disponibilità dei diritti di voto connessi alle azioni piuttosto che alla loro titolarità, in particolare in ipotesi nelle quali il proprietario venga privato di tali diritti, come nel caso di usufrutto e pegno, aggiungendo infine che debbono ricomprendersi tra i voti dei quali si ha disponibilità anche quelli esercitati per delega, pur restando l'Autore scettico riguardo alla possibilità di configurare un controllo *“per delega”* di fatto, in quanto *“nel caso di controllo di fatto l'esigenza di certezza delle situazioni giuridiche richiede che la disponibilità di voti, in misura tale da esercitare l'influenza dominante nell'assemblea, presenti carattere di continuità”*, mentre nell'ipotesi di conferimento di deleghe (necessariamente riferite ad una sola assemblea) tale requisito difetterebbe *“potendosi valutare solo ex post la stabilità della fonte generatrice del controllo di fatto”*. Per un'analisi della disposizione si veda altresì MUCCIARELLI, *Commento all'art. 93*, in Marchetti – Bianchi, *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, D. Lgs 24 febbraio 1998 n. 58, Commentario, Giuffrè, Milano, 1999, 33 ss.

Per un'analisi più completa della configurabilità del controllo nei casi di dissociazione tra diritto di voto e titolarità della partecipazione si veda infra il capitolo terzo.

*con altri soci, dispone da solo di voti sufficienti a esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria*⁷⁷.

Dal momento che il Testo Unico attribuisce espressamente rilevanza al controllo raggiunto tramite accordo, può forse risultare utile brevemente cercare di individuare, in concreto, quali fattispecie possano integrare tale presupposto. A riguardo un Autore⁷⁸ chiarisce doversi effettuarsi una interpretazione estensiva della nozione, tale da ricomprendere ogni *“accordo o clausola statutaria avente ad oggetto l'esercizio del diritto di voto”* e, come oggetto o effetto, *“l'attribuzione ad uno dei partecipanti della disponibilità dei voti idonei ad esercitare l'influenza dominante nell'assemblea ordinaria”*, così chiarendo che, nemmeno ai sensi del T.U.F., parrebbe essenziale poter qualificare l'accordo come sindacato di voto.

Quanto alla maggioranza della quale deve poter disporre il soggetto controllante ai sensi del comma 1, lett. b, l'Autore sottolinea che lo stesso tenore letterale della norma non richiede che essa sia assoluta, dovendosi dunque ammettere in primo luogo un controllo conseguito mediante maggioranza relativa nonché l'eventualità che un controllo di fatto sia conseguito tramite lo strumento dell'accordo⁷⁹.

Resta tuttavia fondamentale che l'accordo in questione abbia carattere di stabilità, in quanto la medesima caratteristica dovrà avere, a parere del medesimo Autore, l'influenza dominante che da esso possa derivare.

Non può non riconoscersi allora come, al requisito della stabilità del controllo - del quale già si è anticipata la rilevanza essenziale, e la difficile valutazione, in ogni ipotesi di controllo di fatto, secondo la nozione codicistica di detto potere - venga nuovamente attribuita una posizione di rilievo, tale da giustificare ulteriormente la necessità di un approfondimento analitico a riguardo, per il quale si rimanda al prosieguo di questo lavoro.

Anche il Testo Unico attribuisce infine ruolo centrale all'interesse sotteso ai voti esercitati ove specifica, analogamente al codice civile, che non debbano computarsi ai fini dell'attribuzione della qualifica di controllante, i voti spettanti per conto terzi. A riguardo, tuttavia, si precisa in dottrina⁸⁰ come non possono ritenersi

⁷⁷ Con riferimento a tale disposizione si veda ancora MIOLA, *Commento all'art. 93*, cit., 769, il quale sottolinea che l'espressa previsione di tale comma permette di non domandarsi se il controllo “derivante” da accordi con altri soci debba ricondursi o meno nel controllo di fatto di cui all'art. 2359 – risultando rilevante per se stesso.

⁷⁸ Ancora MIOLA, *Commento all'art. 93*, cit., 775 e 777.

⁷⁹ Si noti, tuttavia, che l'Autore (p. 778) espressamente esclude che il controllo tramite accordi sull'esercizio del voto possa ricondursi al controllo di fatto ai sensi dell'art. 2359, co. 1, n. 2 c.c. in quanto sarebbe il legislatore a *“attribuire rilevanza all'effetto leva realizzato tramite la partecipazione ad accordi relativi all'esercizio del diritto di voto”*. Tale effetto dunque dovrebbe avere rilevanza esclusivamente nelle nozioni c.d. “speciali” ove espressamente richiamato e non con riferimento alla disciplina del codice civile.

⁸⁰ MIOLA, *Commento all'art. 93*, cit., 769.

“spettanti per conto terzi” – e dunque esclusi dal computo ai sensi del comma 2 - i voti di cui dispone un soggetto in forza degli accordi di cui sopra, in quanto si ritiene che in siffatte ipotesi l'interesse sotteso non sia, in ogni caso, solo ed esclusivamente quello del partecipante all'accordo. Si tratterebbe invece di *“voti esercitati per conto proprio, ferma restando la conteggiabilità in capo ad un solo partecipante”*. Indipendentemente dunque da una eventuale scissione tra titolarità e disponibilità del voto, appare fondamentale rilevare che, ancora una volta, risulta *“decisivo per la sussistenza del controllo, accertare nell'interesse di chi viene esercitato il diritto di voto”*.

2.4.4 (segue) Definizioni di controllo offerte dalla normativa comunitaria

Appurata la rilevanza attribuita pressochè da tutte le norme fino ad ora richiamate alla disponibilità, nell'interesse proprio, dei voti necessari ad orientare la nomina e revoca degli amministratori, eventualmente anche in forza di accordi in qualunque forma conclusi, potrebbe essere utile menzionare alcuni testi normativi comunitari e regolamenti Consob che, dalla emanazione del T.U.F. ad oggi, hanno inciso sulla - o, in qualche modo, fatto almeno riferimento alla - nozione di cui stiamo trattando.

Mi riferisco *in primis* alla direttiva 2001/34/CE, così come modificata dalla direttiva 2004/109/CE, relativa all'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, la quale mi sembra assumere rilevanza laddove indica quali voti debbano considerarsi ai fini del raggiungimento delle soglie previste per gli obblighi di comunicazione, in quanto i medesimi criteri potrebbero ritenersi eventualmente utilizzabili per determinare i voti rilevanti anche per la determinazione del controllo.

Mi pare utile evidenziare in particolare l'espressa previsione circa la rilevanza⁸¹ – tra gli altri – dei diritti di voto anche in ipotesi di dissociazione tra

⁸¹ Art. 10: *“Acquisizione o cessione di percentuali rilevanti di diritti di voto*

Gli obblighi di notifica definiti all'articolo 9, paragrafi 1 e 2 si applicano anche a una persona fisica o giuridica nella misura in cui essa ha diritto ad acquisire, cedere o esercitare i diritti di voto in uno dei seguenti casi o in una combinazione degli stessi:

a) i diritti di voto sono detenuti da un terzo con il quale tale persona fisica o giuridica ha concluso un accordo che li obbliga ad adottare, con un esercizio concertato dei diritti di voto detenuti, una politica comune durevole nei confronti della gestione dell'emittente in questione;

b) i diritti di voto sono detenuti da un terzo in virtù di un accordo, concluso con tale persona fisica o giuridica, che prevede il trasferimento provvisorio e retribuito di tali diritti di voto;

c) i diritti di voto sono inerenti alle azioni depositate presso tale persona fisica o giuridica a titolo di garanzia, sempreché tale persona fisica o giuridica controlli i diritti di voto e dichiari la volontà di esercitarli;

d) i diritti di voto sono inerenti alle azioni di cui tale persona fisica o giuridica ha l'usufrutto;

e) i diritti di voto sono detenuti o possono essere esercitati ai sensi delle lettere da a) a d) da un'impresa controllata da tale persona fisica o giuridica;

titolarità ed esercizio dei medesimi, come accade ove si tratti di voti *“inerenti alle azioni depositate presso tale persona fisica o giuridica a titolo di garanzia, sempreché tale persona fisica o giuridica controlli i diritti di voto e dichiarare la volontà di esercitarli”*, nonché *“inerenti alle azioni di cui tale persona ha l’usufrutto”*, *“inerenti alle azioni depositate presso tale persona fisica o giuridica e [che] possono essere esercitati discrezionalmente da tale persona fisica o giuridica in assenza di istruzioni specifiche degli azionisti”* ed infine che *“possono essere esercitati da tale persona fisica o giuridica in virtù di una delega, ove tale persona possa esercitarli discrezionalmente in assenza di istruzioni specifiche degli azionisti”*.

Mi preme sottolineare soprattutto quest’ultimo richiamo, che sembrerebbe attribuire un primo fondamento alla tesi che si vuole dimostrare nel presente lavoro, ovvero che la delega di voto, ove consenta al delegato un esercizio discrezionale dello stesso, possa considerarsi - eventualmente anche per la configurabilità del controllo - uno strumento astrattamente idoneo ad attribuire al soggetto non titolare della partecipazione una posizione di potere in società analoga a quella del socio, con tutte le conseguenze che da tale dissociazione possono eventualmente derivare.

Anche i principi contabili internazionali IAS/IFRS - e in particolare lo IAS 27 avente ad oggetto bilanci consolidati e separati, nella dizione precedente alla recente modifica apportata dal regolamento UE n. 1254/2012⁸ - da una parte proponevano una ulteriore definizione di controllo, qualificandolo come il *“potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un’entità al fine di ottenere i benefici delle sue attività”*, dall’altra, introducevano una presunzione di controllo (pur facendo salva la prova contraria) richiamando a ben vedere ipotesi già altrove considerate, quali il controllo di più della metà dei voti esercitabili in assemblea *“in virtù di accordi con altri soci”* (lettera a) e il potere di *“nominare o rimuovere la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione”* (lettera c) pur non disponendo della maggioranza assoluta in assemblea⁹, sottolineando così, ancora una volta, la rilevanza della posizione di

f) i diritti di voto sono inerenti alle azioni depositate presso tale persona fisica o giuridica e possono essere esercitati discrezionalmente da tale persona fisica o giuridica in assenza di istruzioni specifiche degli azionisti;

g) i diritti di voto sono detenuti da un terzo a suo nome per conto di tale persona fisica o giuridica;

h) i diritti di voto possono essere esercitati da tale persona fisica o giuridica in virtù di una delega, ove tale persona possa esercitarli discrezionalmente in assenza di istruzioni specifiche degli azionisti.

⁸ Il principio contabile IAS 27 (oggi rubricato *“bilancio separato”*) è stato infatti recentemente sostituito dallo IFRS 10, destinato a fornire un unico modello per il bilancio consolidato, che prevede il controllo come base per il consolidamento di tutti i tipi di entità, come si legge nel Considerando n. 2 del regolamento (UE) n. 1254/2012. Sulla nozione di controllo offerta dallo IFRS 10 si veda BIANCHI, *L’area del consolidamento dopo il principio IFRS 10*, consultato al seguente indirizzo http://www.odcec.mi.it/Libraries/Materiale_Convegni/BIANCHI.pdf in data aprile 2014.

⁹ In argomento di veda BIANCHI, *Note sulla nozione di controllo nei principi contabili internazionali IAS/IFRS in materia di bilancio consolidato*, in *Riv. soc.*, 2011, 253 ss., il quale in primo luogo sottolinea che il controllo qui considerato si caratterizza quale controllo *“pienamente solitario”*, aggiungendo quindi - ai fini che ci riguardano - che il dato fondamentale della nozione in esame è la titolarità, non dei voti o della partecipazione, ma del *“potere di determinare le politiche gestionali e finanziarie”*, potere che può derivare *“da una situazione di controllo sia di*

colui che, eventualmente grazie ad accordi con altri soci, sia in definitiva in grado di orientare la nomina dell'organo amministrativo, dando così ulteriore fondamento alla tesi oggetto di questo lavoro.

Anche il regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate n. 17221 del 12/3/2010, modificato dalla delibera n. 17389 del 23 giugno 2010, sembrerebbe avallare ulteriormente la tesi di cui si tratta allorquando, nell'allegato "A", definisce il controllo quale *"potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un'entità al fine di ottenere benefici dalle sue attività"*, precisando che esso sussiste anzitutto quando un soggetto possiede *"direttamente o indirettamente attraverso le proprie controllate, più della metà dei diritti di voto di un'entità"*, nonchè *"quando un soggetto possiede la metà o una quota minore, dei diritti di voto esercitabili in assemblea se questi ha: a) il controllo di più della metà dei diritti di voto in virtù di un accordo con altri investitori; [...] c) il potere di nominare o di rimuovere la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione o dell'equivalente organo di governo societario, ed il controllo dell'entità è detenuto da quel consiglio o organo ,[...]"*

Per concludere la presente analisi ritengo utile richiamare due ulteriori testi normativi comunitari.

In primo luogo, con riferimento alla nozione di influenza dominante, viene in rilievo la recente definizione contenuta nella Direttiva 2012/30/CE, la quale, all'articolo 28, comma 2, lett. a prevede che gli Stati membri *"in mancanza di un coordinamento delle disposizioni nazionali sul diritto dei gruppi"* possano definire le fattispecie nelle quali si presume sussistere influenza dominante, dovendo tuttavia, qualora si avvalgano di tale facoltà, *"prevedere che esista la possibilità di un'influenza dominante quando una società per azioni: — ha il diritto di nominare o revocare la maggioranza dei membri dell'organo di amministrazione, di direzione o di vigilanza ed è allo stesso tempo azionista o socio dell'altra società, o — è azionista o socio dell'altra società e detiene da sola, in base ad un accordo con altri azionisti o soci di tale società, il controllo della*

diritto che di fatto, ossia indipendentemente e al di là del grado di stabilità del controllo", restando irrilevante la quota di capitale posseduta dal soggetto. Con riguardo alla non necessità di stabilità del controllo – in particolare per la difficoltà di accertamento della stessa - l'Autore precisa che una diversa prospettiva *"implicherebbe indagini complicate e per lo più non pienamente attendibili"*, non risultando chiaro quando tale riscontro debba essere effettuato *"se, ad esempio, al termine dell'esercizio oppure decorso un determinato numero di esercizi (tre?)".* Ma certo l'incertezza regnerebbe sovrana in materia". Con riferimento alla mera potenzialità del controllo ai fini dell'applicazione della disciplina l'Autore richiama il punto 15 dello IAS in esame, ove si prevede che al fine di valutare *"se i diritti di voto potenziali contribuiscono al controllo, l'entità esamina tutti i fatti e le circostanze (inclusi le clausole di esercizio dei diritti di voto potenziali e qualsiasi altro accordo contrattuale considerato sia singolarmente sia in abbinamento ad altri) che incidono sui diritti di voto potenziali [...]"*. Conclude quindi l'Autore sottolineando la non rilevanza della stabilità del controllo (ai fini dell'applicazione – qui - dell'obbligo di bilancio consolidato, ma con argomenti che forse vanno oltre tali confini) data la *"difficoltà se non arbitrarietà del tentativo di individuare un lasso temporale accettabile con riferimento al quale accertare siffatta situazione non potendo quest'ultima certo farsi coincidere, a mio parere, ad esempio, con la durata triennale del mandato dell'organo amministrativo o con altri criteri temporali che la legge prevede a tutt'altro fine"*.

maggioranza dei voti degli azionisti o dei soci di detta società". In secondo luogo trovo interessante citare la direttiva 2013/34/UE che all'articolo 22, nel definire i presupposti perchè sorga l'obbligo di redazione del bilancio consolidato, sostanzialmente individua alcune ipotesi di controllo, attribuendo ancora una volta fondamentale rilevanza all'esercizio del diritto di voto (*in primis* con riferimento alla nomina e revoca dell'organo amministrativo) con particolare riguardo all'interesse ad esso sotteso, laddove prevede quali voti debbano essere esclusi dal computo delle maggioranze rilevanti⁸⁴.

In definitiva, l'analisi fin qui condotta circa le diverse nozioni di controllo offerte a livello interno e comunitario, sembra dunque confermare la tesi più volte ormai ricordata: non solo il codice civile, ma gran parte delle c.d. leggi speciali, dimostrano che la mera titolarità della partecipazione non può considerarsi l'esclusivo presupposto utile ai fini della attribuzione della qualifica di controllante in capo ad un soggetto, sia esso socio o meno.

Pare invece doversi riconoscere che pressoché tutte le nozioni di controllo contemplate dal nostro ordinamento si preoccupino di qualificare quale controllante – in modo da evitare facili elusioni delle discipline correlate a ciascuna nozione – qualunque soggetto in grado di orientare la volontà assembleare sino al punto di nominare l'organo amministrativo⁸⁵, quale che sia la "modalità" scelta per perseguire tale scopo, ed indipendentemente dal tipo di accordo in forza del quale si disponga dei diritti di voto a tal fine necessari.

⁸⁴ Si veda a riguardo l'art. 22, paragrafi 3,4 e 5, della direttiva citata.

⁸⁵ Ipotizza una lettura unitaria del concetto di controllo, almeno quale definito dal codice civile, SPOLIDORO, *Il concetto di controllo*, cit., 484, ove propone di accogliere l'idea che "le tre fattispecie descritte nell'art. 2359 siano in realtà espressione di una situazione omogenea: quella in cui una società è in grado di nominare o revocare a proprio piacimento gli amministratori o la maggioranza degli amministratori di un'altra società".

CAPITOLO TERZO

LA DISSOCIAZIONE TRA TITOLARITÀ DELLA PARTECIPAZIONE ED ESERCIZIO DEL DIRITTO DI VOTO

SOMMARIO: 3.1 Analisi delle ipotesi nelle quali si configura una dissociazione tra titolarità della partecipazione ed esercizio del diritto di voto ad essa relativo, diverse dalla delega di voto; 3.1.1 Pegno e usufrutto; 3.1.2 Ulteriori ipotesi di dissociazione: in particolare vendita a termine di azioni e riporto; 3.1.3 (*segue*) Il prestito titoli e contratti derivati; 3.2 Controllo in caso di dissociazione tra titolarità della partecipazione ed esercizio del diritto di voto.

3.1 Analisi delle ipotesi nelle quali si configura una dissociazione tra titolarità della partecipazione ed esercizio del diritto di voto ad essa relativo, diverse dalla delega di voto.

Si è cercato di dimostrare nei precedenti paragrafi come, nel nostro ordinamento, tanto ai sensi dell'art. 2359 c.c. quanto sulla base delle nozioni c.d. speciali, per attribuire la qualifica di controllante non debba considerarsi, esclusivamente, la titolarità dell'azione – e dunque la proprietà della medesima – assumendo piuttosto rilevanza, la disponibilità del diritto di voto ad essa connesso.

Quanto alla nozione offerta dal codice civile, per esempio, si può ritenere controllante colui che dispone della maggioranza assoluta dei voti – tali da integrare un controllo di diritto – ovvero di tanti voti quanti necessari ad esercitare un'influenza dominante in assemblea – controllo di fatto. Resta in secondo piano, invece, la circostanza che la legittimazione a tale esercizio derivi dalla proprietà delle azioni ovvero da altro titolo a ciò idoneo.

Le diverse nozioni di controllo, infatti, al fine di evitare facili elusioni delle discipline cui fungono da presupposto, prendono in considerazione la posizione, non solo del titolare delle azioni, ma anche di colui che soltanto disponga dei diritti di voto ad esse connessi. È bene tuttavia chiarire fin d'ora che tale ultima fattispecie assume rilevanza esclusivamente qualora consenta, a colui che in concreto esercita il voto, di perseguire - o almeno poter, in astratto, perseguire - un interesse proprio.

Pare quindi opportuno, ritengo, tentare di individuare le fattispecie idonee a realizzare una dissociazione tra titolarità dell'azione ed esercizio del diritto di voto

ad essa connesso, per poi verificare in quali di tali ipotesi possa configurarsi, in capo a colui che in concreto esercita il diritto, quella disponibilità rilevante ai fini delle nozioni di controllo, ovvero la possibilità di esprimere un voto nell'interesse – o anche nell'interesse – proprio.

Sembra, inoltre, ancor prima necessario operare una distinzione forse banale, ma fondamentale per il prosieguo dell'analisi, distinguendo in primo luogo tra i) titolarità della partecipazione azionaria – in forza della quale spetta al proprietario l'esercizio del voto connesso all'azione – e ii) titolarità del (solo) diritto di voto – che può spettare anche ad un soggetto diverso dal proprietario in ipotesi, appunto, di dissociazione tra titolarità dell'azione e legittimazione all'esercizio del voto.

In secondo luogo effettuare un'ulteriore distinzione, con riferimento questa volta alla legittimazione al voto. Come più volte ripetuto, infatti, essa può spettare anche a soggetto diverso dal proprietario del titolo - quale legittimazione primaria o secondaria, tale cioè da attribuire, rispettivamente, il diritto di esercitare il voto *iure proprio* ovvero *iure delegato*.

Da quanto sopra si desume come la titolarità del voto *iure proprio* non spetta necessariamente al proprietario della partecipazione azionaria.

Come si avrà modo di approfondire più avanti nel testo, infatti, si attribuisce una legittimazione primaria al voto, per esempio, al creditore pignoratizio e all'usufruttuario, benché si tratti di soggetti titolari di diritti reali minori sui titoli azionari - come da attenta dottrina già da tempo sostenuto*.

Alla luce di quanto affermato parrebbe allora potersi sostenere - benché tale assunto dovrà essere dimostrato nel prosieguo mediante una seppur breve analisi delle diverse fattispecie - che la disponibilità del diritto di voto rilevante ai fini delle (varie) nozioni di controllo, tale da consentire di esercitarlo nell'interesse, o anche nell'interesse, proprio, sia anzitutto quella spettante in forza di una titolarità propria - dunque qualificabile come legittimazione al voto primaria o *iure proprio*.

Ciò che ci si propone di dimostrare tuttavia è che anche la legittimazione secondaria o *iure delegato* possa, in determinati casi, ritenersi rilevante ai fini in oggetto. Se, infatti, anche il voto esercitato dal soggetto delegato si dovesse rivelare, in determinate ipotesi, espressione di un interesse proprio e non del delegante, non si vede perché anche esso non possa, o debba, assumere rilevanza ai fini della nozione di controllo (dal momento che – come si proverà a dimostrare - è esclusivamente la possibilità, in concreto, di perseguire l'interesse proprio, indipendentemente dal titolo che ciò legittima, a giustificare l'equiparazione, ai fini delle nozioni di

* Cfr. tra gli altri GATTI, *La rappresentanza*, cit.; SANTINI, *Cessione di credito garantito da pegno di azioni e diritto di voto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1954, 299, il quale sottolinea che il legislatore all'art. 2352 c.c. sarebbe intervenuto "sulla titolarità del diritto e non solamente in ordine alla legittimazione".

controllo, tra chi è solo legittimato al voto e chi invece lo eserciti *iure proprio* in quanto titolare anche del titolo).

In definitiva ci si propone di dimostrare che le ipotesi di disponibilità rilevanti ai fini del controllo sono tutte quelle in cui colui che in concreto esercita il voto lo possa fare – o in concreto lo faccia - nell'interesse, o anche nell'interesse, proprio.

3.1.1 Pegno e usufrutto

Chiarita la distinzione tra titolarità della partecipazione e del voto, nonché tra legittimazione all'esercizio di quest'ultimo *iure proprio* o *iure delegato*, mi sembra opportuno analizzare la prima delle dissociazioni rilevanti, ovvero quella che si realizza al momento della costituzione in pegno di titoli azionari e di usufrutto sui medesimi - considerando congiuntamente le due ipotesi in quanto accomunate da una medesima disciplina, prevista dall'art. 2352 c.c., con riguardo all'esercizio del voto – per poi valutare se e quale rilievo assumono i diritti di voto, esercitati in forza di tali diritti reali minori, ai fini delle nozioni di controllo.

Ai sensi dell'art. 2352 c.c. in caso di pegno o usufrutto, il diritto di voto inerente alle azioni spetta, salva convenzione contraria, al titolare del diritto reale minore, dunque al creditore pignoratizio, ovvero all'usufruttuario.

Di conseguenza, salvo che le parti si accordino diversamente, stipulando un patto in deroga alla disciplina del 2352 c.c., colui che partecipa all'assemblea ed esercita i diritti di voto è un soggetto diverso dal socio ed estraneo alla compagine sociale.

Occorre quindi, in primo luogo, stabilire quale legittimazione all'esercizio del voto spetti a creditore pignoratizio e usufruttuario, per poi appurare quale interesse debba essere perseguito da questi ultimi nell'esercizio dello stesso, così da stabilire se e quali limiti siano tenuti a rispettare.

Come anticipato, la dottrina è pressoché concorde nel ritenere che la legittimazione, nell'ipotesi considerata, sia qualificabile come primaria. Usufruttuario e creditore pignoratizio risulterebbero dunque titolari di un diritto proprio, di una posizione autonoma rispetto a quella del socio, ad essi spettante *ex lege*. Di conseguenza, godendo di una legittimazione primaria, essi eserciterebbero il diritto di voto *iure proprio*⁸. La formulazione stessa della norma infatti – e il verbo

⁸ Sostengono che la titolarità del diritto di voto di usufruttuario e creditore pignoratizio non sia di carattere derivativo ma tragga fondamento direttamente dalla legge GATTI, *La rappresentanza*, cit., 93; SACCHI, *L'intervento e il voto*, cit., 350 ss; ANGELICI, *La partecipazione azionaria nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Rescigno, 16, Torino, Utet, 1985, 319; SANTINI, *Cessione del credito*, cit., 296 ss. il quale precisa – con riferimento al pegno di

spettare, in particolare - sembra attribuire loro la piena titolarità del diritto di voto⁸⁵, dovendosi leggere quale riconoscimento “*in forma autonoma e non derivativa del diritto di voto*”⁸⁶ - benché parte della dottrina abbia riconosciuto a tale indice letterale un mero valore indiziario⁸⁷.

Si è inoltre rilevato⁸⁸ che la legittimazione all’esercizio del voto di creditore pignoratizio e usufruttuario, autonoma e *iure proprio*, si distingue in particolare proprio da quella del soggetto delegato al voto. Quest’ultimo, infatti, benché eserciti il voto pur non essendo socio, così come i titolari dei diritti reali minori di cui si tratta, è esclusivamente “*investito della legittimazione all’esercizio del voto ma non della titolarità del diritto sociale*”; seguendo tale impostazione la legittimazione del rappresentante ha dunque un carattere non originario ma derivativo e trova la sua fonte nella delega conferita dal socio. Mentre nel caso del creditore e dell’usufruttuario la legittimazione all’esercizio del voto deriva direttamente dalla titolarità del medesimo, ad essi attribuita dalla legge⁸⁹, il delegato non essendo

azioni - che il diritto di voto non rientra tra le facoltà che competono al creditore in quanto custode del titolo, ma alla amministrazione della cosa data in pegno; se infatti il creditore dovesse votare quale custode, prosegue, “*non avrebbe un proprio interesse protetto, cioè un diritto al voto, ma un semplice dovere verso l’azionista e quindi non potrebbe respingere le eventuali istruzioni del debitore*”; per l’Autore dunque la legge riconosce l’interesse al voto del creditore pignoratizio proprio attribuendogli il diritto di votare (anche) nell’interesse proprio; PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, VII, Torino, Utet, 1994, 2*, 266, il quale ritiene che, indipendentemente dai limiti di matrice dominicale o societaria, la posizione rispetto al voto di tali soggetti “*rivesta un carattere autonomo (anzi potenzialmente confliggente) rispetto a quella del socio*” essendo legittimati all’esercizio *iure proprio*; cfr. altresì NOBILI – VITALE, *La riforma delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1975, 211, i quali con riferimento al creditore pignoratizio in particolare sottolineano che, in qualità di titolare del diritto di voto, egli può intervenire in assemblea non solo in proprio ma anche a mezzo di rappresentante, quindi aggiungono che il diritto di voto viene concesso a tale soggetto “*(anche) nell’interesse proprio e non per conto del proprietario delle azioni date in pegno*”, non potendosi dunque assimilare la fattispecie a quella del semplice rappresentante delegato. In giurisprudenza recentemente la Suprema Corte ha sostenuto la spettanza *iure proprio* del diritto di voto nelle ipotesi di cui all’art. 2352 c.c. Cass. 6967/2000 in *Società*, 2000, 1331.

⁸⁵ Sottolineano il rilievo del verbo utilizzato dal legislatore quale indice della attribuzione di un diritto di voto *iure proprio* effettuata dall’art. 2352 c.c. POLI, *Il pegno di azioni*, Milano, Giuffrè, 2000, 268, ID, *Commento all’art. 2352 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, I, Padova, Cedam, 231. GATTI, *La rappresentanza*, cit., 93. Condivide la tesi secondo la quale a creditore pignoratizio ed usufruttuario spetterebbe una posizione autonoma rispetto a quella del socio e che tali soggetti esercitino il diritto di voto *iure proprio* anche SACCHI, *L’intervento e il voto*, cit., 350 e s., il quale tuttavia attribuisce al dato letterale un valore indiziario, dovendosi invece ritenere di maggiore rilevanza a tali fini l’assetto degli interessi in gioco in caso di pegno e usufrutto.

⁸⁶ POLI, *Il pegno*, cit., 268.

⁸⁷ SACCHI, *L’intervento e il voto*, cit., 351.

⁸⁸ POLI, *Il pegno*, cit., 271. GATTI, *La rappresentanza*, cit., 93 ss.

⁸⁹ Con riferimento in particolare al creditore pignoratizio l’Autore (POLI, *Il pegno*, cit., 274 nota 15) sottolinea che “*non c’è sfasatura fra il soggetto che esercita il voto e il soggetto nel cui interesse il diritto è espresso; dato che sia la legittimazione sia la titolarità iure pignoris nella specie spettano al creditore*” e su tale base argomenta che, anche con riferimento all’eventuale conflitto di interessi, dovrebbe farsi riferimento alla situazione sostanziale di tale soggetto e non a quella del debitore, a differenza dell’ipotesi di delega, ove il riferimento a tali fini sarebbe al socio delegante.

titolare del voto, ne è solo legittimato all'esercizio in forza di procura. Da tale assunto la dottrina deduce che, se creditore e usufruttuario, votando *iure proprio*, non sono tenuti a seguire esclusivamente l'interesse del socio⁹³, tale limite si imporrebbe al delegato, il quale esprimerebbe sempre e necessariamente un voto nell'interesse altrui, in particolare nell'interesse del socio che lo ha nominato⁹⁴.

Quanto alla *ratio* della particolare posizione attribuita ai soggetti sopra considerati, è opportuno precisare che, nelle ipotesi di pegno ed usufrutto di azioni, la legittimazione al voto si ritiene conferita fundamentalmente al fine di garantire al creditore uno strumento per salvaguardare il valore economico del bene offerto in garanzia e, all'usufruttuario, per godere e disporre del bene oggetto del diritto, salva la *rerum substantia*⁹⁵.

Se con riferimento alle conclusioni fino a questo punto riportate dottrina e giurisprudenza sembrano concordi, risultano invece da tempo divise riguardo ai limiti che tali soggetti sono tenuti a rispettare nell'esercizio del diritto di voto.

Pare infatti chiaro che, non trattandosi di pieni proprietari del titolo, l'esercizio del voto non possa essere completamente discrezionale, ed esercitato dunque nel solo ed esclusivo interesse dei medesimi, ignorando il fatto che la proprietà dell'azione resti, in entrambi i casi, in capo ad un soggetto diverso da quello che esprime il voto in assemblea. Deve considerarsi pertanto un dato di fatto insito nella fattispecie in esame che nell'esercizio del voto assumono rilievo interessi eterogenei⁹⁶.

Fermo restando, dunque, che la libertà di determinazione non è assoluta, e che fanno capo all'azione interessi di soggetti diversi⁹⁷, varie sono tuttavia le opinioni con riferimento ai margini di discrezionalità e ai limiti imposti all'esercizio del voto.

⁹³ Che tali soggetti possano tenere conto, nell'esercizio del voto anche del loro interesse e ammesso concordemente dalla dottrina. Cfr. tra gli altri ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1947, 23; SACCHI, *L'intervento*, cit., 352, SENA, *Il voto*, cit., 281.

⁹⁴ Ritengo che si possa dubitare di una così drastica posizione con riferimento all'interesse sotteso al voto del delegato. Nel caso di sollecitazione di deleghe di voto, per esempio, è per lo meno controverso in dottrina nell'interesse di chi il delegato esprime il voto, se nel proprio – di promotore – o del titolare della partecipazione. A riguardo si veda quanto affermato nel primo capitolo di questo lavoro.

⁹⁵ Cfr. Cass. 19 agosto 1996, n. 7614 che aderendo all'orientamento dominicale – con riferimento in tale caso all'usufruttuario – ha sostenuto che quest'ultimo sia titolare del voto a tutela del proprio interesse tipico, non sia tenuto ad attenersi alle istruzioni del socio nudo proprietario ma debba in ogni caso votare salvaguardando la *rerum substantia* e “*in modo tale da non compromettere il valore economico della partecipazione nella società*”

⁹⁶ Cfr. a riguardo ANGELICI, *Sulla “inscindibilità” della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1985, 137 e s., per il quale l'art. 2352 c.c. risolverebbe proprio un problema di “*coordinamento tra l'uno e l'altro*”, attribuendo il voto a chi “*nella visione del legislatore appare più idoneo a svolgere tale funzione*”.

⁹⁷ Cfr. POLI, *Il pegno*, cit., 287, il quale, con riferimento precisamente al solo pegno di azioni, sottolinea la disomogeneità degli interessi facenti capo all'azione: del creditore pignoratizio alla conservazione del valore patrimoniale e alla redditività del titolo, per tutta la durata dell'obbligazione garantita; del socio all'aumento del valore patrimoniale e alla sua redditività in prospettiva.

Le posizioni di dottrina e giurisprudenza a riguardo possono, sinteticamente, ricondursi a due orientamenti, quello c.d. dominicale e quello c.d. societario.

I fautori del primo* ritengono che, indipendentemente dalle peculiarità del bene – l'azione - al quale i diritti si riferiscono, non vi sia ragione per non attribuire

* Possono ritenersi fautori dell'orientamento c.d. dominicale tra gli altri SANTINI, *Cessione di credito*, cit., 283 ss., in particolare p. 296 ss. ove l'Autore sostiene che il diritto al voto deve ricondursi alla facoltà di "amministrazione" piuttosto che a quella di "custodia", proprie entrambe del creditore pignoratizio; ASQUINI, *Usufrutto*, cit., 23 e s., il quale precisa che l'attribuzione all'usufruttuario del diritto di voto non significa escludere un interesse del socio nudo proprietario alla gestione, ma semplicemente che "l'interesse dell'usufruttuario è considerato preminente" fermo restando che quest'ultimo, nell'esercizio del voto "è considerato anche gestore ex lege degli interessi del nudo proprietario" e ritenuto responsabile in caso di violazione degli stessi "secondo i principi generali dell'usufrutto che nell'art. 2352 c.c. devono intendersi implicitamente richiamati"; RIVOLTA, *Pegno ed usufrutto di quote di società a responsabilità limitata e diritto di voto*, Riv. dir. comm., 1961, 222, per il quale in ogni caso creditore pignoratizio, usufruttuario – e in caso di patto contrario anche il socio – nell'esercizio del voto sono "investiti della tutela dell'interesse dell'altro soggetto interessato". FERRARA – CORSI, *Gli imprenditori e le società*, X ed., Milano, Giuffrè, 1996, 460 e s. (e nota 2), per i quali in particolare usufruttuario e creditore pignoratizio qualora le deliberazioni siano esorbitanti rispetto alla tutela dei loro interessi dovrebbero addirittura astenersi dal voto in mancanza di precise istruzioni del socio; DI SABATO, *Manuale delle società*, 6 ed., Utet, 1992, 191, secondo il quale la regola posta dall'art. 2352 c.c. si rifletterebbe esclusivamente sulla legittimazione al voto in assemblea ma il soggetto legittimato "dovrà pur sempre rispondere del buon esercizio di questo diritto nei rapporti interni con il socio, secondo i principi in tema di pegno e usufrutto"; il soggetto legittimato al voto non sarebbe inoltre tenuto a richiedere istruzioni di voto al socio, soccorrendo i principi generali anche in caso di "cattiva custodia o abuso del diritto", fermo restando tuttavia per l'Autore che ciò sarebbe opportuno per le deliberazioni sulle materie più importanti; COTTINO, *Diritto societario*, Padova, Cedam, 2006, 293, per il quale il voto non incontrerebbe limitazioni "tranne quelle [...] inerenti sia alla natura dell'usufrutto e all'esigenza di conservare salva la *rerum substantia*, sia alla funzione di garanzia del pegno"; CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, II, Torino, Utet, 2009, 237 e s. per il quale l'esercizio del diritto di voto dovrà avvenire altresì in modo da non ledere gli interessi del socio, configurandosi altrimenti una responsabilità in capo al titolare del diritto di voto; anche tale Autore ritiene opportuno ma non necessario che creditore ed usufruttuario richiedano al socio istruzioni di voto e ciò anche in caso di deliberazioni "particolarmente importanti", mentre specifica che la violazione del generale dovere di condotta "che discende dalla disciplina dell'usufrutto e del pegno" non comporterà mai conseguenze con riguardo alla validità della deliberazione; Cfr. altresì SENA, *Il voto*, cit., 283 ss., il quale pur richiamando per la disciplina dei rapporti tra creditore/usufruttuario e socio con riferimento alle finalità che il voto deve perseguire, le norme in tema, rispettivamente di pegno e usufrutto, specifica che la sintesi degli interessi di tali soggetti debba comunque portare al perseguimento dell'interesse sociale. È opportuno segnalare altresì la posizione di POLI, *Il pegno*, cit., 277 ss., il quale (281 s.) esprime una parziale critica ad entrambi gli orientamenti, dominicale e societario, accusandoli di "parziarietà", ritenendo inadeguato risolvere i problemi interpretativi connessi alla disciplina del pegno di azioni sulla base di una soltanto delle normative coinvolte, quella civile o societaria. Ritiene invece l'Autore che il pegno debba considerarsi una "fattispecie funzionalmente complessa" che impone all'interprete di risolvere eventuali questioni interpretative avendo riguardo agli interessi coinvolti e dunque facendo ricorso ad entrambe le discipline citate, "fonti di disciplina di tali interessi". Deve quindi valutarsi a parere dell'Autore anzitutto se limiti all'esercizio del voto da parte del creditore pignoratizio possano configurarsi sulla base della disciplina generale del pegno, per poi verificare se tale istituto, calato nella organizzazione societaria possa essere soggetto ad ulteriori limiti, discendenti dalla applicazione di norme societarie. Il voto del creditore pignoratizio, infatti, si configura in ogni caso quale voto esercitato da un soggetto "terzo rispetto alle parti del contratto di società" e pertanto esso necessariamente coinvolge anche "la posizione e gli interessi giuridicamente protetti di queste ultime". Si veda anche ID, *Il nuovo diritto delle società*, cit., 234 ss. ove l'Autore, dopo aver aderito alla prospettiva c.d. dominicale sottolinea che il titolare del diritto parziario, legittimato al voto *iure proprio*, deve necessariamente farsi carico anche delle aspettative concorrenti del socio, in particolare dovrà "accertare caso per caso se il voto, in

rilevanza, anche nel caso di specie, alle norme ordinarie in tema di pegno ed usufrutto. Ciò comporta, in primo luogo, che il creditore pignoratizio sia soggetto all'obbligo di custodia della cosa pignorata, dovendo rispondere "secondo le regole generali della perdita e deterioramento di essa"⁹⁹ e altresì tenuto ad utilizzarla - qualora ciò risulti necessario ai fini della conservazione¹⁰⁰ - come si desume dalla disciplina del pegno di cui agli artt. 2790 e 2792 c.c. Analogamente un obbligo di custodia graverebbe anche sull'usufruttuario ai sensi dell'art. 1004 c.c. - che fa riferimento ad oneri relativi alla custodia in capo al titolare del diritto reale minore.

Secondo l'orientamento in esame, pertanto, le finalità di custodia, di rispetto della destinazione economica della cosa, della diligenza media nella gestione dei beni, nonché la responsabilità per abuso della gestione¹⁰¹, inciderebbero anche sul diritto di voto spettante al creditore ed usufruttuario, quali limiti ad un libero e discrezionale esercizio del medesimo. Il creditore pignoratizio e l'usufruttuario, dunque, aderendo a tale impostazione, risultano avere quale unico - o almeno principale - obiettivo, anche in sede di esercizio del voto, quello di conservare il valore patrimoniale e l'integrità della cosa oggetto del loro diritto, dovendosi astenere dal perseguire interessi propri, o eventualmente tali da poterla assoggettare a rischi. Nel votare non potranno essere mossi da interessi egoistici o lesivi delle aspettative del socio debitore o nudo proprietario, in quanto tenuti a rispondere del

*ragione dell'oggetto della delibera, abbia una maggiore inerenza sostanziale all'interesse [...] del creditore pignoratizio (o dell'usufruttuario) o a quello del socio". Nel secondo caso dovrà necessariamente consultarlo al fine di ottenere istruzioni di voto e, in mancanza, a parere dell'Autore, astenersi o meglio non partecipare alla deliberazione. Nel caso invece di delibere che "coinvolgono in modo sostanzialmente paritetico l'interesse di entrambi i soggetti", tra le quali l'approvazione del bilancio e la nomina degli amministratori, l'Autore sostiene che creditore ed usufruttuario possano votare "tenendo presente il proprio interesse con il mero limite del rispetto dei canoni di correttezza e buona fede". Conclude quindi che l'attribuzione iure proprio del diritto di voto operata dal legislatore sia finalizzata a tutelare l'interesse tipico di garanzia o godimento dei soggetti in questione, permettendo loro di "esercitare legittimamente il voto in tale funzione anche quando ne possa conseguire una lesione dell'interesse del socio", tuttavia "con il correttivo dei principi di correttezza e buona fede". Coerentemente con la posizione che gli è propria, tuttavia, anche in tale sede l'Autore ricorda che determinati limiti all'esercizio del voto derivano tuttavia anche da norme e principi di matrice societaria, in particolare in tre ambiti: 1) creditore ed usufruttuario sono tenuti "ad osservare gli ordinari indici formali di legittimazione al voto"; 2) devono rispettare determinati canoni di comportamento dell'agire in assemblea, ovvero tra gli altri "rispetto delle norme in tema di conflitto di interessi", "obbligo di conformare l'esecuzione del contratto anche nell'esercizio del diritto di voto, ai canoni di correttezza e buona fede (oggettiva)" che opereranno in due ambiti, nei rapporti tra socio e creditore/usufruttuario, nonché tra quest'ultimo e gli altri membri della compagine sociale; 3) eventuali "precetti che dispongono la sospensione del diritto al ricorrere di determinate situazioni". In giurisprudenza possono ricondursi all'approccio c.d. dominicale Cass. 1795/1953, in *Foro it.*, 1954, I, 806, e in *Giur. it.*, 1954, 563; Cass. 7614/1996, in *Giur. comm.*, 1997, II, 520, Cass., 2053/1999, in *Società*, 1999, 947; Cass., 10144/2002 in *Soc.*, 2003, 1237 (con nota di LISANTI), e in *Giur. It.*, 2003, 110 (con nota di LUONI), e in *Foro it.*, 2003, 1194 (con nota di SILVETTI);*

⁹⁹ Art. 2790 c.c.

¹⁰⁰ Art. 2792, I comma, seconda parte, c.c.

¹⁰¹ GRAZIANI, *Diritto delle società*, V, Napoli, Jovene, 1963, 270.

“buon esercizio di questo diritto nei rapporti interni con il socio secondo i principi in tema di pegno e usufrutto”¹⁰².

Con la dizione di cui all’art. 2352 c.c., secondo dottrina¹⁰³ aderente a tale concezione c.d. dominicale, il legislatore non avrebbe così ampliato i diritti riconosciuti a creditore pignoratizio e usufruttuario, ma solo risolto *“la questione formale dell’esercizio del voto”*, ferma restando una eventuale responsabilità per inosservanza rispettivamente dell’obbligo di mantenere salva la *rerum substantia* o quello di conservazione della *res*¹⁰⁴. Diretta conseguenza di tale prospettiva è che, benché la dizione della norma attribuisca l’esercizio del voto *iure proprio*¹⁰⁵ ai titolari del diritto reale minore sull’azione, in concreto - e salvo per le decisioni che possano incidere in modo specifico sugli interessi propri di creditore o usufruttuario di cui sopra - la determinazione riguardo al voto da esprimere debba tenere in considerazione l’interesse del socio. Ad esso, soltanto si potrebbe dire, deve farsi riferimento nell’orientare l’esercizio del voto¹⁰⁶.

Il legislatore avrebbe quindi attribuito l’esercizio del principale tra i diritti sociali a tali soggetti esclusivamente quale strumento indispensabile alla tutela dei loro obiettivi primari - rispettivamente la conservazione del valore patrimoniale (e della redditività) della cosa e il godimento della stessa - nonché al fine di permettere loro il rispetto degli obblighi imposti dalle rispettive normative, senza concedere alcuna discrezionalità a creditore ed usufruttuario con riferimento ad altre decisioni inerenti la vita della società, sui medesimi non direttamente influenti.

La disponibilità del diritto di voto secondo tale prospettiva *“dominicale”* dunque, come suggerito da un Autore¹⁰⁷, trova la sua ragione - si potrebbe dire esclusiva - nell’adeguare il diritto reale, e la relativa disciplina, alle peculiarità del bene sul quale insiste, l’azione ovvero un titolo di partecipazione ad una attività economica.

¹⁰² DI SABATO, *Manuale*, cit., 191.

¹⁰³ FERRARA – CORSI, *Gli imprenditori*, cit., 460 nota 2.

¹⁰⁴ Tale orientamento avrebbe dunque ricadute anche con riferimento all’oggetto delle delibere rispetto alle quali sono chiamati ad esprimere il loro voto creditore ed usufruttuario, non potendo questi ultimi, per tali Autori *“impunemente deliberare il mutamento dell’oggetto o la trasformazione della società”* (nota 2).

¹⁰⁵ Sottolinea GATTI, *La rappresentanza*, cit., 94, che il fatto di dover esercitare il voto tenendo in conto anche l’interesse del nudo proprietario/debitore, nel rispetto della disciplina di pegno e usufrutto che attenua i poteri dei titolari dei diritti reali minori al fine di tutelare l’interesse del proprietario/debitore alla conservazione del bene, non pone in ogni caso dubbi sul fatto che la legittimazione di tali soggetti resti primaria.

¹⁰⁶ Sul punto si veda POLI, *Commento all’art. 2352 c.c.*, cit., 234 ss. il quale distingue (come sopra già ricordato) tra delibere nell’interesse esclusivo del socio per le quali sarebbero necessarie istruzioni del socio - e in mancanza è sarebbe opportuno astenersi - ovvero nell’interesse di entrambi e allora il voto spetterebbe a creditore ed usufruttuario con il limite della buona fede.

¹⁰⁷ POLI, *Il pegno*, cit., 270, il quale riferendosi in particolare al pegno ritiene che il precetto dell’art. 2352 c.c. avrebbe quale significato quello di *“contestualizzare detta disciplina all’oggetto particolare della garanzia”*.

È opportuno tuttavia ricordare anche la posizione di chi¹⁰⁸ in dottrina sottolinea che, indipendentemente dalla loro origine, i limiti all'esercizio del voto di creditore ed usufruttuario sarebbero in sostanza tutti riconducibili al "*divieto di arrecare pregiudizio al socio*"¹⁰⁹ attraverso tale esercizio; l'Autore suggerisce quindi la necessità di qualificare meglio gli interessi rilevanti nella fattispecie in esame. Potrebbe risultare scorretto, infatti, riferirsi genericamente agli interessi di socio, creditore pignoratizio o usufruttuario, dovendosi sempre considerare che uno stesso soggetto risulta portatore di interessi da una parte propri, dall'altra tipici, derivanti cioè dalla sua posizione. Chiarisce dunque l'Autore che gli unici rilevanti ai fini che si stanno analizzando sarebbero quelli tipici, tanto con riferimento al socio quanto al titolare del diritto reale minore. Creditore ed usufruttuario, quindi, saranno tenuti – e avranno diritto – al perseguimento delle loro tipiche prerogative – di creditore pignoratizio alla conservazione del valore patrimoniale dell'azione e di usufruttuario al godimento delle azioni oggetto di usufrutto – così come dovrà essere salvaguardato l'interesse del socio, ma solo in quanto tale e non in quanto terzo. Esclusivamente il "*divieto di pregiudicare gli interessi tipici del socio*"¹¹⁰ opera, dunque, quale effettivo limite per creditore ed usufruttuario al perseguimento dei propri interessi, purchè, ancora una volta, tipici¹¹¹. Di conseguenza l'Autore sintetizza il limite al (libero) esercizio del voto da parte dei titolari dei diritti reali minori sull'azione, nel perseguimento dell'interesse sociale¹¹².

¹⁰⁸ SACCHI, *L'intervento*, cit., 350 ss.

¹⁰⁹ SACCHI, *L'intervento*, cit., 353.

¹¹⁰ SACCHI, *L'intervento*, cit., 355.

¹¹¹ Tale impostazione si riflette altresì sulla necessità o meno che siano impartite dal socio istruzioni di voto per determinate delibere – qualificate da altra dottrina come delibere *di particolare rilevanza*. Le istruzioni suddette non risulterebbero infatti né necessarie né, forse, opportune, dal momento che qualora creditore pignoratizio ed usufruttuario si trovassero a votare con riferimento a deliberazioni tali da coinvolgere anche – o soprattutto – l'interesse del socio, sarebbe sufficiente che lo facessero esclusivamente "*in modo da non pregiudicare gli interessi tipici del socio*", SACCHI, *L'intervento*, cit., 357; si noti che, con riferimento alla eventuale violazione di tali limiti, l'Autore ritiene che si possano avere ripercussioni esclusivamente con riferimento ai rapporti interni, senza che ciò incida, pertanto, sulla validità della deliberazione assembleare

¹¹² Cfr. altresì SENA, *Il voto*, cit., 281, per il quale il voto espresso da creditore pignoratizio ed usufruttuario deve risultare una sintesi tra il loro interesse (parziario) e quello del socio (sempre parziario), sintesi che porterebbe a ricomporre l'interesse sociale (che l'Autore vede in tali fattispecie ripartito tra i diversi soggetti in gioco), rilevando in concreto quindi che "*col voto sia svolto l'interesse sociale*", non essendo "*essenziale che il votante ne sia portatore, potendo intervenire un obbligo giuridico che impone lo svolgimento di tale interesse*"; in senso analogo si veda BISOGNI, *Pegno, usufrutto e sequestro delle azioni*, in *Commentario alla riforma delle società* a cura di Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2008, sub art. 2352 c.c., 480 e s., il quale dopo aver sostenuto che, stante la finalità conservativa sottesa a pegno e usufrutto, il titolare del diritto parziario sarebbe tenuto ad esercitare – in generale – diritti ed obblighi correlati al titolo in conformità con la causa sociale, con riferimento, in particolare, all'esercizio del diritto di voto, e alla determinazione del medesimo, unico limite incontrato da creditore ed usufruttuario sarebbe quello dell'interesse sociale, dovendosi ritenere legittima ogni scelta amministrativa coerente con l'interesse sociale "*anche se contrastante con le eventuali diverse determinazioni di volontà del socio debitore*"; gli interessi dei titolari dei diritti parziari e del socio, dunque, convergerebbero per l'Autore in virtù di una "*comune tensione verso la*

Al punto di vista c.d. dominicale fino ad ora sinteticamente richiamato si contrappone altra parte della dottrina, riconducibile all'orientamento c.d. societario¹³, la quale non ritiene opportuno alcun rinvio alla disciplina civilistica di pegno ed usufrutto né per integrare, né per stabilire, limiti al generico diritto di voto attribuito espressamente dal legislatore con l'art. 2352 c.c.

In base a tale orientamento è invece necessario, per colmare eventuali lacune della normativa applicabile, rifarsi esclusivamente al "sottosistema normativo di diritto societario"¹⁴, e dunque assimilare pienamente la posizione di colui al quale spetta il diritto di voto ex art. 2352 c.c., al socio.

Con riferimento ad eventuali limiti all'esercizio del voto e all'interesse in tale sede perseguito, facendo leva sulle peculiarità del bene azione¹⁵, bene di secondo grado, quest'ultima prospettiva concede ai titolari del diritto di voto una libertà molto ampia, prevedendo quale esclusivo limite il principio generale della buona fede e correttezza, nonché quale obiettivo da perseguirsi l'interesse sociale, da non confondersi con - e distinto da - quello del singolo socio.

*salvaguardia del significato economico dell'azione"; considerando infatti il perseguimento dell'interesse sociale come diretto alla valorizzazione del significato economico dell'azione, esso sarebbe tale da soddisfare anche le finalità proprie del diritto reale minore. Aggiunge tuttavia l'Autore che non si verificherebbe, in ogni caso, un "asservimento degli interessi del creditore pignoratizio all'interesse sociale", dovendosi invece considerare che ciò si realizzerebbe in quanto l'esercizio dei diritti sociali in conformità alla causa societaria sarebbe strumentale di per sé al perseguimento della finalità di garanzia. Contra, con riguardo alla convergenza degli interessi di cui sopra, POLI, *Il pegno*, cit., 287 ss., il quale non ritiene di poter considerare tali gli interessi del titolare di pegno (potendosi tuttavia ampliare le considerazioni dell'Autore, credo, anche all'ipotesi di usufrutto) con quelli propri del socio; la differenza principale sarebbe nel fatto che mentre il titolare del diritto di garanzia avrebbe un interesse alla conservazione del valore patrimoniale a alla redditività del titolo "per la durata dell'obbligazione garantita", il socio invece sarebbe interessato all'aumento del valore patrimoniale del titolo e "alla sua redditività in prospettiva".*

¹³ ANGELICI, *Le azioni*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da Schlesinger, Art. 2352, Milano, Giuffrè, 197 ss.; PARTESOTTI, *Le operazioni*, cit., 315 e s. In Giurisprudenza possono ricondursi a tale orientamento T. Milano, 11.7.1994, in *Giur. it.*, 1995, 830; A. Roma, 3.4.1958, in *BBTC*, 1959, 83; Cass. 2053/1999, in *Notariato*, 2000, 242.

¹⁴ Sono parole di GRONDONA, *Commento all'art. 2352 c.c.*, in *Codice commentato delle s.p.a.*, a cura di Fauceglia - Schiano di Pepe, Torino, Utet, 2006, 224.

¹⁵ Sottolineano il fatto che le peculiari caratteristiche del bene oggetto di garanzia o di usufrutto devono assumere rilevanza PARTESOTTI, *Le operazioni*, cit., 316, per il quale "va invece tenuto conto del calarsi del diritto limitato di godimento o di garanzia nella dimensione della partecipazione sociale della s.p.a. come forma organizzativa tipica dell'impresa"; CIVERRA, *Esercizio del voto da parte del creditore pignoratizio secondo buona fede*, in *Società*, 2002, 204 ss, per il quale l'azione "rappresenta un bene del tutto particolare in quanto è parametro della partecipazione ad un'attività economica collettiva e, in sé, riassume una serie di diritti di varia natura", da ciò deducendosi quindi che la natura di tale incide su facoltà e poteri attribuiti a creditore (e usufruttuario si può aggiungere), non dovendosi trattare di una custodia statica ma può addirittura arrivare ad incidere sulla determinazione dell'indirizzo sociale. In tal senso cfr. altresì MORANO, *La costituzione in pegno di azioni e quote di società di capitali*, in *Riv. not.*, 2004, 1152. In Giurisprudenza, Cass. 7 gennaio 1987, "L'azione differisce dal titolo di credito puro e semplice per la complessità delle situazioni giuridiche che incorpora [...] può dirsi titolo di credito [...], altrettanto può dirsi titolo rappresentativo della partecipazione al contratto sociale implicante una pluralità di diritti, di doveri e di obbligazioni nei confronti della società stessa".

Afferma a riguardo un Autore¹¹⁶ che individuare nelle regole di pegno e usufrutto limiti all'esercizio del diritto di voto – attribuito dal legislatore, come più volte ormai ricordato, *iure proprio* a creditore ed usufruttuario - dovrebbe quantomeno destare perplessità, posto che sarebbe poco ragionevole ipotizzare una responsabilità nell'esercizio del voto, da parte di soggetti ai quali tale diritto è attribuito nell'interesse sia altrui che proprio. A parere dell'Autore al socio, debitore/nudo proprietario, sarebbe infatti lasciato spazio per tutelare i propri interessi al momento della stipula della pattuizione contraria a quanto previsto dall'art. 2352 c.c., ovvero tramite la riserva convenzionale del diritto di voto, dunque *"in sede di attribuzione del diritto piuttosto che successivamente in sede risarcitoria"*¹¹⁷.

L'esercizio del diritto di voto da parte di creditore ed usufruttuario dunque è caratterizzato, per gli Autori aderenti alla prospettiva c.d. societaria, da una ampia libertà, dovendosi tutelare *"energicamente l'autonomia ed insidacabilità"*¹¹⁸ di tale diritto, pur lasciando chiaramente spazio al socio per una eventuale azione di risarcimento del danno qualora il voto sia esercitato *"non per il perseguimento degli interessi tipici di godimento o di garanzia, ma per l'esclusivo scopo di nuocere, o comunque per il perseguimento di un interesse in conflitto con quello dell'azionista"*¹¹⁹.

A ben vedere dunque anche tale posizione dottrinale, pur sostenendo una certa libertà nella determinazione del voto, riconosce poi rilevanza - almeno accanto a quello del titolare del diritto minore - anche all'interesse, tipico, del socio quale limite per creditore e usufruttuario.

Tra i fautori della suddetta prospettiva c.d. "societaria", vi è chi¹²⁰ sottolinea che non sarebbe corretto giustificare l'attribuzione del voto a creditore pignoratizio ed usufruttuario sulla base delle facoltà e degli obblighi ordinariamente connessi a tali diritti reali, non potendosi altrimenti spiegare per quale motivo il legislatore conceda alle parti la possibilità – e quali conseguenze ciò comporti – di stabilire con patto contrario la spettanza del voto al socio nudo proprietario/debitore. Proprio l'esistenza di tale facoltà¹²¹ è per l'Autore indice della *"riconoscibilità in capo ai due*

¹¹⁶ PARTESOTTI, *Le operazioni*, cit., 313 ss.

¹¹⁷ PARTESOTTI, *Le operazioni*, cit., 316.

¹¹⁸ PARTESOTTI, *Le operazioni*, cit., 316.

¹¹⁹ Cfr. altresì MORANO, *La costituzione*, cit., 1154 e s., solo l'interesse della compagine societaria costituisce parametro per valutare il corretto esercizio del voto, non configurandosi abuso del diritto tutte le volte in cui il voto è diretto *"a conservare il bene azione"*, dovendosi ritenere coincidente un voto in tal senso con l'interesse dell'impresa societaria. Sostiene che in sede di esercizio del voto creditore ed usufruttuario abbiano quale esclusivo limite quello di rappresentato dall'interesse sociale anche BISOGNI, *Pegno*, cit., 481 e s. per il quale tali soggetti sono tenuti a comportarsi come se fossero un generico socio e non il socio debitore/nudo proprietario, dovendosi reputare legittima ogni scelta coerente con tale interesse *"anche se contrastante con le eventuali diverse determinazioni e volontà del socio"*.

¹²⁰ ANGELICI, *Le azioni*, cit., 196 ss.

¹²¹ Con riferimento a tale facoltà, e data la eterogeneità degli interessi coinvolti nella fattispecie, l'Autore ammette anche (200 e s.) che le parti possano convenire la spettanza del diritto di

soggetti coinvolti dalla vicenda di un interesse all'interno dell'organizzazione societaria tale da giustificarne il voto"¹²². Entrambi i soggetti, pertanto, risultano portatori di interessi personali ed il voto esercitato dall'uno o dall'altro sarà necessariamente fondato su di - e finalizzato a - esso. Ciò che caratterizza la fattispecie è pertanto la riconducibilità ad una medesima azione di una pluralità di interessi eterogenei. Pare dunque opportuno domandarsi, prosegue l'Autore, se e come ciò incida sulla modalità di attribuzione ed esercizio del diritto di voto.

Stabilito quindi che il diritto di voto è attribuito all'uno o all'altro in considerazione di un interesse proprio, la questione è, piuttosto, determinare se sussista o meno un obbligo di prendere in considerazione anche l'interesse altrui, al momento della scelta del se e come votare. Con riferimento a tale problematica il medesimo Autore chiarisce, in primo luogo, che nei confronti della società ciò non comporta alcuna conseguenza, non derivandone ricadute sulla validità della deliberazione - ai fini della quale rileva esclusivamente la spettanza del diritto di voto. È invece con riferimento ai rapporti interni tra creditore/usufruttuario e debitore/nudo proprietario - e all'eventuale e conseguente azione risarcitoria - che assetti di interessi interni assumono rilevanza. Per l'Autore, cioè, i limiti desumibili dalla disciplina dei diritti reali di usufrutto e pegno, ovvero dagli schemi generali di correttezza, buona fede e abuso del diritto saranno rilevanti esclusivamente quali "parametri valutativi"¹²³ al fine di giustificare pretese risarcitorie. In definitiva è necessario prendere atto della "peculiare struttura" delle fattispecie in oggetto e della loro "irriducibilità" alle figure generali, alle quali invece risulta opportuno fare riferimento solo al fine di identificare criteri per svolgere un giudizio di corretto esercizio del voto¹²⁴.

voto differenziata per tipi di assemblee ovvero di deliberazioni, istaurando per esempio vincoli obbligatori (e mediante lo strumento della delega) tra loro a tal fine, risultando tuttavia per l'Autore opinabile "che tale soluzione possa assumere un immediato rilievo per l'organizzazione societaria", dovendosi dunque confinare le stesse al piano meramente obbligatorio.

¹²² ANGELICI, *Le azioni*, cit., 199.

¹²³ Ritiene infatti l'Autore che se si dovesse attribuire alle figure generali del pegno e dell'usufrutto un valore tecnico l'usufruttuario, per esempio, si troverebbe ad essere limitato sempre nell'esercizio del voto dalla regola della *salva rerum substantia* con riferimento ad una ampia serie di delibere cosa che per l'Autore non si verifica e ciò "sembra indubitabile" (p. 202)

¹²⁴ Quanto alla eventualità che i soggetti legittimati prima di votare chiedano istruzioni al socio titolare delle azioni gravate da usufrutto o pegno, la dottrina si divide tra coloro che ritengono che ciò sia semplicemente consigliabile ma non necessario (Cfr. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, cit., 238, per il quale ciò sarebbe opportuno, ma non necessario, prima di deliberazioni particolarmente importanti; del medesimo avviso DI SABATO, *Manuale*, cit., 191; SACCHI, *L'intervento e il voto*, cit., 357, per il quale non sarebbero mai necessarie istruzioni risultando sufficiente, come già ricordato, che il voto di creditore ed usufruttuario venga esercitato in modo da non pregiudicare gli interessi tipici del socio) e coloro che invece sostengono che si tratti di un vero e proprio dovere del creditore/usufruttuario, soprattutto in caso di delibere di particolare rilevanza²³ (cfr. FERRARA - CORSI, *Gli imprenditori*, cit., 461, "per quelle delibere che esorbitano dalla tutela del loro interesse, devono dunque votare secondo le istruzioni impartite dal socio od in difetto astenersi"; MORERA, *Commento all'art. 2352 c.c.*, in *Società*

3.1.2 Ulteriori ipotesi di dissociazione: in particolare vendita a termine di azioni e riporto

Una dissociazione tra titolarità della partecipazione ed esercizio del diritto di voto, analoga a quella fino ad ora considerata, si riscontra anche nella disciplina prevista dal codice in tema di vendita a termine di titoli azionari, nonché di contratto di riporto.

Ritengo pertanto opportuno stabilire, in primo luogo se anche in tali ipotesi colui che in concreto esercita il voto in assemblea possa eventualmente orientarlo a proprio piacimento o se trovi, invece, un limite nell'obbligo di perseguire l'interesse dell'effettivo titolare dell'azione, quindi, in secondo luogo, valutare se e quale rilevanza assumono queste fattispecie con riferimento alla configurabilità di situazioni di controllo.

Prima di volgere l'attenzione all'interesse sotteso al voto esercitato, trovo utile ricordare brevemente quanto previsto dalla disciplina codicistica nelle ipotesi considerate, con riferimento alla spettanza di tale diritto.

Per quanto concerne la vendita a termine di azioni occorre richiamare l'art. 1531 c.c., riferito, in generale, ai titoli di credito quale oggetto del suddetto negozio. Tale norma, con riferimento al contratto che abbia ad oggetto partecipazioni azionarie precisa, al secondo comma, che *"il diritto di voto spetta al venditore fino alla consegna"*, senza prevedere, si noti, la possibilità di convenire tra le parti un patto contrario. Ciò significa che, fino alla scadenza del termine stabilito dalle parti perché il concreto effetto traslativo si verifichi, il diritto di voto permane in capo ad un soggetto già consapevole del fatto che, alla scadenza del termine, certamente le dismetterà.

Con il contratto di vendita a termine, infatti, le parti convengono che l'effettivo trasferimento della proprietà della *res*, titoli azionari in questo caso, ed il pagamento del prezzo si verifichino in un momento determinato e futuro, pur essendo già ben stabiliti tutti gli elementi del contratto, tra i quali, in particolare, il corrispettivo dovuto. L'intento delle parti è dunque di tipo speculativo, posto che sul prezzo, corrisposto al termine ma determinato al momento della conclusione del

di capitali, Commentario a cura di Niccolini e Stagno D'Alcontres, Napoli, Jovene, 2004, 316 per il quale non sarebbe necessario ma *"senz'altro opportuno"*, almeno in occasione di *"importanti delibere"*).

Si noti inoltre che, indipendentemente dalla prospettiva adottata, dominicale ovvero societaria, la dottrina prevalente – CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, cit., 238; SACCHI, *L'intervento e il voto*, cit., 358 e s.), come già anticipato, ritiene che eventuali violazioni dei limiti imposti a questi soggetti non abbia rilevanza con riferimento alla validità della delibera adottata, dando luogo a conseguenze limitate ai rapporti interni tra socio e creditore pignoratizio/usufruttuario.

contratto, non incidono le eventuali vicende successive, del titolo e del suo valore di mercato. Le parti dunque concludono in un dato momento l'accordo, rimandandone l'esecuzione ad un momento futuro (quello della scadenza del termine).

La norma, attribuendo il voto al venditore fino alla consegna, teoricamente non fa che confermare la permanenza di tale diritto in capo a colui che, fino al termine convenuto dalle parti, risulta effettivamente titolare della proprietà sulle azioni. Si tratta tuttavia, come appare chiaro, di un soggetto che ha, in sostanza, già dismessa la propria partecipazione, pur risultando ancora formalmente intestatario dei titoli, circostanza che difficilmente non influirà sull'interesse sotteso all'esercizio del voto.

Si distingue dalla vendita a termine la diversa fattispecie disciplinata dagli artt. 1548 e ss., contratto di riporto. Con tale negozio le parti convengono che il riportato trasferisca al riportatore in proprietà titoli di credito, di una determinata specie, per un prezzo stabilito e il riportatore assuma l'obbligo di ritrasferire al riportato, alla scadenza del termine pattuito, la proprietà di altrettanti titoli della stessa specie, verso il rimborso del prezzo, che può essere aumentato o diminuito nella misura convenuta.

Con riferimento al riporto avente ad oggetto azioni, l'art. 1550 c.c., stabilisce espressamente che diritti ed obblighi inerenti ai titoli oggetto del contratto restino in capo al riportato. Al secondo comma tuttavia si chiarisce che il diritto di voto spetta invece al riportatore, pur facendosi salva, a differenza del caso di vendita a termine, una diversa volontà delle parti.

La dottrina ha cercato di identificare la *ratio* della scelta operata dal legislatore riguardo alla attribuzione del diritto di voto nelle due ipotesi considerate.

Si è¹²⁵ in primo luogo escluso che tale scelta sia stata orientata dal fatto che il diritto di voto debba spettare al socio in quanto tale, posto che la disciplina di pegno ed usufrutto già smentisce tale assunto. Vi è stato dunque chi¹²⁶ ha identificato la *ratio* di tale attribuzione partendo da una distinzione tra diritti patrimoniali di credito - che si presterebbero ad essere negoziati autonomamente dal titolo potendo essere "*ridotti in espressioni monetarie*" - e diritti relativi a gestione ed amministrazione della società, tra i quali il diritto di voto, che, non diminuendo - per tale dottrina - il valore economico del titolo, non potrebbe essere da quest'ultimo separato né dunque autonomamente negoziato.

¹²⁵BIANCHI D' ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il riporto*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo e continuato da Mengoni e Schlesinger, Milano, Giuffrè, 1969, 334.

¹²⁶MESSINEO, *La sorte dei diritti accessori nel contratto di riporto*, in *Riv. dir. comm.* 1925, I, 328.

Si è infine sostenuto¹²⁷, nonostante gli inconvenienti – che verranno più avanti ricordati – derivanti dalla soluzione per la quale ha optato il legislatore, che la *ratio* di tale scelta è stata quella di attribuire il diritto di voto a colui che, nel momento dell'assemblea, “è in effettivo disborso di capitale” e dunque in quel momento sta finanziando con i suoi mezzi l'attività di impresa, trattandosi della scelta “meno ingiusta e più consequenziale”, rispetto ad attribuire il voto a riportato ed acquirente¹²⁸.

Altra dottrina, con particolare riferimento alla vendita a termine, ha infatti sottolineato che, benché l'acquirente a termine sia in concreto il soggetto destinato a rimanere socio e pertanto non vi sarebbero ragioni perché all'assemblea debba partecipare l'alienante, che ha già dimostrato di voler dismettere le proprie partecipazioni – e non dà pertanto “*garanzia di votare con la prudenza di chi corre il rischio del buon esito delle deliberazioni*” – nonostante ciò il legislatore avrebbe semplicemente operato la scelta più lineare con il principio generale secondo il quale il diritto di voto spetta al socio *attuale*, che tale diritto sia normalmente legato a quest'ultima qualità e, soprattutto dunque, “*che esso debba rispondere alla volontà e all'interesse dell'attuale socio, sicché non debba nemmeno essere vincolata la libertà di esercizio*”¹²⁹.

Si è precedentemente accennato ai possibili inconvenienti derivanti da una siffatta scelta operata dal legislatore in ordine alla spettanza del diritto di voto. Per identificarli occorre anzitutto chiarire alcuni aspetti in particolare del riporto, che rientra tra i c.d. contratti di borsa e consiste, in sostanza, in un duplice trasferimento, l'uno a pronti e l'altro a termine¹³⁰. La funzione economica di tale contratto deve ricondursi per la dottrina ad un'operazione di credito e non di scambio. Mediante tale strumento, infatti, si vengono a creare due correnti di credito - una di denaro dal riportatore al riportato, una costituita da titoli dal riportato al riportatore. Anche il prezzo corrisposto al momento del primo trasferimento rifletterebbe la suddetta funzione, diversa dal mero scambio, essendo generalmente determinato in misura inferiore al prezzo di mercato dei titoli, il modo da tenere in considerazione eventuali ribassi del corso dei titoli stessi. A ciò si aggiunga, infatti, che i titoli in definitiva costituiscono per il riportatore la garanzia della somma concessa al riportato.

Bisogna tuttavia sottolineare che la funzione del riporto può essere, talvolta, anche quella opposta, ovvero fornire al riportatore titoli. In tal caso è quest'ultimo ad ottenere un servizio dal riportato, e a corrispondere un prezzo a tal fine. La dottrina

¹²⁷ BIANCHI D' ESPINOSA, *I contratti*, cit., 335.

¹²⁸ Sostiene che l'attribuzione del diritto di voto al riportatore non necessita di alcuna spiegazione sulla base della “*ovvia considerazione che il riportatore acquista la proprietà del titolo*” FRE, *Commento all'art. 2352 c.c.*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna – Roma, Zanichelli, 1982, 214 ss.

¹²⁹ CORRADO, *I contratti di borsa*, in *Trattato di diritto civile*, fondato da Vassalli, Torino, Utet, VII, 2, 470.

¹³⁰ BIANCHI D' ESPINOSA, *I contratti*, cit., 485.

parla in siffatte ipotesi di “deporto”, il prezzo corrisposto al momento del secondo scambio sarà in tal caso inferiore rispetto a quello pagato al momento del primo trasferimento.

La ragione per la quale, in un dato momento, sorga sul mercato una forte domanda di titoli da acquistare mediante contratto di riporto può essere proprio, come attenta dottrina sottolinea¹³¹, l'avvicinarsi di assemblee nelle quali sia necessario formare determinate maggioranze.

La finalità del riporto è, pertanto, per lo meno duplice: da una parte consentire una forma di finanziamento, dall'altra permettere di acquistare temporaneamente la disponibilità di titoli per esercitarne i diritti (anche di voto) inerenti¹³².

Ecco, dunque, che si possono individuare negli scopi - possiamo dire ulteriori - del riporto quegli inconvenienti cui si accennava sopra e, così, giustificare l'attenzione per tale contratto ai fini di questo lavoro. E' facile notare, infatti, come il riporto possa rivelarsi strumento idoneo ad attribuire il voto ad un soggetto diverso dal socio, eventualmente proprio al fine esclusivo di incrementarne il potere in assemblea, dovendosi così considerare necessariamente tale contratto di una certa rilevanza anche in ipotesi di acquisto - o tentativo di acquisto - del controllo, almeno di fatto, di una società¹³³.

Risulta chiaro, a questo punto, il possibile abuso nei confronti del riportato che parte della dottrina ritiene possa derivare dalla scelta legislativa di attribuire il diritto di voto al riportatore. Attraverso l'accaparramento di titoli mediante un contratto di questo genere in prossimità delle assemblee, si è detto, si procurerebbe un danno ai piccoli azionisti che dovessero avere un bisogno immediato di capitali,

¹³¹ BIANCHI D' ESPINOSA, *I contratti*, cit., 487

¹³² In tal senso si veda anche COTTINO, *Commento all'art 1550 c.c.*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna - Roma, Zanichelli, 48, il quale nel valutare le ragioni che hanno spinto il legislatore ad attribuire in tale fattispecie il diritto di voto al riportatore, sottolinea che ciò “*costituisce valido incentivo alle manovre di voto, potendo il riportatore accaparrarsi azioni in vista di un'assemblea e, limitatamente ad essa, assicurandosene il voto corrispondente*”. Con riferimento al suddetto patto contrario e alla *ratio* del medesimo, si veda anche FRE, *Commento all'art. 2352 c.c.*, cit., 215, il quale sottolinea la particolarità di tale opzione concessa dal legislatore, dal momento che in tal maniera si ammetterebbe “*espressamente che si possa perdere la qualità di socio e conservare tuttavia il diritto di partecipare alla assemblea e di concorrere col voto a formare la volontà sociale*”. A riguardo è infatti opportuno, ritengo, operare un paragone con la disciplina di pegno e usufrutto. Anche in tali ultime ipotesi il legislatore concede alle parti di stipulare un patto contrario rispetto alla attribuzione del diritto di voto prevista *ex lege*. In tali casi, tuttavia, è la legge a legittimare al voto un soggetto diverso dal titolare delle azioni - creditore pignoratizio e usufruttuario - mentre la volontà delle parti può ricondurre il voto in capo al suo “ordinario” proprietario, il socio appunto. Nel riporto invece il patto convenuto dalle parti è tale da attribuire il voto a colui che non risulta titolare di alcun diritto sul titolo, il riportato che ha dismesso (anche se temporaneamente) le azioni.

¹³³ Sostengono che, indipendentemente dalla temporaneità del fenomeno, il riporto configuri uno strumento idoneo all'acquisto del controllo (benché con riferimento al vecchio testo del 2359 c.c.) NOBILI - VITALE, *La riforma*, cit., 150, i quali espressamente ritengono che tale potere sussista in capo al riportatore qualora a quest'ultimo spetti il diritto di voto.

consentendo eventualmente ai riportatori di “*dominare l’assemblea con un colpo di maggioranza*”, seguendo i propri interessi anche in danno di quello degli affettivi soci. Il diritto di partecipare all’assemblea e votare dovrebbe, prosegue la medesima dottrina, spettare a colui che pur avendo dato (temporaneamente) i titoli a riporto dimostra di volere rimanere socio, piuttosto che al riportatore - che tale qualità ha già dichiarato, di fatto, di voler dismettere (così come, analogamente, all’acquirente nel caso di vendita a termine).

Quanto alla possibilità che sia stipulato, tra riportato e riportatore, un patto contrario, volto ad attribuire il diritto di voto al primo, un Autore¹³⁴ sottolinea si tratti di ipotesi comune qualora il riporto venga utilizzato essenzialmente a scopo di garanzia, realizzandosi una sorta di analogia con quanto accade in ipotesi di pegno su azioni. Prosegue tuttavia l’Autore precisando che in realtà le due posizioni risultano in concreto profondamente differenti. Quanto a creditore pignoratizio ed usufruttuario di azioni, infatti, il legislatore avrebbe operato una “*scissione temporanea fra la posizione di socio azionista e legittimazione ad intervenire nelle assemblee ed esercitarvi il voto*”¹³⁵, mentre il riportato non sarebbe comunque legittimato in forza del patto concluso con il riportatore, avendo esso una efficacia solo tra le parti¹³⁶. Il riportato, pertanto, avrebbe esclusivamente il diritto di essere messo nelle condizioni di esercitare il voto come se ne fosse effettivo titolare. Strumento adatto a raggiungere tale fine sarebbe l’intervento del riportato in assemblea quale rappresentante del riportatore, un delegato quindi, ma libero di votare nell’interesse proprio.

3.1.3 (segue) Il prestito titoli e contratti derivati

Si sono fino ad ora considerate ipotesi di dissociazione tra titolarità della partecipazione azionaria ed esercizio del corrispondente diritto di voto. Può ora risultare utile richiamare fattispecie idonee a realizzare una ulteriore distinzione, questa volta tra proprietà economica delle azioni ed esercizio del voto, quale, in primo luogo, il prestito titoli.

Si tratta di un contratto mediante il quale il prestatore (*lander*) consegna titoli di credito (*securities*) al prestatario (*borrower*) a fronte di un compenso, nonché di una garanzia (*collateral*), con l’obbligo per il secondo di restituire alla scadenza stabilita

¹³⁴ CORRADO, *I contratti*, cit., 471.

¹³⁵ CORRADO, *I contratti*, cit., 475.

¹³⁶ Con riferimento a tale valenza meramente *inter partes* del suddetto patto, si veda tuttavia l’art. 21, comma 5 del Regolamento Consob – Banca di Italia, il quale – come sottolinea COTTINO, *Commento all’art. 1550 c.c.*, cit., 50 – oggi espressamente prevede con riferimento alla comunicazione resa dell’intermediario alla società emittente e necessaria ai fini dell’intervento e voto in assemblea ai sensi dell’art. 83sexies T.U.F., che a domandare detta comunicazione in caso di riporto sia il riportatore “*salvo patto contrario*”. Da ciò pare dunque desumersi che in caso tale patto contrario vi sia, invece, spetterebbe al riportato richiedere direttamente la comunicazione.

tanti titoli della stessa specie di quelli di quelli ottenuti in prestito (*equivalent securities*)¹³⁷.

È opportuno sottolineare come, tramite tale contratto, si trasferisca la proprietà di *securities* - e *collateral* - cosicché chi riceve titoli in prestito ne può liberamente disporre. Quanto ai proventi dei titoli dati in prestito - e gli altri diritti accessori - essi restano in capo al prestatore, mentre l'esercizio dei diritti di voto eventualmente connessi al titolo oggetto del contratto spettano al prestatario.

Tramite il contratto di prestito titoli avente ad oggetto azioni, dunque, il diritto di voto viene attribuito - per un periodo predeterminato coincidente con la durata del prestito - al prestatario, il quale risulta titolare della proprietà dei titoli - e dunque socio - si potrebbe dire a termine.

Gli obblighi derivanti dal contratto per il prestatario sono essenzialmente riconducibili al pagamento del corrispettivo - e dunque in sostanza di un interesse - nonché alla restituzione, alla scadenza, di titoli della stessa specie e quantità. Il prestatore è invece tenuto, anzitutto al trasferimento dei titoli al momento della conclusione del contratto e, alla scadenza, alla restituzione della garanzia ricevuta.

Come sopra ricordato, infatti, per assicurare la posizione del prestatore, al momento dell'attribuzione in prestito di titoli quest'ultimo riceve una garanzia volta ad assicurare, non solo la restituzione di quanto prestato, ma anche la neutralità delle consistenze patrimoniali nel proprio portafoglio.

La garanzia potrà essere costituita, non solo da denaro, ma anche da titoli, essendo fondamentale, in ogni caso, che il valore del *collateral* sia sempre aderente a quanto oggetto di prestito, dovendosi dunque costantemente adeguare il valore della garanzia a quello dei titoli. Sorge di conseguenza, in capo al prestatario, un obbligo di consegna di ulteriore *collateral* in caso di incremento del suddetto valore e, in capo

¹³⁷ La Direttiva 2006/49/Ce definisce tale operazione all'art. 3, comma 1, lett. n, come "Concessione e assunzione di titoli o merci in prestito" chiarendo poi che "la transazione con la quale un ente o la sua controparte trasferisce titoli o merci contro adeguata garanzia con l'impegno per chi riceve il prestito di restituire titoli o merci equivalenti ad una data da stabilirsi o quando richiesto dal concedente il prestito, costituisce una concessione di titoli o merci in prestito per l'ente che trasferisce i titoli o le merci e un'assunzione di titoli o merci in prestito per l'ente a cui tali titoli sono o merci sono trasferiti". Identifica tale contratto come quello con il quale una parte "trasferisce la proprietà di un certo quantitativo di titoli di una data specie ad un altro soggetto, il quale, ad una data stabilita, è tenuto a restituire il tantundem eiusdem generis, oltre al pagamento di un corrispettivo quale remunerazione per l'utilità conseguita" anche la Consob nella Comunicazione n. DEM/7091047 del 11 ottobre 2007, reperibile in *Giur. comm.*, II, 2008, 1004 e ss. Le Direttive 93/6/CEE e 2002/47/CE - che già prendevano in considerazione tale operazione - qualificano come elementi caratterizzanti la fattispecie le clausole di c.d. *marking to market* (ovvero l'obbligo per il *borrower* di integrare la garanzia fino a concorrenza dei titoli ricevuti in prestito) e di *close-out netting* (al momento dello scioglimento del contratto prima del termine naturale deve essere determinato il valore di mercato per ogni operazione. Le reciproche obbligazioni di consegna vengono poi convertite in valuta per procedere alla compensazione tra i reciproci crediti e debiti). Così CINCOTTI, *OPA obbligatoria e operazioni di prestito titoli*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 1008 nota 4. Per una breve rassegna sulla disciplina del prestito titoli si veda VELLA, *Il prestito titoli tra mercato finanziario e governance societaria*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2009, 164 e s.

al prestatore, un obbligo di restituzione qualora si verifichi una riduzione dello stesso – c.d. marginazione¹³⁸.

Richiamate brevemente le principali caratteristiche del contratto in esame, per valutarne la rilevanza ai fini del presente lavoro è opportuno analizzare i diversi scopi per i quali, nella prassi, esso viene concluso.

Può essere anzitutto stipulato principalmente nell'interesse del prestatario, rispondendo così essenzialmente a due finalità - delle quali la seconda, in particolare, interessa ai fini di questo lavoro - i) procurarsi una disponibilità temporanea di titoli necessaria per concludere vendite allo scoperto¹³⁹, ovvero, ii) utilizzare tale contratto esclusivamente per esercitare i diritti connessi ai titoli ottenuti in prestito e - in particolare - il diritto di voto¹⁴⁰. Quanto al corrispondente interesse del prestatore, invece, egli sarà spinto alla conclusione del medesimo contratto per ottenere un maggior guadagno (dato dal corrispettivo ricevuto a fronte del prestito) rispetto all'ordinario possesso di titoli.

Quanto alla natura del contratto di prestito titoli, la dottrina è concorde¹⁴¹ nel ritenerlo atipico ed essenzialmente riconducibile a quello di mutuo¹⁴². Si tratta, infatti, di un contratto reale - perfezionandosi con la consegna dei titoli dal prestatore al prestatario - e oneroso - posto che il prestatario è tenuto a versare un importo a fronte del prestito ricevuto.

Il prestito titoli integra dunque, in sostanza, una forma di finanziamento avente ad oggetto titoli¹⁴³, che entrano nella disponibilità di colui che riceve il prestito.

¹³⁸ Pur riconoscendo l'esistenza di un "frammentario quadro normativo" di tale fattispecie, un Autore - CINCOTTI, *OPA*, cit., 1009 - sintetizza gli elementi caratterizzanti del prestito titoli "o quantomeno della struttura socialmente tipica e legislativamente riconosciuta dello stesso" in: 1) una disciplina pattizia di adeguamento del *collateral* al valore attuale dei titoli dati in prestito; 2) l'indisponibilità del *collateral* per il *lender*; 3) la disponibilità piena di tutti i diritti relativi all'azione, salvo patto contrario, al *borrower*, fermo restando l'obbligo di restituire alla scadenza i proventi ricevuti.

¹³⁹ Tale operazione consente, infatti, al prestatore di vendere i titoli ricevuti in prestito pur senza averne una completa disponibilità, confidando nella diminuzione del valore degli stessi. Riacquisterà infatti, solo al momento della dovuta restituzione, titoli della medesima specie, lucrando, se le sue previsioni si saranno avverate, la differenza tra il prezzo al quale ha ceduto i titoli *allo scoperto* e quello al quale li riacquista per adempiere agli obblighi nascenti dal prestito titoli. Si può già notare, pur avendo in modo molto elementare descritto solo una delle finalità del contratto in esame, che l'interesse di colui che, in definitiva, esercita il voto in assemblea, è che i titoli stessi perdano valore prima della restituzione.

¹⁴⁰ RAZZANTE - LIACE, (a cura di) *Prestito su titoli*, in *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, XII, *Finanziamento alle imprese*, Torino, Utet, 2005, 185. Sottolinea tale ulteriore finalità del prestito titoli anche VELLA, *Il prestito titoli*, cit., 162 e s.

¹⁴¹ Cfr. MACARIO, a cura di, *Prestito titoli*, in *Contratti. Formulario commentato*, Milano, Ipsoa, 2011, 1713

¹⁴² Conferma tale analogia dopo una breve rassegna di differenze riscontrabili tra il contratto di prestito titoli ed altre figure conosciute dall'ordinamento VELLA, *Il prestito titoli*, cit., 166 e ss.

¹⁴³ RAZZANTE - LIACE, (a cura di) *Prestito su titoli*, in *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, XII, *Finanziamento alle imprese*, Torino, Utet, 2005, 181, li definiscono "operazioni di finanziamento in valori mobiliari" posto che in sostanza consistono in un trasferimento temporaneo di titoli contro una somma di denaro. In tale categoria gli Autori riconducono anche riporto, compravendita di titoli pronti contro termine, tutte fattispecie idonee a

Quest'ultimo, dunque, esercita per tutta la durata del contratto i diritti connessi alla partecipazione, pur consapevole che, alla scadenza, dovrà restituire i titoli ricevuti.

Appare chiaro, di conseguenza, come il voto relativo ad azioni oggetto di un prestito titoli sarà, ancora una volta, esercitato da chi è socio, ma pur sempre "a termine", con tutte le conseguenze che da tale posizione possono derivare, in tema di *empty voting*, come la dottrina da tempo ha messo in luce.

Un Autore¹⁴⁴, in particolare, ha sottolineato come, proprio il prestito titoli, possa definirsi il più semplice strumento idoneo a realizzare il c.d. svuotamento del voto, o *empty voting*.

Con tale termine ci si riferisce a una delle conseguenze derivanti dalla scissione tra proprietà economica delle azioni e potere di voto – intendendosi come proprietà economica "il diritto ai ritorni dell'investimento"¹⁴⁵. Il fenomeno dell'*empty voting* si verifica, dunque, in sostanza allorquando il voto venga svuotato del correlato interesse economico.

Come già accennato, generalmente le parti ricorrono al prestito titoli anzitutto in operazioni di vendita allo scoperto, ma anche al solo ed unico fine di separare la proprietà economica delle azioni dal voto, mirando esclusivamente ad incrementare i voti a propria disposizione in assemblea¹⁴⁶. In virtù di tale operazione, infatti, il rischio economico resta in capo al prestatore che, al termine pattuito, riceverà una quantità di titoli della medesima specie di quelli dati a prestito, trasferendo nel

perseguire diverse finalità che i medesimi Autori distinguono tra quelle "di natura bancaria", qualora il soggetto trasferisca titoli a pronti per ricevere la temporanea disponibilità del controvalore in denaro - ed in tal caso i titoli svolgono essenzialmente una funzione di garanzia della transazione - ovvero "operazioni di borsa", tra le quali riconduce l'ipotesi del prestito titoli finalizzato a disporre dei voti connessi agli stessi, e ove dunque l'interesse della parte è quello di ottenere proprio quei determinati titoli.

¹⁴⁴ FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*. Atti del convegno internazionale di studi – Venezia, 10 - 11 novembre 2006, Milano, Giuffrè, 2007, 632.

¹⁴⁵ Ferrarini, *Prestito titoli*, cit., 630. A riguardo si vedano altresì HU – BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in 79 *Southern California L. rev.*, 2006, 824, per i quali la *economic ownership* altro non è che *economic returns associated with shares* e può ottenersi attraverso il possesso di azioni ma anche indirettamente mediante derivati o altri strumenti finanziari che attribuiscano ritorni correlati con quelli delle azioni.

¹⁴⁶ Cfr. FERRARINI, *Prestito titoli*, cit., 633 il quale indica infatti come soggetti che fanno ricorso a tale contratto proprio al fine di ottenere la disponibilità del voto connesso ai titoli, taluni investitori istituzionali, gli *hedge fund*, ed *insiders*. A riguardo si veda altresì quanto illustrato da HU E BLACK, cit., 1027, i quali richiamano, con riferimento all'ordinamento americano, la disciplina della *record date* quale ulteriore strumento adatto ad incrementare il fenomeno dell'*empty voting*, la quale richiede la titolarità delle azioni solo nel momento in cui avviene la registrazione – *record date* - per essere legittimati ad esercitare il voto in assemblea, nonostante un'eventuale cessione dei titoli intervenuta tra detta data e l'adunanza. Tale disciplina, introdotta anche nel nostro ordinamento a seguito della *shareholders rights directive*, è stata, proprio all'indomani dell'introduzione del decreto attuativo 27 gennaio n. 27 del 2010 oggetto di diversi commenti in dottrina, per verificarne la fruibilità quale strumento per incentivare l'*empty voting*, tra gli altri cfr. DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date*, cit., 312 e ss.

mentre la titolarità degli stessi al prestatario, che disporrà così dei voti ad essi relativi, pur non accollandosi alcun rischio economico.

Ci si potrebbe, a questo punto, domandare se chi in forza di detto contratto ha la possibilità di disporre dei voti relativi alle azioni, debba farlo *in conto*, ovvero nell'interesse, di colui che sopporta il rischio economico connesso ai titoli, benché temporaneamente non titolare di questi ultimi, ovvero il prestatore. A riguardo ritengo opportuno richiamare il *Global master Securities lending agreement della International Securities Lenders Association (ISLA)*, nella versione di gennaio 2010, il quale al paragrafo 6.6. precisa espressamente che il prestatario, al quale spetti tale diritto, non sia obbligato ad esercitarlo secondo le istruzioni del prestatore¹⁴⁷. Ciò significa che attraverso il contratto di prestito titoli può effettivamente verificarsi una dissociazione tra proprietà economica delle azioni e diritto di voto ad esse relativo, tale da consentire una completa discrezionalità nell'esercizio dello stesso da parte di colui che non assume il rischio economico connesso alla decisione assunta. Se non si ammettesse una tale discrezionalità nell'esercizio del voto inerente ai titoli oggetto di prestito, d'altronde, il contratto non sarebbe probabilmente utilizzato per una delle sue finalità tipiche, ottenere la disponibilità di un gran numero di voti in vista di determinate assemblee.

È concorde nel ritenere l'operazione in esame idonea a realizzare un rischio di *empty voting* anche un altro Autore¹⁴⁸, il quale, a conferma di tale assunto, richiama la normativa Consob in materia di obblighi informativi che, nel prendere in considerazione tutte le ipotesi che comportano un temporaneo passaggio del diritto di voto - e nelle quali, dunque, appare evidente il rischio di una dissociazione tra esercizio dei diritti amministrativi ed interesse economico nelle società partecipate - contempla anche la fattispecie del prestito titoli.

La medesima dottrina aggiunge quindi che il rischio di un prestito titoli a favore di chi sia solo interessato ad assumere la qualità di *borrower* per intervenire in assemblea, "condizionandone l'esito delle decisioni a prescindere dal "peso" nella dinamica degli assetti proprietari", non è affatto un fenomeno marginale e, anzi, "i potenziali effetti distorsivi possono assumere grande rilevanza". Il prestito titoli, infatti, pur non

¹⁴⁷ Cfr. documento reperibile sul sito www.ird.gov.hk/eng/pdf/appsbla/gmsla2010.pdf Il quale al paragrafo 6.6 letteralmente recita "Exercice of voting rights: Where any voting rights fall to be exercised in relation to any Loaned Securities or Collateral, neither Borrower, in the case of Equivalent Securities, nor Lender, in the case of Equivalent Collateral, shall have any obligation to arrange for voting rights of that kind to be exercised in accordance with the instructions of the other Party in relation to the Securities borrowed by it or transferred to it by way of Collateral, as the case may be, unless otherwise agreed between the Parties". Il medesimo documento è richiamato altresì da FERRARINI, *Prestito titoli*, cit., il quale tuttavia fa riferimento alla precedente versione del medesimo.

¹⁴⁸ VELLA, *Il prestito titoli*, cit., 170 e s.

essendo l'unica tecnica idonea allo svuotamento del voto, è per l'Autore forse la più semplice e meno costosa¹⁴⁹.

Si può infine aggiungere che la recente introduzione dell'istituto della *record date* – legittimando a partecipare in assemblea colui che risulti titolare delle azioni in un preciso e determinato momento, la *record date* appunto – potrebbe agevolare ancor di più, forse, il fenomeno appena analizzato, dal momento che, per partecipare all'assemblea, sarà sufficiente che il *borrower* possieda i titoli anche solo al momento della data di registrazione, restituendoli immediatamente dopo.

Ulteriori strumenti idonei a realizzare il c.d. svuotamento del voto sono le vendite allo scoperto¹⁵⁰ (c.d. *short selling*), nelle quali si sfrutta la possibilità offerta dal mercato di cedere titoli pur senza averne la materiale disponibilità. La logica è quella opposta ad una ordinaria vendita, nella quale prima ci si procura il bene e poi lo si cede. Chiaramente una siffatta operazione avrà ragione di essere conclusa ove il venditore allo scoperto voglia sfruttare una fase di discesa dei mercati; si tratta infatti in sostanza di una scommessa al ribasso che porterà un guadagno al venditore nel caso in cui il prezzo del titolo scenda. Tale operazione generalmente viene realizzata unitamente ad un contratto di prestito titoli ove questi ultimi vengono infatti subito venduti dal prestatario a terzi, al fine di sfruttare un "*trend ribassista del mercato finanziario*"¹⁵¹, così da incassare immediatamente il prezzo della vendita, per poi riacquistarne una identica quantità da restituire al prestatore in un momento successivo, confidando nel ribasso delle quotazioni e lucrando, così la differenza. In alternativa, il venditore allo scoperto conclude prima la vendita, quindi si procura titoli attraverso un contratto di prestito, riacquistandoli solo in un momento successivo – e ad un prezzo più basso secondo le sue aspettative – per restituirli al prestatore.

¹⁴⁹ Al fine di evitare l'utilizzo del prestito titoli al solo fine di "*favorire manovre poco trasparenti in occasione delle assemblee societarie*", l'Autore – VELLA, *Il prestito titoli*, cit., 72 - richiama alcune iniziative nell'ambito dei codici di autodisciplina e, in particolare il ICGN *Stock Lending Code of Best Practice*, il quale prescrive agli investitori di chiarire le politiche di prestito "*richiamando i titoli prima delle assemblee per esercitare i diritti di voto, nella prospettiva di far coincidere poteri amministrativi e titolarità "economica" della partecipazione*" e, inoltre, mira a scoraggiare qualsiasi operazione di prestito finalizzata esclusivamente all'esercizio del voto.

¹⁵⁰ Borsa Italiana definisce lo *short selling* come "*un'operazione finanziaria che consiste nella vendita di strumenti finanziari non posseduti con successivo riacquisto*". La Consob quale "*una vendita sul mercato di titoli dei quali non ci si è preventivamente assicurata la provvista*", si veda a riguardo il *Position paper* Consob in tema di *short selling* reperibile sul sito www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_mercati_20090529.pdf. Nel medesimo documento la Consob precisa che può assumersi una posizione corta su un titolo, e dunque una posizione che beneficia delle oscillazioni verso il basso del titolo, "*non solo vendendolo allo scoperto, ma anche attraverso l'utilizzo di strumenti derivati da cui deriva l'obbligo o la facoltà di consegnare lo strumento sottostante entro/a una certa data*", mentre deve intendersi quale posizione lunga "*una posizione che beneficia delle oscillazioni verso l'alto del prezzo del titolo o del sottostante; essa può essere realizzata sia acquistando le azioni stesse che tramite l'utilizzo di derivati che hanno le azioni come sottostante*".

¹⁵¹ BOCCHINI, *Della vendita a termine di titoli di credito*, in *Commentario del codice civile* diretto da Gabrielli, *Dei singoli contratti*, (artt. 1531-1536 c.c.), Milano, Utet, 2011, 572.

La Consob definisce come vendite allo scoperto *covered* quelle assistite dal prestito titoli, ovvero nelle quali il venditore prima prende a prestito un certo numero di azioni pari a quello che intende vendere allo scoperto, così da garantirsi la disponibilità, quindi, solo in un secondo momento, ne riacquista sul mercato un medesimo quantitativo da restituire al prestatore. Sono invece definite vendite allo scoperto *naked* quelle non assistite al momento dell'ordine da alcun titolo, ove pertanto il venditore dovrà ricercare successivamente sul mercato i titoli da consegnare all'acquirente.

Si noti che, indipendentemente dalla struttura dell'operazione, colui che confida nel ribasso delle quotazioni è il prestatario, dunque colui che esercita il diritto di voto connesso ai titoli oggetto di prestito, secondo l'ordinaria la disciplina di tale contratto. Pare dunque abbastanza palese che possa sussistere – in tutti i casi considerati - per lo meno il rischio, non solo di un *empty voting* - e dunque di un voto privo dell'interesse economico sottostante - ma addirittura di esercizio del voto da parte di un portatore di interessi esattamente opposti a quelli della società¹³².

Anche la speculazione avente ad oggetto contratti derivati si fonda sulla vendita dei medesimi, senza possesso dei titoli ad essi sottostanti e, dunque, agendo allo scoperto. Ciò a cui mira la parte, infatti, non è tanto la disponibilità del titolo/bene sottostante al derivato, ma esclusivamente guadagnare in forza delle variazioni di valore di quest'ultimo.

I contratti derivati sono infatti così chiamati proprio perché *derivano* il proprio valore da quello di beni/prodotti finanziari di riferimento e, in particolare, dalle variazioni di valore di questi ultimi dal momento della conclusione del contratto a quello di esecuzione dello stesso.

Si tratta, in sostanza, di scommesse aventi ad oggetto la differenza di valore di un determinato bene, o prodotto finanziario, da un momento iniziale – di conclusione del contratto - ad uno finale – di esecuzione.

Senza volere in questa sede procedere ad una analitica trattazione di un tema complesso come quello dei diversi contratti derivati, tra essi può essere utile richiamare, per esempio, le c.d. *options*, attraverso le quali una parte ottiene il diritto di acquistare (*call*) o vendere (*put*) ad un prezzo determinato, una certa quantità di strumenti finanziari in un momento futuro prestabilito.

¹³² Cfr. il *Position paper* Consob in tema di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati *cash settled*, reperibile sul sito www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/position_paper_derivati_20091008.pdf ove la Consob chiaramente riporta il rischio che attraverso contratti derivati *cash-settled* è possibile che una parte c.d. corta voti pur in assenza di un interesse economico, rendendo così possibile una separazione tra tale interesse – riconducibile alla parte c.d. lunga – e diritti di voto – esercitati dalla parte corta, disinteressata ai relativi effetti economici e ciò “alterando il sistema di corporate governance che tradizionalmente ipotizza, almeno per categorie omogenee di azioni, una proporzionalità tra interesse economico e diritti di voto”.

Il *future* è invece un contratto a termine, ma standardizzato, in modo che possa essere facilmente negoziato. Attraverso tale contratto le parti si obbligano a scambiarsi determinate quantità di strumenti finanziari ad una certa scadenza e ad un prezzo pre stabilito, ovvero, nel caso di *future* su indice, di corrispondersi una somma di denaro pari alla differenza tra l'indice stesso alla data di stipulazione del contratto e quella di esecuzione¹⁵³.

Altro strumento idoneo a "svuotare" il voto dall'interesse economico connesso alle azioni è infine l'*equity swap*¹⁵⁴. Si tratta ancor una volta di un contratto derivato che consiste nello scambio di flussi di cassa tra due parti con vari indici di riferimento¹⁵⁵. L'*equity swap*, in particolare, prevede generalmente l'acquisto di titoli con l'accordo di rivenderli a termine a prezzi prestabiliti. Alla chiusura del contratto quanto dovuto potrà essere pagato in denaro (c.d. *cash settlement*) ovvero con la vera e propria consegna delle azioni in oggetto.

Venendo ora alle ragioni per le quali si sono qui richiamati tali contratti, appare chiaro che tutti i casi sopra considerati risultano caratterizzati, in sostanza, da una scissione tra esercizio del voto in assemblea ed assunzione del rischio economico connesso alle decisioni adottate, ovvero, ad un, almeno probabile, disinteresse al risultato di quanto deliberato, dal momento che i titolari del voto risultano, in definitiva, portatori di interessi ulteriori rispetto a quello sociale.

Si potrebbe affermare dunque che, nelle ipotesi idonee a dare luogo ad un *empty voting*, si realizza una sorta di dissociazione tra esercizio del voto e interesse-rischio di impresa. I più diversi interessi perseguiti dal soggetto titolare del voto attraverso le operazioni sopra citate non possono, infatti, che orientarne il voto.

Si è sottolineato¹⁵⁶ che le ipotesi in esame potrebbero fondamentalmente assimilarsi ad una vendita del voto, pur dovendosi operare i necessari distinguo. Un Autore¹⁵⁷, già più volte richiamato, per esempio, chiarisce che nel prestito titoli il prestatario è effettivamente il proprietario delle azioni in forza delle quali esercita il diritto di voto, non potendosi dunque ricondurre tale disponibilità al risultato di una vendita del voto. Le medesime considerazioni possono farsi anche con riferimento a

¹⁵³ Per una breve rassegna riguardo vendite a termine e derivati si veda BOCCHINI, *La vendita*, cit., 572 ss.

¹⁵⁴ Si veda ancora FERRARINI, *Prestito titoli*, cit., 633 e s.

¹⁵⁵ Anche la stessa traduzione letterale di *swap* ovvero *scambio* chiarisce la sostanza del contratto, le parti si accordano per scambiare tra loro flussi di cassa a date certe, il cui ammontare è determinato in relazione ad un bene/titolo sottostante.

¹⁵⁶ FERRARINI, *Prestito titoli*, cit., 636 e s. il quale richiama altresì gli orientamenti dottrinali in merito alla liceità o meno di tale fattispecie. Sul punto si vedano tra gli altri SCIMEMI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2003; COTTINO, *Le convenzioni di voto*, cit.; SENA, *Il voto nella assemblea*, cit.; GATTI, *La rappresentanza*, cit.; WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, Milano, Giuffrè, 1978; JAEGER, *Ammissibilità e limiti dell'accordo di "cessione" del voto in cambio di "corrispettivo" (con considerazioni in merito alla c.d. "vendita del voto")*, in *Giur. comm.*, 1997, II, 237 ss.

¹⁵⁷ FERRARINI, *Prestito titoli*, cit.

vendite allo scoperto, acquisto di *put* o vendita di *call*, tutte ipotesi nelle quali il soggetto resta titolare delle partecipazioni che gli attribuiscono il diritto di voto, fermo restando che tale diritto risulta poi sempre separato dalla proprietà economica del titolo¹⁵⁸. Non vi è dunque dubbio che l'*empty voter*, come affermato in dottrina, “è insensibile alle vicende della società nella cui assemblea vota”¹⁵⁹, tale soggetto infatti non corre il rischio di impresa, esercita il voto senza “incentivi economici adeguati” e pur non spettandogli “diritti residuali”¹⁶⁰.

Con riferimento alle c.d. tecniche di svuotamento del voto, la medesima dottrina aggiunge, infine, che si tratta di ipotesi tutte “relativamente instabili”, di un fenomeno “esterno alla società emittente [...] relativamente volatile e molto spesso opaco”¹⁶¹.

Ricollegandomi, dunque, al tema oggetto di questo lavoro – e, in particolare, alla possibilità di configurare il controllo anche in capo a colui che soltanto disponga dei voti riconducibili a titoli altrui - dall’ultima considerazione appena effettuata sembrerebbe doversi dedurre che le fattispecie analizzate non possano assumere rilevanza.

Se infatti si vuole seguire quella parte della dottrina che richiede, quale requisito essenziale del controllo, una certa e determinata stabilità¹⁶², allora la volatilità che si è detta caratterizzare le figure appena considerate dovrebbe essere sufficiente ad escluderne la rilevanza.

Ciò tuttavia non convince appieno o, almeno, sembra opportuno procedere con maggior cautela prima di sostenere che il voto esercitato con piena

¹⁵⁸ Si può forse affermare che anche la delega di voto esercitata *in conformità* ad istruzioni di voto non possa ricondursi alla vendita del voto, in quanto trattasi, in sostanza, di un’ulteriore ipotesi nella quale l’esercizio del voto avviene da parte di un soggetto diverso dal titolare della partecipazione, ma nell’interesse di chi ne detiene l’effettiva proprietà economica. Potrebbe invece distinguersi l’ipotesi di un voto delegato eventualmente esercitato *non in conformità* alle istruzioni di voto ricevute – per patologie del rapporto o perché così convenuto – e nell’interesse del delegato stesso. In tal caso, in sostanza, il voto spetta a colui che non ha la titolarità dell’azione ma, invece, un interesse proprio all’esercizio di tale diritto. A ben vedere poi il medesimo discorso potrebbe farsi allora anche con riferimento al promotore che abbia sollecitato, nell’interesse proprio, deleghe di voto. In tal caso, infatti, il voto verrebbe esercitato da un soggetto privo della titolarità dell’azione e portatore di un interesse proprio e l’eventuale analogia con la vendita del voto potrebbe, forse, essere più probabile. Sul rapporto tra disciplina della delega e vendita del voto cfr. SCIMEMI, *La vendita del voto*, cit., 151 e ss., il quale afferma proprio nell’incipit della parte del Suo lavoro relativa a tale fattispecie che “chi sia pronto a sopportare un sacrificio economico per influenzare il risultato di una determinata votazione assembleare può ricorrere alla compravendita della delega di voto”, pur con tutte le conseguenze che l’utilizzo di tale strumento, poi, comporta.

¹⁵⁹ FERRARINI, *Prestito titoli*, cit., 639.

¹⁶⁰ Ancora FERRARINI, *Prestito titoli*, cit., 642 e s.

Ritengo che potrebbero riscontrarsi le medesime caratteristiche, forse, anche nel voto esercitato dal promotore di una sollecitazione di deleghe che sia esterno alla società. Quest’ultimo, infatti, esercita nell’interesse proprio – pur non essendo la dottrina unanime sul punto – il voto connesso ad azioni per le quali non assume nessun rischio economico. Va tuttavia sottolineato che un tale soggetto avrà ragionevolmente – a differenza delle ipotesi di *empty voting* in esame - un forte interesse proprio alla adozione di determinate delibere per la quale, infatti, ha valutato opportuno sostenere i costi relativi alla sollecitazione.

¹⁶¹ FERRARINI, *Prestito titoli*, cit., 646.

¹⁶² Con riferimento alla rilevanza della stabilità si veda infra il quarto capitolo di questo lavoro.

discrezionalità, per esempio, da un soggetto in qualità di prestatario, non debba considerarsi rilevante ai fini del controllo, e ciò esclusivamente per la sua – eventuale – instabilità. Si è visto infatti che a costui è lasciata in sostanza piena discrezionalità nella determinazione del voto stesso. Qualora si scegliesse, dunque, di escludere *tout court* i voti esercitati in forza di tali contratti dal computo di quelli rilevanti ai fini del controllo, le figure sopra analizzate diverrebbero agili strumenti per aggirare obblighi connessi alla disponibilità del controllo – dovendosi tuttavia precisare, con riferimento in particolare al prestito titoli, che, spettando al prestatario la titolarità dell’azione, se si volesse escludere la rilevanza dei titoli oggetto di prestito ai fini del computo di cui sopra, sarebbe forse necessaria un’espressa previsione legislativa in tal senso.

Se invece si dovessero trovare nell’ordinamento spunti per attribuire rilevanza alle ipotesi ora considerate, benché talvolta instabili, ai fini della configurabilità del controllo almeno di fatto, ciò potrebbe rivelarsi forse un utile via per individuare argomenti contrari alla tesi che vede nella stabilità del controllo, non solo un requisito essenziale, ma anche da accertarsi necessariamente con certezza, pena l’impossibilità di configurare un tale potere.

Si è detto¹⁶³ che un’ulteriore finalità degli strumenti idonei a “svuotare” il voto è quella di occultare la proprietà azionaria della quale si dispone. Ciò può avvenire al fine di esercitare i propri poteri di *governance* senza che il pubblico conosca la reale portata della partecipazione detenuta, ovvero per ottenere il controllo di una società evitando di incorrere nell’ OPA obbligatoria. Quest’ultima affermazione sembra chiaramente dimostrare come la dottrina sia consapevole del fatto che si tratta di strumenti eventualmente utilizzabili anche a fini elusivi della normativa di cui agli artt. 106 e ss. T.U.F.

Con particolare riferimento alle c.d. operazioni *cash-settled*, ovvero al fenomeno dei contratti derivati che prevedono un regolamento finale non in titoli ma in contanti, la stessa Consob¹⁶⁴ già sottolineava, prima delle recenti modifiche al Regolamento Emittenti, i possibili rischi con riferimento alla trasparenza degli assetti proprietari.

La Commissione da sempre ritiene, infatti, che tali contratti possano, in determinati casi, essere equiparati a quelli c.d. *physical-settled*, ovvero quelli che prevedono un regolamento finale in titoli, comportando dunque l’effettivo acquisto della titolarità di questi ultimi. Tale analogo effetto può verificarsi ove, al termine dell’operazione, pur essendosi stabilito un regolamento in contanti le parti optino per la consegna fisica. Ciò in particolare si verificherebbe, prosegue la Consob nel

¹⁶³ Così FERRARINI, *Prestito titoli*, cit., 648.

¹⁶⁴ CONSOB, *Position paper*, cit., 8.

documento in esame, nel caso in cui il soggetto che assume il rischio economico di un determinato titolo abbia come controparte un intermediario, il quale acquisti per coprire il rischio assunto, un quantitativo di titoli pari a quelli sottostanti al derivato. Alla scadenza, pertanto, benché le parti avessero in origine convenuto un regolamento in contanti, per l'intermediario potrebbe risultare equivalente trasferire i titoli, ovvero cederli sul mercato e trasferire il ricavato alla controparte. In tali ipotesi, inoltre, l'intermediario che detiene i titoli per tutta la durata del contratto, essendo disinteressato all'andamento economico del sottostante (godendo infatti di una c.d. posizione corta), potrebbe addirittura essere indotto ad esercitare il voto delle azioni acquistate in copertura secondo le indicazioni fornite dalla controparte. Concludeva dunque la Consob rilevando la disparità di trattamento tra contratti che già nascono *physical-settled* rispetto a quelli che, di fatto, lo diventano alla scadenza. Gli uni, infatti, prima delle recenti modifiche erano soggetti ad obblighi di comunicazione – posto che comportavano, seppur in un momento futuro, sicuramente l'acquisto del titolo – già al momento della stipula del contratto, mentre per gli altri l'eventuale obbligo di comunicazione sorgeva esclusivamente qualora al momento del regolamento venissero trasferiti titoli, ed eventualmente superate le soglie rilevanti.

A riprova della fondatezza dei rischi sopra richiamati è utile ricordare che oggi l'articolo 121 – *Termini e modalità di comunicazione* - del Regolamento Emittenti, come modificato dalla Delibera n. 17919 del 9 settembre 2011, prevede che “*la comunicazione delle partecipazioni, anche potenziali, e della posizione lunga complessiva, è effettuata senza indugio e comunque entro cinque giorni di negoziazione, decorrenti dal giorno dell'operazione idonea a determinare il sorgere dell'obbligo, indipendentemente dalla data di esecuzione [...]*”¹⁶⁵ ovviando così alle critiche che avevano colpito la precedente dizione.

La limitata trasparenza riguardo alle posizioni in derivati *cash-settled* poteva inoltre avere effetti negativi, a parere della Consob, anche con riferimento al mercato del controllo societario. In tal modo, infatti, eventuali posizioni rilevanti potevano rimanere nascoste fino al momento dell'effettivo acquisto della partecipazione (al

¹⁶⁵ Ai sensi dell'art 116terdecies come modificato dalla delibera n. 17919 del 9 settembre 2011, inoltre, devono considerarsi partecipazioni potenziali *le azioni che costituiscono il sottostante di strumenti finanziari derivati elencati dall'articolo 1, comma 3, del Testo unico, nonché di ogni altro strumento finanziario o contratto, che, in virtù di un accordo giuridicamente vincolante, attribuiscono al titolare, su iniziativa esclusiva dello stesso, il diritto incondizionato di acquistare, tramite consegna fisica, le azioni sottostanti, ovvero la discrezionalità di acquistare, tramite consegna fisica, le azioni sottostanti (lettera d); altre posizioni lunghe le azioni che costituiscono il sottostante di strumenti finanziari derivati elencati dall'articolo 1, comma 3, del Testo unico, nonché di ogni altro strumento finanziario o contratto diversi da quelli rilevanti per le partecipazioni potenziali, in grado di determinare l'assunzione di un interesse economico positivamente correlato all'andamento del sottostante, ivi incluso il caso della controparte del titolare di una posizione corta (lettera d1); posizione corta una posizione finanziaria in cui il contraente ha un interesse economico negativamente correlato all'andamento del sottostante (lettera d2).*

momento del regolamento in titoli invece che in contanti). Attraverso la c.d. *hidden (morphable) economic ownership*, infatti, si sarebbe potuta nascondere l'identità di azionisti rilevanti "che sono invece in grado di entrare rapidamente in possesso dei diritti di voto connessi alle partecipazioni detenute occultamente, quando non già di esercitare i diritti di voto corrispondenti attraverso un'influenza sulle scelte dell'eventuale intermediario controparte dell'operazione che si sia coperto acquistando le azioni sul mercato"¹⁶⁶.

Si può dunque notare come ciò che assumeva, ed assume, rilevanza – oggetto infatti dell'attenzione della Commissione - è la reale individuazione, non tanto del soggetto effettivamente titolare dell'azione – in particolare quando la partecipazione sia di rilevante entità - quanto piuttosto di colui che, direttamente o indirettamente, possa influenzare il voto esercitato, orientandolo secondo il proprio interesse.

Si ritorna così al tema oggetto di questo lavoro, per sottolineare come, ancora una volta, venga attribuita una posizione di rilievo non tanto al titolare della partecipazione, ma a colui che possa effettivamente orientare secondo il proprio interesse la volontà assembleare, per evitare facili elusioni di obblighi e divieti.

In particolare, dunque, in caso di derivati azionari, per evitare elusioni della disciplina OPA, risulta opportuno stabilire se l'operazione "sia posta in essere nell'intesa, anche solo tacita tra le parti, che la parte corta acquisterà azioni di copertura ed eserciterà il diritto di voto nel senso voluto dall'altra parte"¹⁶⁷.

3.2 Controllo in caso di dissociazione tra titolarità della partecipazione ed esercizio del diritto di voto.

Analizzate, seppur sinteticamente, le fattispecie idonee a dare luogo ad una dissociazione tra titolarità della partecipazione e disponibilità del diritto di voto ad essa relativo – dovendosi intendere quest'ultima come possibilità di orientarlo secondo il proprio interesse – ovvero ad una scissione tra proprietà economica dell'azione ed esercizio del diritto di voto, ci si domanda quale rilievo debba attribuirsi a tali situazioni allorquando si voglia attribuire ad un soggetto la qualità di controllante.

Come più volte ricordato, infatti, la stessa dizione codicistica di controllo prevede espressamente l'esclusione di voti esercitati in nome altrui dal computo di quelli rilevanti per l'attribuzione della suddetta qualifica, ma solo ove siano effettivamente esercitati *per conto* terzi, ovvero non nell'interesse proprio.

Se, tuttavia, come si è tentato di dimostrare nelle precedenti pagine di questo lavoro, non sempre le diverse ipotesi di dissociazione tra titolarità della partecipazione ed esercizio del diritto di voto, ne prevedono un esercizio

¹⁶⁶ *Position paper* CONSOB, cit., 13.

¹⁶⁷ Così FERRARINI, *Prestito titoli*, cit., 663.

strettamente connesso alle - e dipendente dalle - istruzioni dell'effettivo titolare della partecipazione, allora appare utile valutare la posizione della dottrina riguardo alla eventuale configurabilità di un controllo in capo a colui che, indipendentemente dal titolo, soltanto disponga del voto nel proprio interesse.

Ci si propone, in definitiva, di dimostrare l'esistenza di situazioni ove il controllo possa, almeno formalmente, imputarsi ad un soggetto che non risulti titolare di partecipazioni sociali - o almeno non in misura sufficiente ad attribuirgli tale potere - eppure, grazie alla mera disponibilità di un sufficiente numero di voti in assemblea, non possa che considerarsi controllante.

Con riferimento a pegno ed usufrutto su azioni, richiamando i diversi orientamenti dottrinali sopra esposti in ordine ai limiti che creditore pignoratizio ed usufruttuario debbono rispettare al momento dell'esercizio del diritto di voto, sembrerebbe potersi concludere, indipendentemente dal livello più o meno ampio di libertà concesso dall'una o dall'altra posizione, quanto segue: risulta pacifico che ai titolari del diritto reale minore spetti un diritto di voto *iure proprio*; che tali soggetti possono autodeterminarsi quanto al contenuto del medesimo; e, infine che si tratta di soggetti in posizione differente rispetto a quella del titolare di delega di voto, nominato per la singola assemblea dal socio.

Proprio tale autonomia di giudizio - ripeto, più o meno ampia - ha dunque portato diversi Autori a sostenere che, anche le azioni semplicemente detenute in pegno, o in usufrutto, non possano che computarsi ai fini della nozione di controllo.

Se, come più volte ricordato, ai sensi dell'art. 2359 c.c. ciò che rileva ai fini della sussistenza di una posizione di controllo - di diritto o influenza dominante - è la disponibilità del diritto di voto, piuttosto che la titolarità dell'azione, i voti a disposizione di un soggetto usufruttuario o creditore pignoratizio avranno ragione di essere considerati per il raggiungimento delle soglie rilevanti.

Pare arduo infatti sostenere che il voto, soltanto perchè esercitato in forza di diritto reale minore sull'azione, non possa essere idoneo ad attribuire al suo titolare un'influenza dominante sull'assemblea¹⁶⁸.

A ben vedere, infatti, pur rammentando che l'esercizio del voto da parte di creditore ed usufruttuario è soggetto a limiti più o meno incidenti, - riconducibili in sostanza, anche seguendo le interpretazioni più restrittive, al perseguimento dell'interesse sociale - è difficile escludere che spetti a tali soggetti, tra gli altri, il diritto di votare nell'assemblea di nomina dell'organo gestorio¹⁶⁹.

¹⁶⁸Con riferimento al dibattito tema della stabilità anche, eventualmente, di un siffatto controllo mi permetto di rimandare nuovamente al successivo capitolo quarto.

¹⁶⁹A sostegno di quanto affermato si veda POLI, *Il pegno di azioni*, cit., 290 e s. il quale ritiene che le decisioni concernenti l'elezione delle cariche sociali e l'approvazione del bilancio rientrerebbero in una "zona grigia" composta da delibere che coinvolgono sia l'interesse del creditore pignoratizio che quello del socio, riguardo alle quali tuttavia l'Autore ritiene

Di conseguenza, dato il collegamento più volte ricordato tra esercizio di un'influenza dominante nell'assemblea di nomina di tale organo ed esercizio del controllo - almeno di fatto - sulla società, potrebbe destare qualche perplessità escludere dai soggetti astrattamente qualificabili quali controllanti coloro che sono in grado di esercitare la suddetta influenza grazie a diritti reali minori sulle azioni. Una tale esclusione, tra l'altro, comporterebbe facili elusioni delle normative che pongono la nozione di soggetto controllante - ex art 2359 c.c. o nozioni c.d. speciali - quale presupposto per l'applicazione di tutta una serie di divieti ed obblighi.

Si voglia dunque qualificare il controllo quale influenza determinante, o dominante, sulla attività gestoria di un'impresa¹⁷⁰, ovvero lo si definisca come "la relazione sussistente tra un soggetto e un'impresa, in forza della quale il primo può in qualche modo e in diversa misura far dipendere dalle proprie decisioni le sorti della seconda"¹⁷¹, non può escludersi che esso possa spettare anche al creditore pignoratizio o usufruttuario, che esercitino il voto connesso alle azioni possedute.

Si tratta, infatti, di soggetti che godono di un diritto di voto attribuito loro *ex lege* e da esercitarsi *iure proprio*, come più volte ormai sottolineato, non riconducibile dunque ad un esercizio del voto *per conto terzi*, la cui rilevanza sarebbe espressamente esclusa - almeno con riferimento alla nozione codicistica di controllo - dall'art. 2359, comma 2, c.c.¹⁷².

"coerente con le scelte di diritto positivo" che il creditore "possa votare tenendo presente il proprio interesse, anche qualora si ponga in conflitto con l'interesse proprio del debitore", pur dovendo in ogni caso perseguire l'interesse tipico di cui è titolare "individuato nell'aspettativa alla conservazione del valore patrimoniale e della redditività del titolo".

¹⁷⁰LAMANDINI, *Il controllo*, cit., 54.

¹⁷¹NOTARI, *La nozione*, cit., 203.

¹⁷² Sul punto si veda l'opinione di D'ALESSANDRO, *La nuova disciplina*, cit., 118, il quale, al contrario, pare ricondurre la fattispecie in esame proprio a tale ipotesi ove sostiene che, in caso di dissociazione tra titolarità della partecipazione e titolarità del voto, "il titolare del potere di voto non esercita tale suo potere nell'interesse proprio (o esclusivamente proprio), ma piuttosto nella veste di gestore di un interesse che fa capo (anche) ad altri". Con riferimento alla possibilità di qualificare come voto *per conto terzi* quello esercitato nell'interesse anche - e non solo - di terzi, si veda POLI, *Il pegno*, cit., 476 e s. nota 358 il quale precisa che intendendo l'espressione in commento quale esercizio del voto *esclusivamente* nell'interesse altrui, allora ad essa non si potrebbe ricondurre certamente la posizione dei titolari dei diritti reali minori sulle azioni di cui si discute; se invece si optasse per una interpretazione di tale dizione volta a ricomprendere anche l'esercizio del voto nell'interesse - e dunque per conto - proprio e di terzi, allora potrebbe sorgere quale dubbio riguardo alla posizione di creditore pignoratizio ed usufruttuario e alla possibilità di computare i voti dei quali dispongono ai fini del controllo. L'Autore sostiene, tuttavia, che nemmeno un'interpretazione estensiva della clausola di esclusione del controllo possa ricomprendere la posizione di creditore e usufruttuario in quanto a questi ultimi in primo luogo spetta un diritto di voto "a tutela del proprio interesse tipico, mentre le posizioni sostanziali del socio debitore[...] costituiscono un limite a tale spettanza", inoltre perchè secondo l'Autore il creditore può liberamente perseguire il proprio interesse tipico "con i soli limiti derivanti dal rispetto dei canoni di correttezza e buona fede" proprio in relazione alle decisioni dell'assemblea che maggiormente integrano il potere di influenza sull'impresa, ovvero quelle di nomina degli amministratori.

La prevalente dottrina¹⁷³ sembra sostenere la posizione appena illustrata, qualificando come controllante anche il soggetto che esercita il controllo tramite

¹⁷³ BIANCHI, *La nuova definizione*, cit., 7, il quale sottolinea il riferimento dell'art. 2359 c.c. alla maggioranza "dei voti" e non del capitale, così ammettendo che il controllo possa eventualmente ricondursi in capo a creditore pignoratizio, usufruttuario, aggiungendo che tale conclusione non dovrebbe mutare anche nell'ipotesi di convenzione contraria riguardo all'esercizio del voto, qualora la stessa attribuisca comunque a tali soggetti il voto nella nomina degli amministratori, "tale essendo [...] l'autentico fulcro del controllo"; NOBILI - VITALE, *La riforma*, cit., 150 e s. i quali sottolineano che per determinare l'esistenza di un'influenza dominante è necessario tenere conto anche delle azioni o quote di proprietà di terzi riguardo alle quali il soggetto che si assume controllante possa influenzare il voto, tra le quali richiamano in particolare quelle detenute in forza di pegno o usufrutto con diritto di voto; CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, cit., 276 nota 1, CARIELLO, *Controllo congiunto e accordi parasociali*, Milano, Giuffrè, 1996, 184, LOLLI, *Normativa*, cit., 205, per il quale "dispone del diritto di voto chi è capace di determinare in che senso questo venga esercitato", da ciò deducendosi che "dispone direttamente dei voti il pieno proprietario delle azioni o comunque l'usufruttuario e il creditore pignoratizio"; NOTARI, *La nozione*, cit., p. 332 e s., per il quale usufruttuario e creditore pignoratizio, pur disponendo di un diritto parziario sulle azioni, possano assumere la qualifica di controllanti in quanto dispongono del diritto di voto - a condizione tuttavia che "la durata dei rispettivi diritti non debba essere considerata irrilevante"; la ragione di tale scelta è da ricercarsi nella volontà di imputare i voti esercitati in capo al soggetto nell'interesse del quale vengono espressi, come può dedursi dalla irrilevanza di quelli espressi *per conto terzi*; PAVONE LA ROSA, *Le società controllate*, cit., 585, COLOMBO - OLIVIERI, *Il bilancio consolidato*, cit., 683, per i quali la disponibilità del voto non necessariamente richiede l'intestazione di una quota di capitale, potendo invece derivare da rapporti giuridici "che assicurino al titolare il potere di decidere in che modo votare", richiamando tra essi proprio le ipotesi di pegno ed usufrutto; BALZARINI, *La disciplina*, cit., 166 e s., per il quale (con particolare riferimento alla determinazione dell'area di consolidamento) assumono rilevanza le situazioni di controllo configurabili in forza di disponibilità dei voti connessi ad azioni delle quali si abbia titolarità ovvero anche solo "possesso qualificato" che legittimi all'esercizio del voto, ovvero "pegno, usufrutto, riporto o altro"; SCHIUMA, *Controllo, governo*, cit., 85 ss. (e nota 99), la quale pur ammettendo che la formulazione dell'art. 2359 c.c. attribuisce rilevanza alla disponibilità del diritto di voto, indipendentemente dalla titolarità della partecipazione, sottolinea che la disciplina prevista non sarebbe "compatibile con qualunque forma di disponibilità dei voti", in particolare dovendosi escludere quelle che "non soddisfano un interesse proprio del soggetto che esercita il voto"; pertanto risulta decisivo non solo determinare la sussistenza o meno di diritti reali sulle azioni, che attribuiscono il diritto di voto al titolare dei medesimi, ma anche e soprattutto identificare "colui che vota nell'interesse proprio" POLI, *Il Pegno*, cit.; LAMANDINI, *Qualche spunto esegetico*, cit., 1456 e s., per il quale ai fini del controllo rileva la "libera e stabile disponibilità del diritto di voto in assemblea", a prescindere dalla proprietà di azioni e quote, dovendosi di conseguenza considerare controllanti anche il creditore pignoratizio e l'usufruttuario, purché dispongano del voto (ma non qualora votino secondo direttive ricevute dal proprietario, come specifica l'Autore in nota 13). Si veda sul punto altresì la posizione di D'ALESSANDRO, *La nuova disciplina*, cit., 118 e s., il quale sostiene che creditore pignoratizio ed usufruttuario, benché titolari del diritto di voto, possano vedersi imputare il controllo solo ove si provi in concreto la possibilità che esercitino una influenza dominante, ferma restando invece, in ogni caso, l'imputazione del controllo in capo a debitore e nudo proprietario; l'Autore infatti parte dal presupposto che "il voto non espresso dal titolare della partecipazione è espresso pur sempre nel suo interesse o anche nel suo interesse" e ciò non solo quando si tratta di un volontario conferimento di siffatto potere, ma anche qualora "l'investitura discenda direttamente dalla legge e sia volta a tutelare un concorrente interesse dell'investito all'esercizio del potere di voto"; da ciò consegue che, ai fini dell'imputabilità del controllo, non assuma rilevanza che il potere di voto inerente alla partecipazione spetti in tutto o in parte a terzi, dovendo questi ultimi in ogni caso esercitarlo anche nell'interesse del socio. In definitiva, sulla base di tali premesse, per tale Autore è possibile che una società risultò controllata contemporaneamente da due soggetti, richiamando quale esempio proprio l'ipotesi del pegno di azioni. Non esattamente conforme all'opinione maggioritaria SCOGNAMIGLIO, *Obblighi di comunicazione*, cit., 272 e ss., la quale benché non dubiti della configurabilità del controllo in capo al titolare del diritto reale minore - qualora in grado di esercitare la richiesta influenza dominante - tuttavia ritiene che assuma la qualifica di

pegno o usufrutto di azioni. Si ritiene infatti che il creditore pignoratizio (così come l'usufruttuario, posto che la maggior parte degli Autori considera congiuntamente le due ipotesi) debba vedersi imputato il controllo, ove disponga del diritto di voto delle azioni possedute in garanzia, al ricorrere degli ulteriori requisiti di volta in volta richiesti dalle diverse nozioni.

Mi sembra opportuno sottolineare, a riguardo, l'opinione di un Autore²³¹ il quale assume una posizione potremmo dire intermedia tra coloro che qualificano come controllante il titolare del diritto reale minore e chi imputa il controllo sempre in capo al titolare delle azioni. Ciò che rileva, seguendo tale prospettiva, non sarebbe, infatti, soltanto la disponibilità del voto ma la parte nel cui interesse esso viene esercitato. Si tratta, precisa lo stesso Autore, di operazione non agevole, ma tuttavia fondamentale per individuare, nelle singole fattispecie, chi debba realmente considerarsi il soggetto controllante. Aderendo a tale opinione dottrinale sarebbe dunque opportuno effettuare ogni volta un accertamento avente ad oggetto *“non l'appartenenza delle azioni [...] e neppure la titolarità del diritto di voto, bensì il potere di decidere sul suo esercizio”*, e ciò in quanto, ricorda l'Autore, l'art. 2359 c.c. *“impone di tener conto del reale potere di decisione”*.

E necessario sottolineare, tuttavia, che la principale critica mossa ai sostenitori della configurabilità in capo al creditore pignoratizio ed usufruttuario di una posizione di controllo, riguarda non tanto l'interesse in forza del quale questi ultimi orientano il proprio voto – che si è visto essere quello proprio e tipico, nel rispetto dei canoni di correttezza e buona fede – ma piuttosto la discussa stabilità dell'influenza dominante per tale via, eventualmente, esercitata.

In particolare con riferimento al pegno si afferma che, trattandosi di diritto reale di garanzia, esso per definizione assume una posizione accessoria rispetto ad una obbligazione principale, l'estinzione della quale comporta necessariamente anche la cessazione della garanzia. Con l'obbligazione garantita viene infatti meno anche il diritto ad essa connesso e, di conseguenza, l'influenza dominante esercitata dal creditore. Il potere di controllo in capo a quest'ultimo risulta così soggetto, si

controllante anche il titolare della partecipazione gravata del diritto, dal momento che quest'ultimo sarebbe in ogni caso *“in grado di esercitare un'influenza almeno potenziale [...] in quanto può condizionare l'esercizio del voto da parte del titolare del diritto frazionario”*, aggiungendo che una diversa conclusione consentirebbe al soggetto controllante *“la possibilità di liberarsi agevolmente, e all'occorrenza in via soltanto temporanea”* della qualifica di controllante.

In senso contrario si veda GRANDE STEVENS, *Società controllate*, cit., 804, nonché LIBONATI, *Amministrazione straordinaria*, cit., 782 ss, i quali sostengono la necessità di ricondurre la posizione di controllante in ogni caso in capo (anche) al titolare delle azioni, debitore o nudo proprietario, indipendentemente dall'esercizio del voto da parte di altro soggetto in loro vece. In Giurisprudenza Tribunale di Roma 29 luglio 1981, in *Giustizia Civile*, 1981, 3046 ss., con nota di LANFRANCHI, il quale, aderendo alla pronuncia del Tribunale, sostiene che elemento fondamentale ai fini del controllo sia la titolarità e non il solo possesso di azioni, anche qualora quest'ultimo attribuisca il diritto di voto.

²³¹ SBISÀ, *Commento all'art. 2359 c.c.*, cit., 465.

potrebbe dire, alla discrezionalità del debitore che, estinguendo il debito, in ogni momento ha il potere di porvi fine. Un controllo esercitato tramite pegno di azioni difetterebbe dunque del carattere della stabilità¹⁷⁵. Instabile sarebbe, in particolare, la disponibilità del diritto di voto e, quindi, il potere di influenza sulle scelte strategiche della società.

In dottrina si è sostenuto che la richiesta stabilità dell'influenza rilevante ai fini del controllo, debba intendersi in duplice senso, ovvero in primo luogo essa non deve discendere da "*fattori fortuiti, occasionali e imponderabili*" ma, al contrario, scaturire da "*circostanze di fatto o di diritto sulla cui realizzazione si possa fare ragionevole affidamento*"; in secondo luogo tale potere non deve essere "*agevolmente conteso e sostituito da un potere di influenza qualificata facente capo ad altro soggetto o ad altri soggetti*"¹⁷⁶, non dovendosi tuttavia intendere tale stabilità del controllo "*in una accezione temporale – vale a dire come idoneità del potere di influenza qualificata a durare per un periodo di tempo determinato*".

Vi è chi¹⁷⁷ suggerisce, inoltre, di distinguere fra creditore pignoratizio ed usufruttuario, in quanto solo il primo sarebbe soggetto alla descritta instabilità della influenza esercitata – per la accessorietà del rapporto di garanzia alla obbligazione garantita - dovendosi invece ammettere che l'usufruttuario di azioni goda di una certa stabilità, benché temporanea (secondo la durata del diritto reale minore). L'attenzione alla situazione di fatto, per valutare stabilità o meno dell'influenza rilevante esercitata, risulta tuttavia sempre fondamentale, posto che si è affermato¹⁷⁸ doversi considerare rilevante anche la posizione, per esempio, del titolare di un *pegno omnibus* -ipotesi nella quale le azioni garantiscono non uno ma più rapporti obbligatori tra le parti – posto che la garanzia reale sulle azioni risulta, in tali casi, stabile e durevole¹⁷⁹.

¹⁷⁵ Sul punto si veda POLI, *Il pegno*, cit., 477 e ss.

¹⁷⁶ CARIELLO, *Controllo congiunto*, cit., 43.

¹⁷⁷ POLI, *Il pegno*, cit., 480 e ss in particolare nota 363.

¹⁷⁸ Ancora POLI, *Il pegno*, cit., 480 e ss.

¹⁷⁹ Con riferimento alla nozione codicistica di controllo infatti l'Autore sostiene che i requisiti richiesti dalla norma possano identificarsi anche nel creditore pignoratizio ma solo ove ricorrano congiuntamente due presupposti: 1- "*la spettanza del voto*", ovvero non deve essere stata conclusa la convenzione contraria ex art. 2352 c.c.; che il negozio costitutivo del diritto reale "*abbia le caratteristiche del pegno omnibus*" ovvero abbia caratteristiche "*idonee comunque a stabilizzare l'influenza qualificata del creditore sull'attività della società*". A riguardo tuttavia bisogna ricordare che secondo l'opinione prevalente in dottrina – come sopra ricordato - la disponibilità del diritto di voto del creditore pignoratizio sarebbe condizione non solo necessaria ma anche sufficiente per ricondurre in capo al medesimo il controllo della società (v. nota 376. POLI). Si noti tuttavia che il requisito della stabilità del controllo di creditore pignoratizio ed usufruttuario compare incidentalmente anche nelle opinioni di coloro che sostengono la suddetta tesi maggioritaria, in tal senso si veda NOTARI, *La nozione*, cit., 332, il quale, come già ricordato, richiede perché possa configurarsi controllo, che "*la durata dei rispettivi diritti [di creditore ed usufruttuario] non debba essere considerata irrilevante*". Distingue invece tra stabilità e temporaneità ancora POLI, *Il pegno*, cit., 487 nota 376, il quale ritiene che solo in caso di pegno difetterebbe il requisito della stabilità, per le ragioni già esposte,

È infine opportuno sottolineare che, dovendosi fare costantemente riferimento a nozioni di controllo tra loro diverse, anche il requisito della stabilità dell'influenza esercitata potrebbe assumere, in ciascuna di esse, una rilevanza di "intensità variabile"¹⁸⁰, fermo restando il suo ruolo fondamentale.

Stante la rilevanza essenziale che il requisito di cui si discorre assume in ogni ipotesi di controllo, tuttavia, nonchè la palese difficoltà di un suo accertamento non soltanto nelle fattispecie fino ad ora considerate, mi propongo di affrontare in maniera più esaustiva l'argomento nel seguito di questo lavoro, al quale pertanto ora rimando, permettendomi tuttavia di concludere fin d'ora che non mi parrebbe corretto escludere, a priori, la configurabilità del controllo in ciascuna delle ipotesi appena ricordate esclusivamente per l'eventuale difficoltà di accertamento del requisito in esame, dovendosi optare piuttosto per una soluzione che garantisca quantomeno una differente valutazione delle singole fattispecie concrete¹⁸¹.

trattandosi di fattispecie caratterizzata da instabilità e temporaneità, mentre in caso di usufrutto si avrebbe una durata determinata del diritto, tale da attribuire al controllo eventualmente acquisito carattere di temporaneità ma *non* anche di instabilità.

¹⁸⁰ POLI, *Il pegno*, cit., 480, il quale infatti sottolinea che qualora si valuti la posizione del creditore pignoratizio e dell'usufruttuario con riferimento non alla nozione codicistica, ma a quella *antitrust*, è necessario considerare tali soggetti sempre controllanti; ciò in primo luogo sulla base del dato letterale (art. 7, comma 1, lettera b), dovendosi necessariamente ritenere che si tratti di diritti tali da conferire un'influenza dominante sulla composizione, sulle deliberazioni o sulle decisioni degli organi di un'impresa; in secondo luogo per la "notevole attenuazione del requisito della stabilità dell'influenza qualificata richiesta ai fini *antitrust*".

¹⁸¹ Con riferimento al requisito della stabilità del controllo – rimandando per una più approfondita analisi al seguito di questo lavoro (capitolo quarto, secondo paragrafo) - si veda fin d'ora l'opinione di LAMANDINI, *Il controllo*, cit., 216 e s., il quale, pur qualificandolo come necessario e comune alle diverse figure di controllo, tuttavia aggiunge che esso ha contenuto relativo, adducendo quale esempio, con riguardo al controllo di fatto, la necessità che "l'assenteismo degli altri soci permanga su livelli tali da consentire alla quota di capitale posseduta dai soci di controllo di fatto di conservare il proprio potere di influenza dominante"; aggiunge quindi l'Autore che "l'indispensabile requisito di stabilità è elastico e che, al suo livello di minor intensità, esso va inteso in senso quasi negativo, quale situazione di potere non meramente occasionale o transitoria"; per l'Autore pertanto stabilità non significa mai inesistenza di alternative alla influenza esercitata o impossibilità di un suo sovvertimento, concludendo che anche la verifica di tale requisito non potrebbe che avvenire su basi postume, avendo riguardo alla situazione concreta nella quale un determinato potere si è manifestato, pur riconoscendo l'impossibilità di una siffatta indagine. Sul requisito in esame si vedano altresì NOBILI – VITALE, *La riforma*, cit., 150 e s., i quali (pur con riferimento al vecchio testo dell'art. 2359 c.c.) espressamente sostengono che "il controllo di fatto ricade sotto la disciplina della legge in esame [art. 2359 c.c.] anche quando è solo temporaneo", sostenendo infatti che esso sussiste anche come "fenomeno solo temporaneo" per esempio nel caso di riporto di azioni (purchè spetti al riportatore il diritto al voto).

CAPITOLO QUARTO

CONTROLLO E VOTO PER DELEGA

SOMMARIO: 4.1 La rilevanza del voto espresso per delega ai fini della configurabilità del controllo; 4.1.1 (*segue*) Esercizio del voto da parte del delegato nell'interesse proprio *contra ius*; 4.2 La stabilità del controllo; 4.2.1. Il livello di certezza richiesto nell'accertamento del requisito della stabilità; 4.2.2. La stabilità del controllo nella sollecitazione di deleghe di voto.

4.1 La rilevanza del voto espresso per delega ai fini della configurabilità del controllo

Veniamo ora alla forma di dissociazione tra titolarità dell'azione e voto che qui più direttamente rileva, ossia alla delega di voto.

Come già ricordato¹⁸² anche nella delega di voto non sollecitata, date le possibilità in fatto che il voto venga esercitato dal delegato nell'interesse proprio, il voto è suscettibile di essere preso in considerazione agli effetti del controllo.

Il discorso vale a maggior ragione nel caso di delega sollecitata. Tale istituto, infatti – come si è ricordato nel primo capitolo di questo lavoro - deve oggi considerarsi, non tanto uno strumento concepito nell'interesse del delegante, volto a consentire una partecipazione attiva e consapevole in assemblea di piccoli azionisti dispersi, quanto piuttosto (secondo l'orientamento prevalente) un mezzo, funzionale (in via immediata) all'interesse del promotore, attraverso il quale consentirgli di convogliare quanti più voti possibili sulle proprie proposte. Pertanto difficilmente potrà negarsi che il voto esercitato a fronte di una delega sollecitata dal promotore sia da quest'ultimo espresso nell'interesse proprio, o almeno anche proprio.

A fortiori, quindi, siffatti voti non sembrerebbero poter essere esclusi da quelli rilevanti ai fini della attribuzione della qualifica di controllante, ricorrendo alla esenzione dei voti *esercitati per conto terzi* e, di conseguenza, sembrerebbe altrettanto difficile escludere che, ove il promotore sia in grado, grazie alle deleghe sollecitate, di esercitare un'influenza dominante in assemblea, gli si debba riconoscere il requisito previsto dall'art. 2359 c.c. per la sussistenza del controllo.

Si anticipa fin d'ora che la principale criticità che, come segnalato nel capitolo terzo, ostacola il tentativo di attribuire rilievo, ai fini del controllo, a casi di

¹⁸² Si veda sul punto il primo capitolo, paragrafo terzo.

dissociazione tra titolarità dell'azione e esercizio del voto – ossia il requisito della stabilità – risulta particolarmente marcata nel caso del voto per delega.

Prima di affrontare tale criticità, si richiama sinteticamente lo stato della dottrina sul tema della rilevanza del voto per delega ai fini del controllo.

A questo proposito si precisa che chi si è occupato del tema successivamente alle modifiche introdotte nell'istituto della delega di voto dal T.U.F., tendenzialmente non ha distinto fra deleghe sollecitate e altre deleghe, nonostante le differenze che, a mio parere, sussistono tra i due casi con riferimento all'interesse sotteso al voto.

Viene anzitutto in considerazione la posizione di chi¹⁸³, seppur con riferimento alla nozione di controllo prevista dall'art. 93 T.U.F., attribuisce espressamente una rilevanza fondamentale all'accertamento dell'interesse in concreto sotteso al voto, chiarendo che, indipendentemente dalla sussistenza o meno di una scissione tra esercizio del voto e titolarità del medesimo, risulta in ogni caso decisivo *“accertare nell'interesse di chi viene esercitato il diritto di voto”*, non dovendosi quindi ricomprendere tra i voti rilevanti quelli spettanti a soggetto diverso dal titolare della partecipazione, ma solo ed esclusivamente ove siano esercitati nell'interesse di chi ne è stato spogliato - o nell'interesse di terzi¹⁸⁴. Sebbene affermi poi esplicitamente che *“rientrano nel concetto di disponibilità i voti spettanti in virtù di delega per l'esercizio del diritto di voto nell'assemblea ordinaria”*, l'Autore tuttavia opera una distinzione tra rilevanza del voto esercitato per delega ai fini della imputazione di un controllo di diritto o di fatto; nella prima ipotesi, infatti, non pare dubitare che anche i voti esercitati per delega, se nell'interesse proprio, assumano rilevanza; si esprime invece in termini dubitativi quanto al controllo di fatto, posto che *“l'esigenza di certezza delle situazioni giuridiche richiede che la disponibilità di voti in misura tale da esercitare l'influenza dominante nell'assemblea presenti carattere di continuità; il che non è riscontrabile in presenza di deleghe conferite necessariamente per singole assemblee, potendosi valutare solo ex post la stabilità della fonte generatrice del controllo di fatto”*¹⁸⁵.

Altro Autore¹⁸⁶ – con riferimento questa volta alla nozione codicistica di controllo - precisa anzitutto come *“normalmente la titolarità della partecipazione coinciderà con la disponibilità del diritto di voto”*, aggiungendo tuttavia che *“in ogni caso oggetto dell'accertamento non è l'appartenenza delle azioni [...] e neppure la titolarità del*

¹⁸³ MIOLA, *Commento all'art. 93*, cit., 769

¹⁸⁴ Sul punto cfr. altresì NOBILI – VITALE, cit., 151, i quali, seppur con riferimento alla dizione della norma antecedente al 1991, già sottolineavano che per determinare l'esistenza di una situazione di influenza dominante si dovesse tenere conto *“anche delle azioni o quote di proprietà di terzi, di cui però la società che si assume controllante possa influenzare il voto”*.

¹⁸⁵ E' chiaro pertanto che la ragione per la quale l'Autore non ritiene di poter considerare i voti esercitati per delega – anche nell'interesse proprio – ai fini della configurabilità di un controllo di fatto, è la impossibilità di accertare in tali ipotesi, con certezza, la *stabilità* di quest'ultimo. Sulla rilevanza di tale requisito ai fini della configurabilità del controllo di fatto mi permetto di rimandare più avanti in questo stesso capitolo.

¹⁸⁶ SBISÀ, *Commento all'art. 2359 c.c.*, cit., 465 e s.

diritto di voto, bensì il potere di decidere sul suo esercizio". Ciò che risulta fondamentale è quindi *"valutare nell'interesse di chi viene esercitato il diritto di voto"*, indagine non agevole ma *"dalla quale non si può prescindere quando le circostanze di fatto non siano univoche, perché l'art. 2359 c.c. impone di tenere conto del reale potere di decisione"*¹⁸⁷. Con riferimento, poi, proprio alla fattispecie del voto espresso per delega l'Autore afferma *"per l'imputazione della disponibilità dei voti relativi si tratta di stabilire se il diritto di voto deve essere esercitato dal delegato nel proprio interesse, o nell'interesse del possessore delle azioni"*, così apparentemente confermando – mi pare di poter sostenere – la possibilità di computare i voti espressi per delega non al delegante ma, eventualmente, al delegato¹⁸⁸.

Pur in assenza di un'esplicita considerazione da parte della dottrina dell'ipotesi della sollecitazione di deleghe di voto, non mi pare errato ritenere che il ruolo fondamentale comunque attribuito all'interesse sotteso al voto esercitato – ai fini della rilevanza dei voti per determinare la posizione del soggetto controllante – sia sufficiente per fare almeno ipotizzare che anche i voti esercitati dal promotore, se nell'interesse proprio, difficilmente possano considerarsi esclusi dal computo, riconducendoli semplicisticamente a voti *esercitati per conto terzi*.

Se infatti la sollecitazione di deleghe di voto è idonea a conferire al promotore il potere di votare nell'interesse proprio e se, come si è visto, ai fini del controllo rileva non tanto il titolo in forza del quale si esercita il voto, ma l'effettiva disponibilità dello stesso nel proprio interesse, allora la delega sollecitata sembrerebbe proprio doversi ritenere strumento idoneo all'acquisto del controllo.

A supporto di tale tesi, è utile richiamare anche il contenuto di non poche nozioni di controllo c.d. speciali – per un'analisi dettagliata delle quali mi permetto di rimandare al secondo capitolo di questo lavoro – che attribuiscono espressamente una rilevanza essenziale nel qualificare il soggetto controllante, proprio alla

¹⁸⁷ Precisa infatti più avanti (474) l'Autore che le difficoltà di accertamento dell'influenza dominante permangono proprio perché *"la titolarità delle partecipazioni non è di per sé criterio sufficiente per accertare chi in concreto decide come debba essere esercitato il diritto di voto"*, aggiungendo quindi che *"l'art. 2359 c.c. ricollega l'influenza sulla formazione della maggioranza alla disponibilità di voti in assemblea e quindi a una situazione di fatto, non agli aspetti formali dell'intestazione"*. Conclude infine Sbisà sostenendo *"ciò che rileva è il potere di decisione, per cui al fine di stabilire se sussiste o meno influenza dominante si dovrà tenere conto di tutti i voti dei quali in concreto la società può disporre"*.

¹⁸⁸ In altra sede, SBISA, *Società e imprese controllate*, cit., 910 s., inoltre il medesimo Autore precisa che, ai fini dell'individuazione del rapporto di controllo debbono ritenersi infatti equivalenti al possesso diretto tutte le forme di possesso indiretto di quote di partecipazione (assumendo tuttavia rilevanza le modalità attraverso le quali tale disponibilità si realizza, dovendosi infatti distinguere tra voti spettanti a società fiduciarie ed interposta persona, ovvero possesso indiretto tramite società controllata). Concordano con l'opinione espressa da Sbisà anche COLOMBO - OLIVIERI, *Il bilancio*, cit., 685, secondo i quali ciò che conta è esclusivamente la disponibilità di fatto del voto, mentre *"un ruolo apparentemente secondario e strumentale svolge lo strumento giuridico che tale disponibilità assicura"*.

disponibilità del voto, piuttosto che alla titolarità del medesimo, garantendo altresì un ruolo fondamentale all'interesse in forza del quale quest'ultimo è esercitato.

Sulla base delle considerazioni appena effettuate parrebbe che le deleghe sollecitate siano astrattamente idonee, salvo concreta verifica nelle singole fattispecie, all'acquisto del controllo.

Ancora una volta, tuttavia, come anticipato, e così come nelle altre ipotesi di dissociazione tra titolarità dell'azione ed esercizio del voto sopra considerate, la principale critica alla conclusione appena raggiunta pare essere rappresentata dalla supposta non stabilità di un siffatto controllo.

Alla luce dell'orientamento dominante che richiede per l'esistenza del controllo il requisito della stabilità, deve ammettersi che, intanto potrà ritenersi controllante colui il quale, in assenza della titolarità delle partecipazioni, sia in condizione di esercitare il voto nel proprio interesse - sia in virtù di sollecitazione di deleghe, che nelle altre ipotesi precedentemente esaminate di dissociazione fra titolarità della partecipazione e voto - in quanto si riesca a dimostrare la stabilità di un tale potere.

4.1.1 (*segue*) Esercizio del voto da parte del delegato nell'interesse proprio *contra ius*

Ove si voglia allargare il discorso alle deleghe non sollecitate, nelle quali il voto deve essere esercitato nell'interesse del delegante (in contrasto con l'orientamento prevalente in tema di deleghe sollecitate), vi è la necessità di valutare se rilevanti, ai fini del potere di cui si tratta, possano considerarsi esclusivamente i voti esercitati nell'interesse proprio da colui che abbia un effettivo diritto in tal senso - e dunque sia, non solo legittimato al voto, ma all'esercizio di tale voto nell'interesse proprio - ovvero se sia sufficiente, ai fini di cui si discorre, il semplice dato di fatto che un determinato voto sia stato in concreto, in quella determinata situazione, esercitato nell'interesse proprio. Ci si domanda, in sostanza, se ai fini dell'imputazione del controllo possano assumere rilevanza anche ipotesi si potrebbe dire patologiche, ove, pur in presenza di istruzioni di voto, il delegato voti in difformità dalle stesse, per perseguire il proprio interesse, ovvero esclusivamente quelle (la sollecitazione di deleghe) che espressamente attribuiscono una legittimazione all'esercizio di un voto libero e non orientato.

In altre parole si tratta di capire se l'esclusione, prevista dall'art. 2359 c.c., dei voti per conto di terzi ai fini del computo dei voti rilevanti per il controllo riguarda tutti i casi in cui il voto sia in fatto esercitato nell'interesse di soggetto diverso dal socio o se essa si riferisca alle sole ipotesi in cui, chi vota per un interesse diverso da quello del socio, abbia il diritto di farlo.

In proposito ci si permette di richiamare le considerazioni svolte nel capitolo primo a sostegno della tesi secondo la quale ai fini del controllo viene in considerazione anche il caso in cui l'esercizio del voto per un interesse diverso da quello del socio avvenga *contra ius*. In ogni modo la questione risulta ai nostri fini di limitato rilievo pratico.

Come già detto nel primo capitolo di questo lavoro, infatti, la fattispecie della sollecitazione di deleghe di voto si caratterizza oggi – come affermato dalla Consob e dalla dottrina maggioritaria¹⁸⁹ – per attribuire al promotore un diritto di voto nell'interesse proprio. Intanto quest'ultimo si accollerà i costi di una sollecitazione, in quanto gli sia consentito tentare di orientare la volontà assembleare in una determinata direzione. L'istituto stesso della sollecitazione può dunque ritenersi offerto dall'ordinamento al promotore per convogliare voti su proprie proposte determinate, alle quali i singoli azionisti si trovano ad aderire nel momento in cui scelgono di conferire la delega.

Il problema rimane quindi confinato alle deleghe non sollecitate, che, però, ai fini dell'acquisto del controllo nelle società quotate, appaiono avere un rilievo estremamente limitato, al di fuori del caso di deleghe relative ad azioni incluse in portafogli di investimento gestiti da intermediari ai sensi dell'art. 24, lett. c, T.U.F.¹⁹⁰

4.2 La stabilità del controllo

Venendo alla stabilità del potere esercitato, essa sembra connotare sul piano normativo le diverse nozioni di controllo fornite dal nostro ordinamento e precedentemente esaminate.

Benchè spesso il requisito di cui si tratta non emerga direttamente dal dato letterale - come, fra tante, nell'ipotesi di controllo prevista dall'art. 2359 c.c.¹⁹¹ - sembra infatti doversi escludere che una fattispecie di controllo possa considerarsi integrata senza una qualche stabilità del potere assunto.

Intanto potrà allora dirsi un soggetto controllare la società, in quanto sia in grado di mantenere detto potere per un determinato lasso di tempo.

Questo, in primo luogo, per un'evidente esigenza di certezza del diritto nonché, in secondo luogo, per la necessità di evitare applicazioni meramente casuali

¹⁸⁹ Tra gli altri PRESTI, *La nuova disciplina*, cit., 38 e 52 e ss., GHEZZI, *Commento all'art. 138*, cit., 1295; JAEGER – DENOZZA – TOFFOLETTO, *Appunti di diritto commerciale*, Milano, Giuffrè, 2006, 436; LENER – TUCCI, *Commento all'art. 142*, cit., 1290 s.

¹⁹⁰ Con riferimento a tali deleghe si veda PRESTI, *La nuova disciplina*, cit., 37 e ss.

¹⁹¹ L'art. 2359 c.c. attribuisce infatti una rilevanza essenziale all'influenza esercitata attraverso il diritto di voto in assemblea, senza tuttavia nulla precisare espressamente circa la durata, si potrebbe dire minima, che detto potere deve assumere. Se si volesse seguire, quindi, esclusivamente il dato letterale, si potrebbe addirittura arrivare ad ammettere, dato il silenzio della norma a riguardo, un controllo non connotato da stabilità.

di discipline che pongono l'acquisto del controllo tra i propri presupposti, ragioni che, non solo suggeriscono, ma piuttosto impongono di considerare quello della stabilità un requisito fondamentale ed indefettibile di ogni ipotesi di controllo.

Se il requisito della stabilità deve dunque ritenersi elemento essenziale in ogni ipotesi di controllo, è tuttavia facilmente comprensibile come quest'ultimo appaia maggiormente dubbio ed incerto nelle fattispecie riconducibili ad un controllo c.d. di fatto, ex art. 2359, comma 1, n. 2 c.c., nonché in tutte quelle tipologie di controllo ove detto potere discende dall'esercizio di una influenza dominante in assemblea, indipendentemente dal titolo in forza del quale tale influenza è esercitata, e dunque anche nei casi di dissociazione tra titolarità della partecipazione e voto.

Anche in suddette ipotesi, peraltro, non ci si può esimere dal richiedere una certa stabilità del potere esercitato, in quanto valgono anche qui le considerazioni precedentemente svolte, che inducono a ritenere inopportuno qualificare come controllante colui che si trovi, anche solo per mera casualità, ad esercitare un'influenza dominante in assemblea, se tale situazione non sia idonea a protrarsi nel tempo.

A sostegno delle precedenti affermazioni si può ricordare quanto richiesto dalla stessa Consob¹⁹², nel definire i criteri utili a determinare il controllo di fatto, ovvero la necessità di procedere ad una analisi *“delle (necessariamente, quindi, più d'una) assemblee ordinarie di particolare significatività”*, in modo da tenere conto della *“variabilità della quota di partecipazione idonea ad assicurare un'influenza dominante”* - necessariamente connessa al grado di frazionamento della compagine sociale, nonché all'assenteismo degli altri soci - così da valutare la presenza o meno di un controllo che necessariamente deve risultare *“non occasionale, non dovuto cioè ad una situazione contingente”*.

La prevalenza assembleare, per potersi definire idonea a configurare controllo, non può che essere dunque connotata da una certa stabilità, tale da far ritenere per lo meno probabile il procrastinarsi in futuro della medesima situazione di potere, nonché esercitata con riferimento a quelle delibere considerate, di volta in volta, di maggior interesse per la vita della società, come da attenta dottrina ripetutamente messo in luce¹⁹³.

¹⁹² Si veda a riguardo Consob informa – criteri per la determinazione del controllo di fatto, cit.

¹⁹³ In questi termini mi permetto di ricordare l'opinione di BIANCHI, *La nuova disciplina*, cit., 17, il quale afferma l'insufficienza di *“un'occasionale prevalenza assembleare”*, dovendo quest'ultima risultare costante ed essersi *“manifestata con riguardo alle deliberazioni più importanti”*; del medesimo avviso paiono anche NOTARI – BERTONE, *Commento all'art. 2359*, cit., 674 e s., i quali precisano come la disponibilità dei diritti di voto debba *“conseguire ad un assetto di poteri (relativamente) stabile”* e dunque tale da consentire *“al soggetto partecipante di disporre con una certa continuità della maggioranza (relativa) sufficiente per ottenere (potenzialmente) l'approvazione delle principali delibere assembleari”*; COLOMBO - OLIVIERI, *Il bilancio consolidato*, cit., 678 e s., sostengono che il controllo debba essere caratterizzato da una almeno relativa stabilità in quanto *“intanto si è in grado di esercitare un'influenza dominante sull'assemblea (e di*

Indipendentemente e a prescindere, quindi, dalle modalità con le quali il controllo è acquistato ed esercitato, devono considerarsi elementi indefettibili in ogni manifestazione di quest'ultimo la "stabilità e durata del potere acquisito"¹⁹⁴.

Una volta ammessa la rilevanza essenziale, sul piano logico – giuridico, del requisito della stabilità del controllo, in ogni sua forma, risulta poi opportuno sottolineare quanto tale presupposto mantenga tuttavia, sul piano pratico, confini necessariamente incerti e di difficile valutazione - e ciò sia che si voglia verificare la stabilità dell'influenza dominante esercitata in assemblea, dunque guardando al risultato, ovvero dello strumento che garantisce la disponibilità dei diritti di voto idonei a conseguirla¹⁹⁵.

Mi riferisco, anzitutto, alla difficoltà – se non impossibilità - di individuare con esattezza un lasso temporale minimo entro il quale ritenere integrato il requisito.

Un'influenza dominante idonea a configurare controllo, benchè certamente non potrà essere limitata ad una singola assemblea, come già anticipato, difficilmente tuttavia potrà essere ricondotta ad un numero esatto – o predeterminato – di adunanze.

La *non occasionalità* della prevalenza assembleare, ovvero la disponibilità di diritti di voto derivante da un *assetto di poteri (relativamente) stabile*, idoneo a permettere di disporre di una maggioranza relativa sufficiente per ottenere potenzialmente l'approvazione delle delibere principali in assemblea, sono definizioni che non consentono di prevedere *ex ante* se quel determinato potere di controllo – in fatto - possa effettivamente definirsi stabile.

conseguenza sulla società), in quanto la disponibilità dei voti a tal fine necessari sia assicurata per un periodo sufficientemente lungo e non, ad esempio, per una singola riunione assembleare"; infine aderiscono al medesimo orientamento, affermando l'essenzialità di un controllo stabile anche POLI, Il pegno, cit., 480 e ss, in particolare nota 363, nell'ambito di una analisi volta a verificare la possibilità di configurare un controllo tramite pegno di azioni; RESCIO, I sindacati di voto, cit., 621, per il quale, proprio quando l'influenza dominante non dipende esclusivamente dal possesso azionario risulta fondamentale "saggiarne la stabilità e pronosticarne il proseguimento futuro"; MIOLA, Commento all'art. 93, cit., 769.

¹⁹⁴ NOTARI, Commento all'art. 7, l. 287/90, in *Commentario breve alle leggi su proprietà intellettuale e concorrenza*, a cura di Marchetti – Ubertazzi, IV edizione, Padova, Cedam, 2007, 2799.

¹⁹⁵ Mi riferisco alla posizione di SBISA, Commento all'art. 2359 c.c., cit., 474 e s., il quale, concorde con la necessità di ricondurre a controllo solo situazioni connotate da una certa stabilità, si discosta poi da quanto sostenuto da altri Autori per il riferimento esplicito non tanto alla stabilità del potere derivante dall'influenza dominante esercitata in assemblea, quanto piuttosto alla necessità che la disponibilità dei diritti di voto a ciò idonei non sia frutto di una "situazione contingente" ma consegua invece a "posizioni giuridiche e rapporti che abbiano un certo grado di stabilità". Con riferimento all'incertezza che connota la fattispecie del controllo si veda anche GUERRA, *Le società di partecipazione*, Milano, 1957, 86 e s., il quale espressamente si interroga proprio sulla sufficienza o meno del controllo esercitato in una singola assemblea, per poi domandarsi, qualora così non fosse "di quale ampiezza dovrà essere il periodo di tempo preso in considerazione", per poi concludere affermando "la maggioranza di fatto, già non facilmente determinabile non dà quindi certezza del controllo".

Un suggerimento destinato ad attribuire confini (più) certi alla stabilità del controllo è stato offerto da quegli Autori¹⁸⁶ che hanno affermato potersi considerare controllante chi sia in grado di esercitare il potere di cui si tratta nelle assemblee ove sono assunte le delibere di *maggior interesse* per la vita della società.

Forse, tuttavia, nemmeno un simile riferimento consente, in concreto, una generalizzazione idonea a definire con esattezza il dibattuto requisito della stabilità del controllo, posto che le delibere in questione saranno differenti a seconda della nozione di controllo considerata, ovvero della disciplina rispetto alla quale quest'ultima è destinata a fungere da presupposto.

Se, infatti, con riferimento alla nozione codicistica di controllo c.d. di fatto si è, nei precedenti capitoli di questo lavoro, dimostrato come dette delibere devono ricondursi essenzialmente alla nomina e revoca del consiglio di amministrazione – o di sorveglianza – ciò non è sempre vero quanto alle ulteriori e diverse nozioni di controllo, previste da altre norme del nostro ordinamento.

Per quanto riguarda il controllo riconducibile all'art. 2359 c.c. – e alla rilevanza che a tale fine assume la nomina e revoca degli amministratori – è stata proposta¹⁸⁷ un'ulteriore soluzione al complesso quesito circa la durata (minima) di uno stabile controllo ovvero che *“l'incognita di cui si discute coincida con il tempo necessario a nominare i nuovi amministratori”*, offrendosi così un parametro idoneo a definire stabile il potere di cui si tratta, benchè non ancora, forse, adatto ad evitare il sorgere di dubbi legati ad una nozione che continua a rimanere necessariamente incerta.

Pur riconoscendo la necessità di ancorare la nozione di controllo a quella di stabilità, diversi Autori¹⁸⁸ hanno così messo in luce quanto, non solo sia difficile, ma probabilmente nemmeno opportuno ricondurre il controllo ad un potere esercitato per un arco temporale minimo, prestabilito *ex ante*, data la consapevolezza dei rischi che necessariamente derivano dal far dipendere la configurabilità di un tale potere da un requisito incerto e di complesso accertamento, come la stabilità, soprattutto in mancanza di elementi certi, a riguardo, nel dato letterale delle norme che di volta in volta lo definiscono.

La stabilità che connota quell'influenza dominante idonea ad integrare il controllo c.d. di fatto, non può che assumere, allora, un contenuto necessariamente

¹⁸⁶ Tra gli altri ancora SBISA, *Commento all'art. 2359 c.c.*, cit., 474 e s.; BIANCHI, *La nuova disciplina*, cit., 17.

NOTARI – BERTONE, *Commento all'art. 2359*, cit., 674 e s.

¹⁸⁷ COLOMBO - OLIVIERI, *Il bilancio consolidato*, cit., 678 e s.

¹⁸⁸ LAMANDINI, *Il controllo*, cit. 216 e s.; NOBILI – VITALE, *La riforma*, cit., 150 e s., i quali pur affermando implicitamente la necessaria stabilità del potere di controllo, ritengono che esso possa sussistere anche quale *“fenomeno solo temporaneo”*, dovendosi verificare a sussistenza del requisito in esame caso per caso, senza la previsione di un arco temporale minimo durante il quale l'influenza dominante in assemblea spetti al medesimo soggetto.

relativo ed elastico¹⁹⁹, dipendente da una serie di diversi fattori, tra i quali il permanere dell'assenteismo degli altri soci su livelli idonei a consentire alla quota di potere di voto di cui dispone chi controlla di fatto la società di conservare il proprio potere di influenza dominante.

A meno di non optare, quindi, per una soluzione che ammetta una verifica caso per caso delle singole situazioni di controllo - senza che quest'ultimo sia necessariamente mantenuto per un arco di tempo minimo - il maggior rischio sarebbe infatti quello di precludere l'applicabilità di discipline che pongono il controllo quale loro presupposto, ovvero di incrementarne eccessivamente l'ambito di applicazione, fino a ricomprendere ipotesi che con il controllo nulla, o poco, hanno a che vedere.

Proprio le criticità connesse all'esatta definizione del requisito della stabilità e le difficoltà di ancorarlo ad un dato temporale certo, hanno così portato un Autore²⁰⁰ a ritenere preferibile non intendere quest'ultima *"in un'accezione temporale"*, ovvero come idoneità *"del potere di influenza qualificata a durare per un periodo di tempo minimo"* proprio nella consapevolezza di quanto risulti arduo *"quantificare la durata 'minima' che un'influenza deve avere per poter essere considerata controllo"*. Il rischio, messo in luce dall'Autore, conseguente ad una valutazione ancorata a precisi limiti temporali, sarebbe proprio quello sopra menzionato, ovvero la possibile elusione di intere discipline che la fattispecie del controllo assumono quale presupposto. La soluzione proposta è quindi quella di valutare volta per volta - ed a seconda del singolo provvedimento legislativo - l'opportunità e la correttezza di una qualificazione temporale della stabilità del controllo, tenendo conto *"delle conseguenze che una simile qualificazione potrebbe produrre sul piano dell'efficace perseguimento delle finalità sottese alle singole discipline considerate e dei pericoli di elusione delle medesime"*.

In definitiva per l'Autore la soluzione non può essere che quella di ritenere la stabilità un termine dai confini incerti, necessariamente idoneo ad essere modellato sulla base delle singole discipline.

Solo ammettendosi la possibilità di ricondurre ad un controllo stabile situazioni tra loro profondamente diverse si potrebbe allora ovviare il rischio, già più volte messo in luce, di vedere disapplicate tutte quelle discipline che dipendono dall'esistenza di un controllo, almeno minimamente stabile.

L'efficace perseguimento delle finalità di ciascun istituto che il controllo pone quale proprio presupposto, risulta pertanto strettamente connesso alla qualificazione che si sceglie di attribuire al requisito della stabilità. Solo una nozione

¹⁹⁹ Sono parole di LAMANDINI, *Il controllo*, cit., 216 e s. per il quale la stabilità del potere di controllo può in definitiva intendersi in senso *"quasi negativo, quale situazione di potere non meramente occasionale o transitoria"*.

²⁰⁰ CARIELLO, *Controllo congiunto*, cit., 44 e s. nota 68.

sufficientemente adattabile al caso concreto, benché da una parte potrebbe mettere in discussione il principio di certezza del diritto, pare invece adatta ad evitare il rischio di elusione di un gran numero di discipline.

Ciascuna situazione di controllo, pertanto, se da una parte richiede necessariamente un seppur minimo livello di stabilità per essere definita tale, dall'altra deve necessariamente essere valutata avendo riguardo a tutti gli elementi del caso concreto, idonei a consentire una valutazione certa della sussistenza o meno del potere di cui si tratta e ciò – mi pare di poter dedurre – tanto con riferimento alle nozioni c.d. speciali di controllo, quanto a quella codicistica, sia che ci si riferisca ad un controllo c.d. di diritto quanto di fatto

4.2.1 Il livello di certezza richiesto nell'accertamento del requisito della stabilità

Appurata la rilevanza essenziale del requisito della stabilità in ogni ipotesi di controllo, credo sia ora opportuno affrontare un ulteriore quesito che dalla affermazione appena effettuata necessariamente deriva.

Pur riconoscendo, infatti, la difficoltà – se non impossibilità – di definire con esattezza cosa debba intendersi per stabilità del potere di controllo, al punto da ammettere una nozione potremmo dire elastica del requisito, resta necessario valutare come quest'ultima possa essere accertata. Se si ritiene, infatti, di non potersi parlare di controllo – giuridicamente rilevante - se non quando connotato da stabilità, risulta allora più che opportuno analizzare come - ed entro quali limiti - detta stabilità possa dirsi sussistere nel caso concreto.

Se si considera il controllo – e in particolare il controllo c.d. di fatto, notoriamente connesso all'esercizio di una influenza dominante in assemblea – un *fatto*, seppur giuridicamente rilevante, ne consegue che, in quanto tale, non possa essere accertato con certezza se non *ex post*, ovvero una volta che si sia verificato, e ciò indipendentemente dal titolo o dallo strumento attraverso il quale l'influenza di cui sopra si sia manifestata²⁰¹.

²⁰¹ Si veda a riguardo COLOMBO - OLIVIERI, *Il bilancio consolidato*, cit., 684 e s., i quali sottolineano che ciò che conta ai fini di entrambe le ipotesi di controllo (di fatto o di diritto) è la possibilità di esercitare una influenza dominante - da considerarsi *in re ipsa* quando il soggetto dispone della maggioranza assoluta dei voti, mentre da valutarsi caso per caso qualora non si raggiunga tale soglia; in senso analogo CANDI, *Le partecipazioni reciproche*, cit., 65 il quale distingue tra controllo di fatto, che in quanto nozione "fattuale" richiede un accertamento concreto caso per caso, volto ad accertare la attribuzione ad un soggetto di una concreta influenza dominante, e controllo di diritto ove opererebbe per l'Autore una presunzione *iuris et de iure* dell'effettività del controllo, tale per cui "se la prima società dispone della maggioranza teorica dei voti nella seconda, è preclusa ogni ulteriore ricerca del concreto dominio"; CARBONETTI, *Commento all'art. 2359 c.c.*, cit. il quale precisa che la disponibilità di voti sufficienti a permettere la nomina e revoca degli amministratori – e dunque una influenza dominante in assemblea – sia una situazione da verificarsi caso per caso e dunque

Solo attraverso un'analisi di quanto *già* verificatosi, del potere effettivamente esercitato in assemblea si può infatti avere, sembra, una reale certezza riguardo alla posizione del soggetto che si vuole definire controllante. Né tale accertamento può tuttavia ritenersi sufficiente per avere la certezza che quel medesimo soggetto controllerà di fatto la società anche in futuro. Dalla valutazione *ex post* del potere esercitato, pur se in una pluralità di assemblee, non può infatti derivare alcuna completa certezza quanto al mantenimento di quella stessa posizione anche nelle successive. Solo l'eventualità che un controllo, sorto in fatto, si converta nel tempo in un controllo di diritto potrebbe fornire una certezza in tal senso.

Da quanto affermato possono derivare due considerazioni.

Una prima circa la profonda differenza che connota – con riferimento all'accertamento del requisito della stabilità del controllo – le ipotesi di controllo c.d. di diritto e di fatto. Nel primo caso, infatti - ove il potere di cui si discute deriva da un possesso azionario idoneo a garantire, senza lasciare spazio a dubbi, la possibilità di orientare a proprio piacimento la maggioranza assoluta dei voti esercitati in assemblea - sembra potersi dedurre che la stabilità configuri una caratteristica intrinseca della fattispecie.

Nelle ipotesi di controllo c.d. di diritto, dunque, una volta assunto il potere in esame, mi pare possa dirsi con certezza che quest'ultimo sia effettivamente connotato da stabilità.

La medesima affermazione non vale invece con riferimento alle ipotesi di controllo c.d. di fatto. Come già ricordato la stabilità di un tale potere non può infatti, per definizione, ritenersi una caratteristica intrinseca dello stesso. Da ciò può chiaramente desumersi che l'esercizio di un'influenza dominante in assemblea intanto può ritenersi con certezza costante e stabile nel tempo, in quanto ciò si valuti *ex post*, con riferimento allora esclusivamente ad assemblee già svoltesi.

Controllo di diritto e di fatto si distinguono allora profondamente anche con riferimento al possibile livello di certezza nell'accertamento del requisito della stabilità.

La seconda considerazione riguarda proprio la rilevanza della certezza della stabilità. Se non solo si ritenesse quello della stabilità un requisito indefettibile del controllo, ma se ne richiedesse anche un accertamento senza margini di dubbio - una valutazione certa al 100% - le ipotesi di controllo di fatto sarebbero *tutte* escluse, a meno di non ricorrere a valutazioni successive di un potere ormai *già* esercitato, idonee, evidentemente, ad accertarne l'esistenza in capo ad un determinato soggetto esclusivamente nel passato.

da effettuarsi *ex post* sull'esito delle votazioni assembleari; per un'analisi più dettagliata riguardo ai presupposti della nozione di controllo rimando al secondo capitolo di questo lavoro.

L'assoluta certezza della stabilità di un controllo di fatto non può dunque che affermarsi con riferimento al controllo già esercitato, mai – credo di poter sostenere – quanto ad un controllo futuro.

Quanto detto mi sembra offrire tre possibili scenari in relazione alla rilevanza del requisito della stabilità del controllo.

Una prima posizione potrebbe essere quella di ritenere il requisito della stabilità irrilevante nelle fattispecie di controllo. Tale affermazione, tuttavia, oltre ad essere in contrasto con la posizione della prevalente dottrina, conduce a sacrificare l'esigenza, presente anche nell'ipotesi di controllo di fatto, che le varie discipline di volta in volta riconducibili al controllo vengano applicate in maniera casuale.

Se si sceglie allora di continuare a garantire alla stabilità un ruolo cardine anche nelle fattispecie di controllo, una seconda prospettiva potrebbe essere quella di ritenere il requisito in esame a tal punto fondamentale da richiedere necessariamente una valutazione dello stesso dotata di una dose di certezza pari al 100%. In tal caso, tuttavia, si arriverebbe all'assurdo (ritengo) risultato di escludere tutte le ipotesi di controllo di fatto.

Posto che la valutazione delle fattispecie di controllo in tanto assume rilevanza in quanto la presenza di un tale potere comporta la conseguente applicazione di una serie di istituti e discipline, se si volesse valutare con certezza la stabilità di un controllo di fatto si finirebbe infatti per raggiungere la dubbia conclusione di escludere l'applicazione degli istituti di cui sopra in tutte le ipotesi di controllo di tal genere, a meno di non optare per l'altrettanto dubbia soluzione di applicare quelle discipline che il controllo pongono tra i propri presupposti solo *ex post*, e dunque una volta che detto potere sia anche (eventualmente) cessato.

Tale ultima soluzione, pur fornendo un maggior grado di certezza in ordine alla sussistenza di tutti i requisiti necessari ad integrare ipotesi di controllo, appare a chi scrive giuridicamente scorretta, in primo luogo in quanto comporterebbe una valutazione *ex post* di quello che necessariamente rappresenta, invece, il presupposto di tutta una serie di istituti, in secondo luogo in quanto porterebbe ad un'applicazione retroattiva della disciplina.

Una terza soluzione pare allora l'unica percorribile, se si vuole continuare ritenere che anche le ipotesi di controllo c.d. di fatto possano considerarsi presupposti idonei di quegli istituti connessi all'acquisto (o mantenimento) del potere di controllo. Ci si riferisce alla necessità di ammettere, in *tutte* le ipotesi di controllo di fatto, una valutazione del requisito della stabilità fondata sul ragionevole convincimento del mantenersi di una determinata situazione anche in futuro, ovvero una valutazione necessariamente prognostica ed *ex ante*, per definizione dunque

connotata da un grado di certezza inferiore rispetto ad ogni ipotesi di controllo c.d. di diritto³⁰².

Se si sceglie di considerare controllo di diritto e di fatto due forme di un medesimo potere - con pari rilevanza al fine dell'applicazione delle varie discipline

³⁰² La stessa CONSOB (in *Consob informa*, cit.) pare riferirsi ad una valutazione prognostica allorché, nel definire i criteri utili a configurare un controllo di fatto, richiede si effettui un esame delle precedenti vicende assembleari della società, al fine di stabilire la percentuale di voti "mediamente necessaria per raggiungere il quorum deliberativo"; la certezza della stabilità di un controllo di fatto pare allora derivare, anche per la Consob, solo da un accertamento *ex post*, mentre una valutazione *ex ante* necessariamente si può basare solo su una previsione di eventi futuri. Sostiene espressamente la necessità di una valutazione prognostica degli elementi che consentono di considerare dominante l'influenza assembleare propria delle fattispecie di controllo di fatto - frazionamento del capitale fra una moltitudine di piccoli azionisti e assenteismo in assemblea - NOTARI, *Commento all'art. 7*, cit., 2801, allorché considera la possibilità che anche una partecipazione di minoranza possa consentire l'esercizio di un controllo di fatto: per valutare se l'acquisto di azioni effettuato da un soggetto sia idoneo a configurare in capo al medesimo un controllo di fatto "occorre effettuare una valutazione prognostica necessariamente basata sull'esame dei comportamenti dei restanti azionisti nelle precedenti assemblee". Da quanto affermato dall'Autore pare quindi potersi desumere che tale valutazione risulta opportuna in tutte le ipotesi di controllo di fatto, indipendentemente dal titolo in forza del quale il voto viene poi esercitato. Anche quanto sostenuto da RESCIO, *I sindacati di voto*, cit., 621, sembra, almeno in un primo momento, confermare la necessità di una valutazione prognostica del requisito della stabilità, laddove l'Autore afferma essere fondamentale, nel caso un socio influenzi le delibere assembleari al punto da potersi presumere un controllo di fatto, "saggiarne la stabilità e pronosticarne il proseguimento futuro"; il medesimo Autore tuttavia, nel confrontare poi l'ipotesi di influenza dominante rispetto alla mera influenza di fatto sul voto altrui, pare attribuire alla prima un grado di stabilità e certezza quantomeno insolito, affermando che l'influenza dominante, derivante da assenteismo dei piccoli azionisti, sarebbe una situazione "raramente reversibile" che non deriva da "libera adesione al volere di uno o più soci" e proprio per questo profondamente differente dal caso di colui che invece "riesca a portare l'intera compagine sociale sulle proprie posizioni in un numero significativo di assemblee", anche soltanto tramite "sudditanza psicologica" degli altri soci nei suoi confronti; in questo ultimo caso si sarebbe in presenza esclusivamente di un'influenza di fatto sul voto altrui poiché "tale influenza è verificabile solo a posteriori e dipende da un'adesione libera e spontanea alla posizione dell'azionista di riferimento, data assemblea per assemblea, che in passato è stata concessa e in futuro sarà rinnovata solo in quanto valutata conveniente". Mi pare tuttavia, a fronte di quanto sopra detto, nonché di quanto sostenuto in dottrina, di poter affermare che anche il controllo di fatto - qualunque sia il titolo in forza del quale l'influenza dominante viene esercitata - goda di una stabilità e certezza esclusivamente probabili, secondo una valutazione necessariamente *ex ante* delle stesse. Sottolinea infine il rischio connesso ad un accertamento effettuato esclusivamente *ex post* delle fattispecie di controllo anche LAMANDINI, *Il controllo*, cit., 53 e 77, laddove afferma "benché il giudizio postumo si in realtà l'unico veramente in grado di accertare con precisione la ricorrenza in concreto di una influenza effettiva, la fattispecie del controllo è tuttavia funzionale a discipline che necessitano di una nozione- presupposto qualificabile su base prognostica" tali da giustificare il ricorso, da parte dell'orientamento, a presunzioni relative volte ad accertare la sussistenza almeno potenziale di tale influenza. Al fine dell'applicazione della disciplina, pertanto, ciò che rileva per l'Autore è il mero "pericolo" di influenza dominante, anche senza, dunque, certezza a riguardo, "ciò che assume rilievo è solo che, in costanza delle condizioni indicate dalla norma descrittiva, in futuro possa aversi esercizio di quel potere". Del medesimo avviso anche SCHIUMA, *Controllo, governo*, cit., 52 e 105 e ss., la quale nel ricondurre il controllo ex art. 2359 c.c. ad una presunzione di governo della società afferma "l'art. 2359 contiene un'idea di controllo che si rivela essere il sintomo di qualcos'altro e quindi una nozione prognostica", indipendente dalla prova di una effettiva corrispondenza tra partecipazione al capitale e governo della società; l'influenza presupposta nelle ipotesi di controllo sarebbe dunque "solo una potenzialità e non un effettivo esercizio". Sul punto si veda JAEGER, *I "gruppi" tra diritto interno e prospettive comunitarie*, in *Giur. comm.*, 1980, I, 921, ove, in un'analisi avente ad oggetto i gruppi di società, sottolinea come nella disciplina prevista dagli artt. 2359 e ss. il rapporto di controllo idoneo a far scattare i divieti ivi previsti deve intendersi come "situazione 'potenziale' di esercizio di influenza dominante".

ad esso connesse - non potrà che ammettersi dunque una valutazione della stabilità del controllo di fatto basata sulla semplice probabilità, così da ritenere tale requisito integrato anche in mancanza di certezza a riguardo.

Pur riconoscendo allora come certa la rilevanza della stabilità di ogni forma di controllo, si deve necessariamente ammettere una dose di incertezza riguardo alla verifica, nel caso concreto, della sussistenza del medesimo requisito.

Se nel controllo di diritto la stabilità può considerarsi una caratteristica intrinseca, suscettibile di essere accertata con sicurezza, in ogni ipotesi di controllo di fatto deve invece ritenersi sufficiente una valutazione basata sulla semplice probabilità. La necessità di una prognosi *ex ante* di un evento futuro – probabile, possibile, ma non certo – è infatti comune ad *ogni* ipotesi di controllo c.d. di fatto.

Da quanto sopra appare chiaro come una scelta differente, quanto alla certezza del requisito della stabilità del controllo, comporterebbe necessariamente una minor tutela in tutti i casi di controllo di fatto, laddove la mera impossibilità di valutare con esattezza il requisito in esame potrebbe consentire l'elusione di tutti quegli obblighi eventualmente imposti a colui che assume (o mantiene) il controllo di una società.

Sostenere che la difficoltà nell'accertare un requisito essenziale come la stabilità, in tutte le ipotesi di controllo di fatto, possa essere idonea ad evitare l'applicazione di discipline che pongono l'acquisto del controllo tra i propri presupposti, non solo darebbe spazio ad enormi rischi di elusione delle suddette normative, ma creerebbe un non meno serio problema di certezza del diritto²⁰³, ponendo in capo all'attore che lamenti l'inosservanza della disciplina posta a sua tutela, un onere della prova estremamente difficile se non impossibile.

²⁰³ Mi sembra affrontare, seppur brevemente, un analogo tema BIANCHI, *Note sulla nozione*, cit., 253 ss., ove l'Autore pare attribuire al requisito della stabilità del controllo un rilievo minore rispetto ad altri scritti - affermando che il potere di determinare le politiche gestionali e finanziarie di una società possa derivare "da una situazione di controllo sia di diritto che di fatto, ossia indipendentemente e al di là del grado di stabilità del controllo" - e ciò proprio per la difficoltà di accertamento della stessa, posto che una diversa prospettiva "implicherebbe indagini complicate e per lo più non pienamente attendibili", al punto che "l'incertezza regnerebbe sovrana in materia". Anche da quanto afferma l'Autore sembrerebbero allora due le soluzioni ipotizzabili, come già anticipato nel testo: ritenere la stabilità non rilevante per configurare il controllo, ovvero ritenerla fondamentale ma ammetterne una valutazione prognostica, connotata quindi da un inferiore grado di certezza. Anche CARIELLO, *Controllo congiunto*, cit., pare sottolineare il rischio di elusione di discipline legato al difficile accertamento di uno stabile controllo - a meno di non ammettere che si tratti di un termine dai confini incerti, tale da essere modellato sulla base delle singole discipline - laddove sostiene (come anticipato nel testo) la necessità di "valutare l'opportunità e la correttezza rispetto ad ogni provvedimento legislativo di una qualificazione in termini temporali della stabilità del controllo, tenendo conto soprattutto delle conseguenze che una simile qualificazione potrebbe produrre sul piano dell'efficace perseguimento delle finalità sottese alle singole discipline considerate e dei pericoli di elusione delle medesime".

Nemmeno la soluzione offerta in questo lavoro, ovvero ammettere una valutazione *ex ante* necessariamente prognostica e basata sulla mera probabilità di uno stabile controllo, risulta chiaramente esente da critiche.

Il rischio connesso a tale posizione è infatti quello di incrementare a dismisura le ipotesi di controllo, così da ricomprendervi anche situazioni profondamente lontane da un tale potere. A tal fine appare quindi necessario incrementare le tutele, al momento della valutazione delle profondamente differenti fattispecie di controllo, al fine di pervenire ad una valutazione effettiva, benchè non ancorata a rigidi parametri, e tale da evitare sia facili elusioni, quanto un'eccessiva applicazione delle discipline ad esso connesse. A ben vedere dunque l'onere della prova in capo a colui il quale voglia dimostrare l'esistenza dei requisiti idonei ad integrare il controllo, benchè non impossibile, resta in ogni caso arduo, sebbene in apparenza se ne siano ampliati i confini ritenendo sufficiente la mera probabilità della stabilità.

4.2.2 La stabilità del controllo nella sollecitazione di deleghe di voto

La conclusione alla quale si è giunti potrebbe dunque riassumersi così: ogni controllo di fatto richiede necessariamente una valutazione prognostica del requisito della stabilità, effettuata *ex ante* - dunque caratterizzata da probabilità e non da certezza - e ciò indipendentemente dal titolo in forza del quale il suddetto controllo è esercitato.

Se ciò è vero, mi pare allora che non si possa aprioristicamente escludere la possibilità di ricondurre ad un controllo di fatto - sussistendone tutti i presupposti - anche una disponibilità di voti derivante da sollecitazione di deleghe. Quella medesima valutazione prognostica della stabilità - caratteristica, come si è visto, di ogni ipotesi di controllo di fatto - mi pare infatti idonea ad accertare la presenza del requisito anche nell'ipotesi di influenza dominante in assemblea ottenuta in forza di sollecitazione di deleghe di voto, in modo tale da integrare anche quell'ultimo requisito, che potrebbe sembrare opporsi alla possibilità di ricondurre ad un controllo di fatto la fattispecie oggetto di questa tesi²⁰⁴.

²⁰⁴ Con riferimento alla stabilità di un controllo esercitato tramite deleghe di voto mi pare opportuno richiamare l'opinione di MIOLA, *Commento all'art. 93*, cit., 769, il quale - dopo aver ricondotto alla disponibilità del voto rilevante ai fini dell'imputabilità del controllo ex art. 93 T.U.F. anche i voti spettanti in forza di delega, e dunque implicitamente ammesso l'ipotesi dell'esercizio del controllo in forza di delega - afferma, tuttavia, che tale particolare forma di disponibilità non sarebbe idonea a configurare un controllo di fatto, in quanto "l'esigenza di certezza delle situazioni giuridiche richiede che la disponibilità di voti, in misura tale da esercitare l'influenza dominante in assemblea, presenti carattere di continuità; il che non è riscontrabile in presenza di deleghe conferite necessariamente per singole assemblee, potendosi valutare solo ex post la stabilità della fonte generatrice del controllo di fatto". Mi permetto tuttavia nuovamente di

Se è ragionevole presumere, in base alla situazione concreta, che uno stesso soggetto, già promotore di più sollecitazioni (o, al limite, anche di una sola sollecitazione) di deleghe di voto – idonee all’esercizio di un’influenza dominante nelle assemblee ove sono adottate le delibere considerate di maggior rilievo per la vita della società – possa in futuro promuoverne ulteriori, mi pare allora di poter affermare, in forza di quella stessa valutazione prognostica che si è visto connotare tutte le situazioni di controllo di fatto, una certa stabilità anche del controllo acquisito tramite sollecitazione di deleghe di voto.

In altre parole, qualora la situazione concreta sia tale per cui, secondo una valutazione necessariamente effettuata *ex ante*, sia probabile ritenere che il medesimo soggetto continuerà a promuovere con successo sollecitazioni di deleghe di voto per un certo numero di assemblee, giungendo così ad orientare le deliberazioni più importanti per la vita della società, allora, a mio modesto parere, non mi pare errato ritenere integrato un controllo di fatto - non difettando alcuno dei requisiti richiesti, nemmeno quello tra tutti maggiormente controverso, ovvero la stabilità.

Pur essendo chiaro, infatti, che la valutazione probabilistica di stabilità, propria di ogni ipotesi di controllo di fatto, sarà più facile qualora tale potere derivi non dalla mera disponibilità di diritti di voto, ma dal possesso di un sufficiente numero di azioni – ovvero nell’ipotesi certamente più ricorrente nella pratica (e forse potremmo dire tipica) di controllo di fatto - ciò non toglie che possa eventualmente aversi controllo anche nel caso di una disponibilità derivante da sollecitazione di deleghe di voto, qualora se ne possa vagliare la stabilità con il medesimo metro probabilistico.

Sul piano logico, infatti, non pare a chi scrive che le situazioni sopra richiamate – possesso di azioni o disponibilità del solo diritto di voto derivante da sollecitazione di deleghe di voto - siano tra loro differenti al punto da giustificare conclusioni diverse in ordine all’esistenza del potere di controllo. Eventuali distinzioni emergono solo in fatto, posto che nell’ipotesi oggetto di questa tesi l’accertamento dei requisiti del controllo comporterà chiaramente maggiori difficoltà e richiederà certamente diverse cautele, ma nulla più, dal momento che *ogni* controllo di fatto risulta necessariamente connotato da una stabilità solo probabile, e quindi potremmo dire precaria, non soltanto allora quello derivante da sollecitazione di deleghe.

ricordare come tale critica potrebbe allora volgersi ad *ogni* ipotesi di controllo di fatto, mai connotato da quella stabilità certa propria esclusivamente del controllo c.d. di diritto. Se, infatti, in tutte le ipotesi di controllo di fatto, si ammette una valutazione sempre necessariamente prognostica del futuro mantenimento dell’influenza dominante in assemblea, allora non vedo quanto il voto esercitato in forza di delega – ancora più se sollecitata da un medesimo soggetto – possa ritenersi differente da altre ipotesi di disponibilità rilevanti ex art. 2359 c.c.

A ben vedere, anzi, soltanto una maggiore difficoltà nella valutazione in fatto di tutti i requisiti richiesti ad integrare la fattispecie potrebbe eventualmente distinguere anche ipotesi di controllo assunto mediante una pluralità di sollecitazioni di deleghe rispetto al medesimo potere ottenuto in forza di una soltanto. Se infatti, con ogni probabilità, sarà più facile che si verifichi nella pratica la prima delle ipotesi appena richiamate – e della stessa sarà sicuramente più agevole anche presumere una certa stabilità – è ancora soltanto il grado di difficoltà nell'accertamento dei requisiti necessari ad integrare la fattispecie che caratterizzerebbe un acquisto del controllo realizzato grazie ad una singola sollecitazione di deleghe di voto, senza che – a mio parere – sia dunque corretto escludere a priori una tale possibilità.

Come il controllo di fatto per così dire tipico – ovvero caratterizzato da possesso di azioni - sarà senza dubbio accertabile con un maggior grado di certezza rispetto a quello assunto mediante ripetute sollecitazioni di deleghe, così quello eventualmente raggiunto grazie ad una sola sollecitazione non dovrebbe essere a priori escluso solo per una, ancora maggiore, difficoltà in tal senso.

Mi permetto allora di concludere affermando che le incertezze circa l'ammissibilità di un acquisto del controllo di società per azioni mediante sollecitazione di deleghe mi sembrano potersi ricondurre, in definitiva, a questioni *in fatto*, posto che sul piano logico – giuridico la fattispecie in esame non pare discostarsi da tutte le altre ipotesi di controllo di fatto, richiedendo soltanto un più gravoso accertamento della fattispecie concreta.

Non potendosi quindi escludere a priori, in detta ipotesi, l'eventuale esistenza di un controllo, dovrà allora valutarsi esclusivamente la singola situazione, al fine di verificare, nel caso concreto, la configurabilità o meno di un controllo (stabile), come del resto attenta dottrina²⁶⁵ ha sottolineato debba avvenire in *ogni* ipotesi di controllo di fatto.

²⁶⁵ CARIELLO, *Controllo congiunto*, cit., 44 e s. nota 68

CAPITOLO QUINTO

SOLLECITAZIONE DI DELEGHE DI VOTO E OPA: UNA POSSIBILE ULTERIORE LINEA DI RICERCA²⁰⁶

SOMMARIO: 5.1 Sollecitazione di deleghe di voto e obbligo di OPA: la rilevanza del controllo nella disciplina OPA; 5.1.1 (*segue*) La sollecitazione di deleghe di voto come azione di concerto rilevante ai fini della disciplina OPA?; 5.2 Il ruolo essenziale rivestito dalla disponibilità del diritto di voto nella disciplina OPA; 5.2.1 (*segue*) Il ruolo delle ipotesi di dissociazione tra titolarità della partecipazione ed esercizio del diritto di voto ai fini del sorgere di un obbligo di offerta pubblica di acquisto; 5.4. Le *rationes* dell'obbligo di OPA: equa distribuzione del premio di controllo tra tutti i soci ovvero tutela del diritto di *exit* delle minoranze al verificarsi di un cambio del controllo?; 5.5. Il requisito della stabilità nella disciplina dell'offerta pubblica di acquisto; 5.6. I requisiti oggettivi dell'obbligo di OPA. In particolare la nozione di *acquisti*; 5.6.1 (*segue*) L'*acquisto* come acquisto della disponibilità del diritto di voto; 5.7 Un ulteriore requisito di difficile identificazione nella fattispecie in esame: la determinazione del prezzo di offerta in mancanza di un precedente acquisto a titolo oneroso; 5.8. Una prima conclusione in un'ottica *de iure condendo*; 5.8.1 Sollecitazione delle deleghe e responsabilità da mancato lancio dell' OPA; 5.8.2. (*segue*) Ulteriori strumenti di tutela alternativa; 5.9 Il rilievo dell'art. 2497^{quater} c.c. nella fattispecie in esame.

5.1 Sollecitazione di deleghe di voto e obbligo di OPA: la rilevanza del controllo nella disciplina OPA.

Nei precedenti capitoli di questo lavoro si è tentato di dimostrare come il ricorso alla sollecitazione di deleghe di voto possa considerarsi uno strumento idoneo all'acquisto del controllo di fatto di società per azioni qualora, nel caso concreto, il potere così assunto possa considerarsi stabile, anche soltanto in forza di quel medesimo giudizio prognostico che caratterizza ogni ipotesi di controllo di fatto²⁰⁷. Sebbene non vi siano dubbi riguardo alle difficoltà nell'accertamento di tale requisito, sembra doversi affermare che nemmeno l'essenziale rilevanza attribuita a quest'ultimo sia sufficiente ad escludere la possibilità, almeno da un punto di vista

²⁰⁶ Ringrazio Niccolò Baccetti per i preziosi suggerimenti che mi ha fornito in relazione a questo capitolo. Naturalmente errori e passaggi non condivisibili sono riferibili esclusivamente a me.

²⁰⁷ Si veda a riguardo il secondo paragrafo del quarto capitolo di questo lavoro

logico – giuridico, di ricondurre la sollecitazione di deleghe di voto ad uno degli strumenti astrattamente idonei ad ottenere il controllo di società per azioni.

Appurato dunque il legame che astrattamente può intercorrere tra sollecitazione di deleghe e acquisto del controllo, ci si domanda se la fattispecie in esame non debba eventualmente assumere rilevanza anche in relazione ad un istituto, quello dell' OPA obbligatoria, che pur non risultando oggi strettamente dipendente dall'acquisto del controllo, con riguardo al dato letterale della norma, a tale potere sembra restare tuttavia fortemente connesso sul piano della *ratio*.

Sebbene infatti, come è noto, la disciplina non faccia oggi un esplicito riferimento all'assunzione del controllo, quale presupposto per il sorgere dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto, sarebbe tuttavia arduo negare che l'istituto dell' OPA risulti ancora, in ogni caso, strettamente legato a fattispecie di trasferimento del controllo, come si avrà modo di approfondire più avanti.

Data la stretta connessione intercorrente, dunque, tra sollecitazione di deleghe di voto e controllo, nonché tra tale potere e l'obbligo di offerta pubblica, ci si propone di valutare, in primo luogo, se nella fattispecie di cui si tratta possa trovare applicazione - eventualmente ricorrendo ad un'interpretazione estensiva dei requisiti previsti dalla norma - direttamente l'art. 106 T.U.F., con conseguente attenzione al sorgere di un'eventuale responsabilità, proprio per violazione diretta della norma in esame, in capo al promotore ove non venga assolto l'obbligo di offerta pubblica.

In secondo luogo, qualora anche il ricorso ad un'interpretazione ampia dei requisiti richiesti dal legislatore per il sorgere dell'obbligo in commento non risulti sufficiente affinché quest'ultimo possa effettivamente configurarsi a seguito di sollecitazione di deleghe, ci si potrebbe domandare se non ricorra, eventualmente, quella stessa *ratio* sottostante all'obbligo di OPA, così da ipotizzare il ricorso ad un'applicazione analogica²⁸⁸ della norma, ovvero, quantomeno, in modo da auspicare, in un'ottica *de iure condendo*, un'eventuale modifica legislativa atta a prevedere strumenti idonei ad evitare (fin troppo facili) elusioni della normativa prevista dagli artt. 106 e ss. T.U.F.

Offrire agli operatori uno strumento di acquisizione del controllo esente dalla possibilità di ricadere nell'obbligo in esame comporterebbe, infatti, quantomeno il rischio di un abuso dell'istituto della sollecitazione di deleghe, ovvero un utilizzo dello stesso che facilmente potrebbe spingersi ben oltre i confini che gli sono propri – e per il quale il legislatore lo ha, anche recentemente, riformato. D'altra parte,

²⁸⁸ Naturalmente ove ammissibile l'applicazione analogica non potrebbe riguardare le sanzioni dettate dal T.U.F., dato il principio (art. 14 delle disposizioni sulla legge in generale) che preclude l'applicazione per analogia delle norme penali e, più in generale di quelle che prevedono sanzioni di carattere afflittivo.

tuttavia, il rischio di incorrere in obblighi di OPA potrebbe operare quale generale deterrente alle sollecitazioni di deleghe di voto.

Ove, tuttavia, si volesse ragionare in un'ottica strettamente *de iure condito* – e non si riuscisse a dimostrare il ricorrere, nella fattispecie in esame, di quei requisiti che l'art. 106 T.U.F. considera indefettibili - ci si domanda se una qualche tutela, per coloro che potrebbero vedere lesi i propri interessi dalla mancata applicazione dell'obbligo di OPA, non potrebbe forse individuarsi ricorrendo alle "ordinarie" forme di responsabilità (da configurarsi, secondo le scelte di vertice che si compiano in materia, in termini contrattuali – eventualmente quale responsabilità da contatto sociale – o extracontrattuali), e non quale responsabilità da mancata OPA, ma quale autonoma tutela a favore di coloro che vedano alterarsi le condizioni del proprio investimento a seguito del mutamento del soggetto controllante.

Prima di procedere ad un approfondimento delle considerazioni appena esposte, ritengo sia tuttavia utile sottolineare il punto di partenza dal quale l'intera analisi, necessariamente, deve muovere.

Risulta fin troppo evidente come la principale critica alla quale facilmente si espone la tesi che ci si propone di dimostrare - oltre a quella già ricordata di operare, eventualmente, anche quale deterrente a sollecitazioni di deleghe di voto volte effettivamente a ben altri fini - è quella di rendere ancora più difficili, costosi e rischiosi, nel nostro ordinamento i già rari mutamenti del gruppo di controllo di società quotate.

È, infatti, facilmente comprensibile che ricondurre anche la sollecitazione di deleghe di voto tra gli strumenti astrattamente idonei al sorgere di un obbligo di OPA non possa operare sicuramente nel senso di incrementare la contendibilità del controllo societario nel nostro ordinamento, posto che l'OPA obbligatoria rappresenta proprio un disincentivo a quest'ultima, con le note conseguenze, anche spesso negative, che ciò indubbiamente comporta.

Vorrei tuttavia sottolineare fin d'ora che, se è vero che l'istituto dell'offerta pubblica di acquisto totalitaria rappresenta sicuramente un disincentivo a tentativi di modifica del gruppo di controllo di società italiane, è altrettanto vero che il nostro legislatore, almeno fino ad oggi, si può dire abbia operato una scelta di politica legislativa nel mantenere in vigore tale istituto.

Nonostante, infatti, Paesi dalla evoluta economia, quali gli Stati Uniti, da una parte non prevedono ipotesi di OPA obbligatoria e dall'altra presentano un mercato del controllo societario molto più libero e attivo rispetto al nostro, il legislatore comunitario e quello italiano sembrano continuare a scommettere sull'utilità dell'istituto.

Tenendo dunque a mente tale presupposto di partenza, la tesi che qui si mira a sostenere non vuole far altro che mettere in guardia rispetto ad un eventuale rischio di elusione della normativa in esame, in modo da evitare che, tramite strumenti offerti agli operatori per ben altri fini, si giunga ad aggirare una disciplina nella validità della quale il legislatore ha, almeno fino ad oggi, dimostrato di credere.

Ciò premesso, per individuare un collegamento idoneo a giustificare il sorgere di un obbligo di OPA anche ove il controllo sia acquisito tramite sollecitazione di deleghe di voto, appare opportuno valutare *in primis* la rilevanza che, anche nell'attuale disciplina, continua a mantenere l'acquisto di detto potere.

Si deve ricordare anzitutto che la disciplina previgente – art. 10 della legge 149/'92 – facendo espresso riferimento all'acquisto del controllo, riconduceva il sorgere dell'obbligo ad un'ipotesi sicuramente dai confini più incerti. Il primo comma della disposizione citata imponeva, infatti, a “*chi intende[ss]e acquistare il controllo di una società quotata in borsa, l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto*”.

Si trattava dunque di un “*sistema fondato sulla centralità della nozione di controllo*”²⁰⁹, il quale, ai sensi del secondo comma del medesimo articolo, era configurabile nel momento in cui un soggetto disponesse, anche indirettamente, della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria, ovvero di una partecipazione tale da esercitare un'influenza dominante nella suddetta sede. L'obbligo di OPA sorgeva quindi al momento dell'acquisto del controllo, di diritto o anche di fatto, della società²¹⁰.

L'attuale formulazione dell'articolo 106 del T.U.F., nel disciplinare l'obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria nel nostro ordinamento, prevede oggi che *chiunque, a seguito di acquisiti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del*

²⁰⁹ L'espressione è di MONTALENTI, *OPA, la nuova disciplina*, in *BBTC*, 1999, I, 153.

²¹⁰ Con riferimento alla disciplina precedente alla introduzione del T.U.F. si vedano tra gli altri WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, X, Torino, Utet, 1994, 317 e ss.; STELLA RICHTER JR, “*Trasferimento del controllo e rapporti tra soci*”, Milano, Giuffrè, 1996, 139 e ss.; MONTALENTI, *Le offerte pubbliche di acquisto – le fattispecie obbligatorie*, Milano, Giuffrè, 1995, 1 ss.; BENAZZO, *I presupposti dell'OPA preventiva*, in *Giur. Comm.*, 1994, 116 e ss.; CUSMAI – D'AMBROSIO, *Riflessioni sull'istituto dell'OPA obbligatoria*, in *Riv. dir. Comm.*, 1995, 429 e ss.; GAMBINO, *L'OPA e la circolazione endogruppo delle partecipazioni di controllo*, in *Riv. soc.*, 1992, 1249 e ss., ove l'Autore sottolinea proprio la necessità di considerare acquisti del controllo sia di fatto che di diritto affinché anche forme “*meno appariscenti (ma non per questo meno efficaci o di minore incidenza sulla posizione degli azionisti) di acquisizione del controllo diano possibilità agli azionisti estranei al controllo di essere compartecipi dei risultati economici del suo trasferimento*”, così giustificando l'utilità di fare ricorso ad un presupposto dai confini ampi e non strettamente definiti per l'applicazione della disciplina in commento – al contrario di quanto accade oggi - auspicando altresì un'interpretazione della norma che impedisca l'elusione della disciplina in presenza di “*comportamenti che, sul piano sostanziale, possano ricondursi alle previsioni generali dell'art. 10*”; BERLANDA, *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 1995, 880 e ss. Tra i primi commenti alla nuova disciplina si veda, oltre agli Autori citati nel prosieguo, MONTALENTI, *OPA: la nuova disciplina*, cit., 150 e ss.

30 per cento promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli. La scelta è stata dunque quella di adottare un sistema a soglie fisse in quanto soluzione idonea a fornire maggiore certezza riguardo alle fattispecie ricomprese nell'obbligo, a scapito tuttavia di un espresso e omnicomprensivo riferimento all'acquisto del controllo.

Quanto alla previsione di una soglia fissa al superamento della quale ancorare l'obbligo di offerta pubblica, è bene anzitutto ricordare che si tratta di una scelta operata dal legislatore italiano con l'introduzione del T.U.F. la quale, sebbene in linea con i principali ordinamenti europei, non è stata imposta a livello comunitario²¹¹, posto che la direttiva *Takeover* ha lasciato la decisione circa il ricorso ad un simile strumento ai singoli Stati membri, in totale autonomia²¹².

²¹¹ Ricorda infatti MUCCIARELLI, *Commento all'art. 106*, in *Commentario al T.U.F.* a cura di Vella, Torino, Giappichelli, 2012, 1063 e s. che la direttiva OPA ricollega tale obbligo all'ottenimento del controllo, lasciando quindi gli stati membri liberi di determinare se e quale soglia fissa prevedere. La direttiva 2004/25 infatti prevede esclusivamente che chi acquisti il controllo "secondo il diritto nazionale della società emittente" di una società per azioni quotata, sia tenuto a lanciare un'offerta pubblica di acquisto. È chiaro, pertanto, che è stato lasciato ai singoli Stati il compito – e la libertà – di stabilire cosa si intenda per *acquisto del controllo* rilevante, nonchè come quest'ultimo debba essere acquisito perché sorga l'obbligo.

²¹² Diversi stati europei (Francia, Gran Bretagna, Spagna, Belgio, Germania) ricollegano l'obbligo di offerta pubblica di acquisto al superamento di una determinata soglia rilevante, anziché all'effettiva acquisizione del controllo. Di particolare interesse ai fini del discorso qui svolto – pur senza voler affrontare in questa sede uno studio comparato delle discipline – è che diversi Stati riferiscono la soglia espressamente (anche) al diritto di voto e non (solo) alla partecipazione, come accade nella normativa inglese, ove si prevede che l'obbligo sorga qualora si disponga del 30% dei diritti di voto (*Rule 9.1 City Code "[...] any person acquires, whether by a series of transactions over a period of time or not, an interest in shares which (taken together with shares in which persons acting in concert with him are interested) carry 30% or more of the voting rights of a company; [...]"*); in Lussemburgo, ove ai sensi dell'art. 5 della l. 19 maggio 2006, di recepimento della direttiva 2004/25/Ce, l'obbligo incombe su colui che venga a detenere una "*pourcentage déterminé de droits de vote dans cette société lui donnant le contrôle de cette société*"; in Francia dove si prevede l'obbligo in capo a coloro che detengano una determinata percentuale di azioni della società, ovvero dispongano della medesima percentuale dei diritti di voto ad esse inerenti, come disposto dal *Règlement général* emesso dall'Autorité des marchés financiers (AMF), in vigore al 2014, artt. 231-1 ss., in particolare art. 234-2 ("*Lorsqu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, vient à détenir, directement ou indirectement, plus de 30 % des titres de capital ou des droits de vote d'une société [...]*"; in Spagna dove si prevede, ai sensi dell'art. 3 capitolo II del Real decreto 1066/2007 del 27 luglio, che "*Quedarà obligado a formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de los valores y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo quien alcance el control de una sociedad cotizada, ya lo consiga: a) Mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto en dicha sociedad ;b) Mediante pactos parasociales con otros titulares de valores, en los términos del artículo 5.1.b); o c) como consecuencia de los supuestos de tomas de control indirectas o sobrevenidas establecidos en el artículo 7"*;

Sul punto tra gli altri si vedano, anche per ulteriori riferimenti bibliografici, CANNELLA, *Commento all'art. 106*, in Marchetti – Bianchi, *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, D. Lgs 24 febbraio 1998 n. 58, *Commentario*, Giuffrè, Milano, 1999, 333; WEIGMANN, *Commento all'art. 106*, in *Testo unico della finanza*, *Commentario* a cura di Campobasso, Torino, Utet, 910 e s.; DESANA, *Commento all'art. 106*, in *Corporate governance. La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati*, *Commentario per Giur.it.*, diretto da Cottino, in *Giur. it.*, 12, 1998, 2447; nonchè FERRARINI – MILLER, *A simple theory of takeover regulation in the United States and Europe*, in *Riv. Soc.*, 2010, 680 e ss.;

Attualmente, dunque, perché l'obbligo trovi diretta applicazione – e salve le ipotesi di esclusione espressamente previste dalla legge – è necessario e sufficiente, non l'acquisto del controllo, quanto piuttosto che sia superata la soglia rilevante stabilita dal legislatore nel 30 per cento delle partecipazioni totali. Almeno espressamente, quindi, la legge non attribuisce più rilievo *all'effettivo* acquisto del controllo - benchè non si possa escludere che tale potere continui a mantenere una certa rilevanza anche nella attuale disciplina²³³ - basandosi tuttavia poi sulla presunzione che una partecipazione di tale entità sia in fatto idonea a garantirlo. L'obbligo discende dunque, esclusivamente, dall'acquisto di una partecipazione che consenta il superamento di una soglia determinata.

La stretta connessione tuttora esistente con la nozione di controllo si potrebbe dedurre tuttavia dal fatto che tale soglia, in definitiva, intanto è stata fissata ad un determinato numero di azioni, in quanto i voti ad esse relative si presumono idonei ad orientare la volontà assembleare di quella società su determinati argomenti di particolare importanza (nomina e revoca dei componenti del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza), e dunque a esprimere

²³³ Un certo rilievo ancora attribuito al potere di controllo ritengo si possa per esempio desumere dal fatto che, benchè si sia scelto di rischiare l'applicazione di un tale obbligo anche in ipotesi ove il controllo non sia in concreto assunto – nonchè l'eventuale esclusione di fattispecie di controllo garantito da una partecipazione inferiore al 30% - eventualità strettamente connessa alla scelta di prevedere una soglia fissa al superamento della quale imporre l'obbligo in esame, dall'altra si è espressamente previsto che l'obbligo di OPA, pur integrati i requisiti di legge, non scatti allorché la società sia effettivamente sotto il controllo di un diverso soggetto (art. 106, comma 5).

A riguardo si deve tuttavia ricordare che tale controllo non è esattamente riconducibile a quello ex art. 2359 c.c. L'art. 49, comma 1, del Regolamento Emittenti, che esplicita l'esenzione prevista dall'art. 106, comma 5, T.U.F. sopra richiamata, esclude infatti il sorgere dell'obbligo in esame ove *“un altro socio, o altri soci congiuntamente, dispongono della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria”*, richiedendo così, parrebbe, un controllo solitario o congiunto pari al 50% + 1.

Circa la rilevanza che il controllo continua a mantenere anche nella attuale disciplina OPA si veda TUCCI, *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto*, Milano, Giuffrè, 2008, 23, ove l'autore sottolinea la rilevanza che continua a mantenere - con riferimento all'applicabilità della normativa OPA - il cambio del controllo piuttosto che l'acquisto di partecipazioni in sé considerato, affermando che il nostro ordinamento *“non guarda al fenomeno del ‘mutamento del controllo di una società quotata nella prospettiva di un ‘trasferimento’ di una partecipazione che quel potere attribuisce, bensì nell'ottica di una situazione - la ‘detenzione’ di una partecipazione superiore ad una soglia prefissata [...] che viene a crearsi per effetto di un acquisto”*. Ritiene che il controllo mantenga ancora rilevanza, pur dovendosi considerare *“elemento negativo della fattispecie”*, nel senso che esso rileva ove non conseguito, LENER, *Le offerte obbligatorie*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di Stella Richter Jr., Torino, Giappichelli, 2011, 170. A riguardo si ricordi anche il nono considerando della Direttiva OPA, *“è opportuno che gli stati membri adottino le misure necessarie per tutelare i possessori di titoli, in particolare quelli con partecipazioni di minoranza, quando è stato acquistato il controllo della loro società”*, che dimostra come il fondamento della disciplina debba in sostanza ricondursi a modifiche del soggetto controllante.

Sul ruolo della nozione di controllo nel presupposto dell'obbligo di OPA si veda anche MOSCA, *Azione di concerto e OPA obbligatoria*, Milano, Egea, 2013, 20 e ss. nonché 38 (nota 73) ove l'Autrice pare affermare che, nonostante l'attuale il sistema delle soglie fisse, *“l'evoluzione delle modalità diverse dalla detenzione attuale dei titoli, in base alle quali può essere superata la soglia”*, con espresso riferimento ai contratti derivati, sembrerebbe attribuire nuovo rilievo al presupposto del controllo.

potenzialmente un determinato peso ai fini dell'influenza dalla quale può scaturire un controllo²⁴⁴. La ragione che ha indotto il legislatore ad optare per la previsione di una soglia fissa, abbandonando l'espresso richiamo ad una nozione dai confini molto incerti²⁴⁵ come quella di controllo, è allora, come anticipato, che un tale sistema offre, senza alcun dubbio, maggiore certezza con riferimento alle fattispecie riconducibili all'obbligo, a fronte tuttavia dell'evidente rischio che quest'ultimo non sorga in ipotesi ove il controllo della società sia ottenuto tramite una partecipazione inferiore alla soglia ma, di fatto, sufficiente ad acquisirlo²⁴⁶.

Ferme restando le ragioni che hanno giustificato l'introduzione di un sistema basato sul superamento di una soglia determinata, stante l'odierna formulazione della norma in commento, appare chiaro come sarebbe stato più semplice ricondurre la fattispecie di cui ci si occupa in questo lavoro ad un obbligo di offerta pubblica in forza della disciplina previgente. Se, infatti – come si è cercato di dimostrare nei precedenti capitoli di questo lavoro - anche tramite sollecitazione di deleghe di voto può dirsi eventualmente acquisito un controllo di fatto, proprio per la possibilità di esercitare in assemblea quell'influenza dominante idonea ad integrare i requisiti per il sorgere di detto potere, difficilmente, almeno nel vigore della precedente disciplina, si sarebbe potuto escludere un obbligo di offerta pubblica totalitaria.

Data l'attuale lettera della legge, tuttavia, per giustificare anche solo il tentativo di ricondurre oggi la sollecitazione di deleghe tra le fattispecie idonee al sorgere dell'obbligo appare fondamentale ritornare a sottolineare la rilevanza che, nonostante le recenti modifiche apportate alla disposizione e anche in assenza di un esplicito indice normativo in tal senso, sembra ancora mantenere l'acquisto del controllo.

²⁴⁴ Si potrebbe obiettare, in una diversa prospettiva, che la soglia in realtà non presume un controllo ma un vantaggio dell'*incumbent* in una contesa per il controllo, rispetto a qualsiasi *insurgent* che è sotto tale partecipazione, a prescindere dal fatto che vi sia un esercizio di controllo effettivo da parte del primo. Al conseguimento o mutamento della contendibilità della società i soci di minoranza avrebbero quindi diritto all'*exit* perché il raggiungimento di tale posizione riduce l'esposizione della società al mercato del controllo societario o, comunque, perché muta il soggetto *incumbent*. Stante l'attuale disciplina OPA, inoltre, nessuno potrebbe acquistare più titoli dell'*incumbent* senza offrire il prezzo d'OPA a tutti gli azionisti, creando così la legge stessa un'ulteriore barriera.

²⁴⁵ Cfr. ancora MUCCIARELLI, *Commento all'art 106*, cit., 1064, il quale afferma che tale scelta "rischia di produrre effetti perversi" posto che se una società può essere controllata effettivamente con una partecipazione inferiore al 30 per cento, la soglia fissa porterà ad acquistare titoli in misura appena inferiore alla stessa. Inoltre, tale scelta potrebbe "ingessare il controllo" posto che chi già detenga partecipazioni oltre tale limite non scenderà al di sotto della soglia rilevante nel timore di dover, eventualmente, lanciare un'OPA al momento del riacquisto.

²⁴⁶ La questione è oggetto tuttavia di ricorrente dibattito, spesso in occasione delle vicende di Telecom, società il cui controllo di fatto è possibile senza raggiungere la soglia del 30% dei diritti di voto. In argomento si veda tra l'altro la recente mozione presentata da Muchetti – Matteoli con la quale è stata ipotizzata la possibilità di introdurre una seconda soglia OPA legata all'accertata situazione di controllo di fatto, anche ove non sia raggiunta la soglia del 30%.

Potrebbe infatti per lo meno stupire che una modifica, quale la previsione di una soglia fissa di partecipazioni rilevanti, introdotta essenzialmente per agevolare l'individuazione delle fattispecie di acquisto del controllo, risulti proprio lo strumento per escludere, a priori, il sorgere dell'obbligo in esame in ipotesi chiaramente ad esso riconducibili nel vigore della precedente norma.

Senza dimenticare dunque le ragioni che stanno alla base della scelta compiuta, posto che il nostro legislatore ha oggi optato per tale strumento, risulta opportuno ora volgere l'attenzione alle modalità attraverso le quali la soglia determinante può essere raggiunta, per valutare anzitutto l'ipotesi di un'eventuale applicazione diretta della disciplina anche alla sollecitazione di deleghe di voto idonea ad acquisire il controllo o, ancor prima, idonea anche solo a garantire una disponibilità di voti superiore alla soglia rilevante del 30%.

A ben vedere infatti, indipendentemente dalla rilevanza del controllo ai fini della disciplina dell'OPA obbligatoria, una sollecitazione di deleghe di voto – che sia o non sia tale da configurare nel caso concreto un acquisto del controllo, con le modalità illustrate nei precedenti capitoli di questo lavoro - potrebbe considerarsi almeno astrattamente riconducibile all'obbligo di cui si tratta, ove si dimostrasse strumento in concreto idoneo a garantire una disponibilità di voti superiori alla soglia rilevante.

Se lo scopo di questa analisi è quello di valutare se la fattispecie in commento possa eventualmente considerarsi strumento tramite il quale eludere l'obbligo previsto dall'art. 106 T.U.F., a prescindere i) dalla rilevanza del controllo ai fini della disciplina OPA e ii) dalla effettiva sussistenza del controllo nella concreta fattispecie presa in considerazione, ciò che rileva è esclusivamente valutare se tramite sollecitazione si possa effettivamente arrivare a disporre di voti (su nomina/revoca di cda/cds) in misura superiore alla soglia del 30%, senza rischiare di essere soggetti al gravoso obbligo di lanciare un OPA.

5.1.1 (*segue*) La sollecitazione di deleghe di voto come azione di concerto rilevante ai fini della disciplina OPA?

Nel precedente paragrafo si sono proposte essenzialmente due alternative volte a tutelare gli interessi sottesi alla disciplina OPA qualora il controllo venga acquisito tramite sollecitazione di deleghe di voto: riuscire a ricondurre direttamente tale fattispecie all'obbligo in esame – ricorrendo ad una lettura estensiva dei requisiti espressamente previsti dalla attuale formulazione della norma - o optare invece per un'applicazione analogica, qualora si riuscisse a dimostrare il ricorrere della medesima *ratio* sottesa all'obbligo in commento anche nella fattispecie della

sollecitazione. Infine, in un'ottica *de iure condendo*, auspicare un intervento legislativo idoneo a risolvere la questione.

Prima di procedere valutando la concreta possibilità di seguire una delle alternative proposte, sembra opportuno considerare brevemente come un'ulteriore modalità per ricondurre la fattispecie oggetto di questo lavoro ad una ipotesi idonea a far sorgere, in capo al promotore, un obbligo di offerta pubblica di acquisto ai sensi dell'art. 106 T.U.F., potrebbe forse individuarsi nella nozione di concerto. Sebbene possa apparire una conclusione azzardata, la semplice adesione del soggetto delegante alla proposta del promotore, effettuata al fine di raggiungere un determinato obiettivo in assemblea, potrebbe - secondo una lettura estensiva del termine - ricondursi ad un *accordo*, idoneo ad integrare, eventualmente ricorrendone i presupposti, un'ipotesi di concerto. Il nostro ordinamento, infatti, attribuisce rilevanza non solo a quegli acquisti volti a superare la soglia rilevante del 30% effettuati da un singolo soggetto, di cui fino a qui si è discusso, ma anche alla c.d. *azione di concerto*²⁷.

È chiaro, tuttavia che, anche volendo seguire una tale impostazione, vi sarebbe un serio rischio di far sorgere un obbligo di OPA in capo a tutti i soggetti aderenti alla sollecitazione di deleghe di voto.

Una tale conclusione potrebbe forse essere superata solo ove si volesse seguire quella dottrina, autorevole anche se non recente, che nelle ipotesi di sindacato di voto²⁸ propone di attribuire la qualifica di controllante soltanto colui che possa in concreto orientare la volontà del gruppo. Analogamente, nel caso di specie, potrebbe forse sostenersi che sorga un obbligo di OPA soltanto in capo al soggetto delegato, promotore della sollecitazione.

L'articolo 109 T.U.F., in particolare, rubricato "*acquisto di concerto*", prevede che, ove la partecipazione rilevante ai sensi dell'art. 106 venga raggiunta a seguito di acquisti effettuati anche da uno solo tra più soggetti che agiscono in concerto, siano solidalmente tenuti all'obbligo di OPA tutti i partecipanti al concerto. La definizione di persone che agiscono in concerto, fornita dall'articolo 101bis T.U.F. è articolata in una definizione generale, prevista al comma 4, in forza della quale devono ritenersi

²⁷ Sulla azione di concerto si vedano tra gli altri ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'OPA obbligatoria*, Bologna, Il mulino, 2002, 99 e ss.; GIUDICI, *L'acquisto di concerto*, in *Riv. soc.*, 2001, 490 e ss.; FERRO LUZZI, *Il "concerto grosso"; variazioni sul tema dell'OPA*, in *Giur. Comm.*, 2002, I, 655 e ss.; PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, Giuffrè, 270 e ss.; WEIGMANN, *Commento all'art. 109*, in *Testo unico della finanza, Commentario* a cura di Campobasso, Torino, Utet, 932 e ss.; BIANCHI, *Commento all'art. 109*, in Marchetti - Bianchi, *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, D. Lgs 24 febbraio 1998 n. 58, Commentario, Milano, Giuffrè, 1999, 429 e ss.; MUCCIARELLI, *Commento all'art. 109*, in *Commentario al T.U.F.* a cura di Vella, Torino, Giappichelli, 2012, 1097 e ss.; D'AMBROSIO, *Commento agli artt. 109-112*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, Commentario a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998, 605;

²⁸ Sul punto si veda, tra gli altri, COSTI, *I sindacati di blocco e di voto nella legge sulle OPA*, in *BBTC*, 1992, 478 e ss.

agire in concerto coloro che “cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo²¹⁹ della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un’offerta pubblica di acquisto o di scambio”, e in una presunzione assoluta – “sono in ogni caso persone che agiscono di concerto” - prevista al quarto comma in fattispecie determinate.

Data dunque la rilevanza essenziale attribuita all’accordo – si potrebbe dire *in qualunque forma concluso* – sembrerebbe dover quantomeno sorgere il dubbio che la fattispecie oggetto di questo lavoro ne integri gli estremi.

A sostegno della rilevanza che la sollecitazione può eventualmente assumere con riferimento ad ipotesi di concerto mi permetto di richiamare una delle esenzioni²²⁰ previste dalla Consob, in forza dei poteri ad essa attribuiti dall’art 101bis, comma 4ter, lettera b, T.U.F., all’art 44quater, comma 2, lettera d, n. 2 del Regolamento Emittenti. Tale fattispecie, infatti, se letta potremmo dire *a contrario*, pare confermare che una sollecitazione di deleghe, destinata alla nomina della maggioranza di cda/cds, debba ricondursi ad una azione di concerto rilevante ai fini del Testo Unico.

La disposizione da ultimo richiamata, infatti, prevede ipotesi di cooperazione tra azionisti che “non configurano, di per sé, un’azione di concerto ai sensi dell’articolo 101 bis comma 4 del Testo unico”. In particolare alla lettera d si afferma che *non configura, di per sé, azione di concerto la cooperazione tra azionisti volta a “far confluire voti su una lista che candidi un numero di soggetti inferiore alla metà dei componenti da eleggere [...], anche tramite la sollecitazione di deleghe di voto finalizzata alla votazione di tale lista”*.

Se, dunque, la Consob ha voluto espressamente escludere dalle fattispecie riconducibili ad un’azione di concerto una cooperazione proprio realizzata tramite sollecitazione di deleghe - purchè sia volta a far confluire voti su una lista per la nomina di componenti dell’organo amministrativo inferiore alla metà – mi sembrerebbe allora di poter affermare che un’eventuale sollecitazione di deleghe di voto volta, invece, alla nomina della maggioranza dei componenti di cda/cds avrebbe ragione di essere ricondotta proprio alla nozione di azione concertata, in particolare ove i) la somma dei voti del sollecitante e dei sollecitati ecceda la percentuale del 30% e ii) nei 12 mesi precedenti uno tra i soggetti in ipotesi concertisti (promotore e deleganti) abbia acquistato almeno un’azione (il che nella

²¹⁹ Si deve sottolineare che, per quanto il riferimento al controllo effettuato dalla norma potrebbe leggersi quale ulteriore conferma della rilevanza di un tale potere ai fini del sorgere di un obbligo di OPA, in tale contesto il controllo rileva forse soltanto quale scopo per delimitare il perimetro dei soggetti obbligati. Sul ruolo della nozione di controllo con riferimento al concerto si veda MOSCA, *Azione di concerto*, cit., 34 e ss.

²²⁰ Su tale esenzione, benchè senza espresso riferimento all’ipotesi di sollecitazione di deleghe di voto, si veda ancora MOSCA, *Azione di concerto*, cit., 37 nota 71.

prassi si verifica molto di frequente)²¹.

In forza di tali considerazioni sembrerebbe dunque doversi quantomeno ipotizzare che la sollecitazione di deleghe di voto possa, ricorrendone i presupposti, astrattamente ricondursi ad una cooperazione volta all'esercizio di un'influenza dominante, ovvero ad una cooperazione realizzata "sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, [...] o rafforzare il controllo della società emittente [...]", riconducibile dunque all'articolo 101bis, comma 4, T.U.F.

Anche volendo dare credito all'impostazione appena proposta, l'applicabilità della disciplina OPA parrebbe trovare un evidente ostacolo nella mancanza di acquisti di azioni da parte dei concertisti. Come anticipato, infatti, sembrerebbe doversi ritenere requisito essenziale per configurare un concerto rilevante ai fini OPA l'effettivo acquisto di almeno un'azione da parte di un aderente alla sollecitazione, nei dodici mesi precedenti al voto. Si tornerà tuttavia più avanti sulla nozione di "acquisto" nella normativa sull'OPA.

Muovendo, per il momento dalla nozione tradizionale (che si riferisce solo all'acquisto di azioni, sia pure connotate dal diritto di voto sulla nomina e revoca di amministratori o componenti del consiglio di sorveglianza), pertanto, anche il ricorso all'azione di concerto per giustificare un'eventuale applicazione diretta dell'obbligo di OPA alla sollecitazione di deleghe di voto, idonea all'acquisto del controllo, sembrerebbe doversi escludere.

Con riferimento tuttavia alla possibilità che la cooperazione tra azionisti volta alla nomina di alcuni componenti, anche solo di minoranza, di cda/cds (ovvero alla presentazione di una lista a ciò finalizzata) possa eventualmente ricadere nella nozione di concerto, anche qualora non siano configurabili acquisti – con le ovvie conseguenze in ordine all'obbligo di OPA – mi pare opportuno richiamare brevemente, e senza alcuna pretesa di esaustività, il dibattito ancora in corso a livello Europeo²².

²¹ Si potrebbe forse affermare che, se l'OPA in tale ipotesi sussiste con riferimento ad una coalizione basata su accordi parasociali di voto, con effetti meramente obbligatori, *a fortiori* potrebbe rilevare ai fini OPA una coalizione basata su una collaborazione (anch'essa episodica) realizzata nell'ambito di un procedimento di voto destinato ad avere effetti reali. Sebbene infatti la mera adesione ad una proposta di voto non dia luogo ad obbligo di OPA, dal momento che la sollecitazione di deleghe configura una particolare forma di adesione al voto, caratterizzata da un determinato procedimento, una certa pubblicità e, dunque, un certo rilievo probatorio complessivo della coalizione, potrebbe forse essere equiparata ad un patto, concluso per la singola assemblea, o comunque tenuta distinta da una semplice adesione in sede assembleare ad una proposta di voto senza precedente sollecitazione.

²² Sul punto rimando nuovamente a MOSCA, *Azione di concerto*, cit., 2013, 99 e ss.; ID, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e "azione di concerto"*, in *Riv. soc.*, 2013, 118 e ss. Per una dettagliata e recente analisi riguardo alle diverse nozioni di concerto attualmente in vigore in Europa, nonché al rapporto tra concerto e disciplina OPA, si veda anche GHETTI, *La nozione di concerto nel diritto societario europeo: interferenze con i diritti degli azionisti e prospettive di riforma*, in corso

Proprio il rischio, infatti, che attività utili a svolgere quel ruolo di controllo e monitoraggio sul *management* attribuito oggi agli Investitori Istituzionali a livello europeo - e incentivato dalle recenti normative comunitarie - possano ricadere nella nozione di *azione di concerto*, qualora abbiano ad oggetto proprio la nomina di (parte) dell'organo gestorio, ha recentemente portato a sollecitare un intervento comunitario volto a definire esattamente cosa debba intendersi per azione di concerto.

Quest'ultima, infatti, oltre ad essere oggetto di due diverse definizioni già a livello comunitario, presenta inoltre una serie di differenti nozioni a livello dei singoli Stati membri, tali da generare grandi dubbi circa gli esatti confini della stessa.

Il citato dibattito potrebbe dunque essere l'occasione per volgere l'attenzione alle diverse nozioni offerte a livello europeo e, soprattutto, ai presupposti delle stesse, al fine di valutare se un'attività non riconducibile ad un'azione di concerto in base alla nozione italiana, potrebbe invece integrare i presupposti di una differente nozione prevista da altro Stato membro.

Riterrei in particolare utile verificare, non tanto in generale la nozione di concerto offerta da altri Stati, quanto piuttosto la possibilità che da quest'ultima sorga un obbligo di OPA. Proprio tale legame, infatti, presenta notevoli differenze nei vari ordinamenti posto che talora, come in Italia, si richiede necessariamente perché sorga l'obbligo, non solo un'azione di concerto, ma altresì la presenza di acquisti, talvolta si ritiene invece sufficiente un concerto volto all'esercizio del voto connesso ai titoli e talaltra, infine, si attribuisce rilevanza al generico acquisto del controllo²²³.

Sarebbe quindi interessante verificare - ove non si trovasse altra strada percorribile per assoggettare la fattispecie oggetto di questo lavoro all'obbligo di OPA, e volendosi evitare un abuso di tale strumento proprio per questo fine - se operazioni che nel nostro ordinamento non risultano riconducibili all'obbligo di offerta pubblica per la mancanza di determinati requisiti richiesti dal nostro legislatore - quale quello, per esempio, dell'acquisto - sarebbero invece soggette

di pubblicazione su *Giur. Comm.*

²²³ Senza pretesa di esaustività si può infatti ricordare che l'ordinamento francese ritiene sufficiente, perché sorga l'obbligo di OPA, l'esistenza di un accordo volto alla cessione o all'esercizio dei diritti di voto, risultando irrilevanti dunque la forma di tale accordo e l'acquisto di partecipazioni; in Belgio l'obbligo di OPA dipende semplicemente da un controllo congiunto, per integrare il quale è richiesto sussista un accordo, il controllo di fatto sulla società e l'intenzione delle parti di accordarsi sulle decisioni gestorie; In Gran Bretagna si prevede infine che la soglia rilevante ai fini dell'OPA venga superata da persone *acting in concert*, ovvero che cooperano attivamente - questa volta mediante l'acquisto di partecipazioni - al fine di ottenere o consolidare il controllo della società. Sul punto si veda tra gli altri BASSO, *Commento all'art. 109*, in *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* a cura di Alpa - Capriglione, Padova, Cedam, 1014 e ss.; MOSCA, *Azione di concerto*, cit., in particolare 166 nota 342.

all'obbligo di OPA sulla base semplicemente di una diversa definizione di concerto rilevante, vigente in altro Stato comunitario.

La ragione per procedere ad una tale verifica è la probabilità che, in un prossimo futuro, si cerchi di fornire, a livello comunitario, una nozione comune di azione concertata. Se così fosse, dal momento che le definizioni in tale sede adottate non è raro derivino da quelle attualmente vigenti nei singoli Stati membri, l'eventualità che si opti per una nozione tale da includere eventualmente, anche la sollecitazione di deleghe tra le azioni idonee a configurare un obbligo di OPA potrebbe non doversi escludere *tout court*.

5.2 Il ruolo essenziale rivestito dalla disponibilità del diritto di voto nella disciplina OPA.

Tornando ora alle due alternative in principio proposte per tutelare, anche in ipotesi di controllo assunto tramite sollecitazione di deleghe, gli interessi sottesi alla disciplina OPA – nella quale si è visto mantenere tutt'ora, seppur implicitamente, un ruolo essenziale l'acquisto del controllo - è opportuno porre l'attenzione sul rilievo attribuito dalla medesima disciplina al diritto di voto connesso alla partecipazione azionaria.

Ove si volesse infatti attribuire un fondamento alla tesi che vede nella sollecitazione di deleghe di voto uno strumento idoneo ad acquisire il controllo e, pertanto, astrattamente riconducibile - direttamente ovvero ricorrendo alla analogia - all'obbligo di OPA, ritengo fondamentale individuare elementi che provino la rilevanza assunta dal diritto di voto connesso alla partecipazione azionaria, rispetto alla esclusiva titolarità di quest'ultima, nella vigente disciplina dell'offerta pubblica di acquisto, stante la centralità di tale diritto nella sollecitazione di deleghe la quale, come è noto, rappresenta lo strumento destinato a convogliare su proposte del promotore voti di titolarità altrui.

Perché la fattispecie in esame possa assumere un qualche ruolo ai fini del sorgere di un obbligo di OPA, ritengo pertanto essenziale valutare se e quale importanza, in tale disciplina, assume la possibilità di esercitare, nell'interesse proprio, il diritto di voto in determinate assemblee – fondamentalmente di nomina e revoca dell'organo gestorio – rispetto alla mera titolarità della partecipazione.

Rifacendomi strettamente al dato letterale delle norme, ritengo in primo luogo debba richiamarsi l'art. 105 T.U.F., il quale espressamente attribuisce rilevanza – per il raggiungimento della soglia del 30% - esclusivamente ai titoli idonei ad attribuire il diritto di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza.

In secondo luogo va ricordato che l'obbligo di ricomprendere nella soglia rilevante, ai sensi dell'art. 106 T.U.F., anche quelle partecipazioni detenute *indirettamente*, per il tramite di fiduciari o per interposta persona²²⁴ - rispetto alle quali la *ratio* della previsione pare attenere alla presunzione che il contenuto del voto del fiduciario o dell'interposto è pur sempre determinato dal fiduciante o dall'interponente - sembrerebbe ancora dimostrare il ruolo fondamentale assunto, nella disciplina in esame, dalla possibilità di orientare il diritto di voto connesso alla partecipazione, rispetto alla effettiva partecipazione al capitale della società.

Ulteriore indice in tal senso mi sembra doversi trarre dalla possibilità attribuita dal Testo Unico alla Consob²²⁵ di ampliare la categoria delle partecipazioni rilevanti a tutte quelle idonee, in concreto, ad influenzare la gestione, ovvero a *"titoli e altri strumenti finanziari con diritto di voto sugli argomenti indicati nell'articolo 105 [che siano posseduti] in misura tale da attribuire un potere complessivo di voto equivalente a quella di chi detenga la partecipazione indicata nel comma 1 [ovvero il 30%]"*. La soglia rilevante dovrà dunque considerarsi raggiunta ogni qualvolta i voti complessivamente a disposizione di un determinato soggetto siano pari a quelli di chi possiede il 30% delle partecipazioni.

Anche l'art. 110 T.U.F. parrebbe fornire una prova della rilevanza essenziale assunta dal diritto di voto nell'istituto in esame, posto che la prima sanzione conseguente al mancato adempimento dell'obbligo di offerta pubblica consiste proprio nella sterilizzazione di tale diritto.

Infine, le esenzioni dall'obbligo di OPA previste dall'art. 49, comma 1, Regolamento Emittenti paiono avallare ulteriormente la tesi qui sostenuta. In primo luogo la lett. a, che esclude il sorgere dell'obbligo allorquando un altro socio, o altri congiuntamente, dispongono della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria.

In secondo luogo la lett. e, avente ad oggetto gli acquisti aventi carattere temporaneo, che precisando che l'acquisto non comporta obbligo di offerta ove le soglie rilevanti siano superate *"rispettivamente di non più del 3 per cento e dell'1 per cento e l'acquirente si impegna a cedere a parti non correlate i titoli in eccedenza entro dodici mesi e a non esercitare i relativi diritti di voto"* prevede in sostanza che l'acquisto di una partecipazione pari al 30% + 1 anche soltanto per 12 ore, e l'esercizio in assemblea del relativo voto (ovvero la mancanza di un impegno a non votare) comporta il sorgere dell'obbligo di OPA.

Tale ultima fattispecie, se letta *a contrario*, sembra dunque confermare il ruolo essenziale e preminente attribuito alla titolarità del diritto di voto anche nelle ipotesi

²²⁴ Art. 105, comma 2, T.U.F.

²²⁵ Art. 106, comma 3bis, T.U.F.

ove l'interesse economico venga eventualmente annullato da operazioni contrarie, tali da riportare in breve tempo la partecipazione sotto soglia. Se infatti devono considerarsi requisiti per il sorgere dell'obbligo di OPA da una parte l'acquisto e detenzione di una partecipazione superiore al 30% (ovvero la *titolarità dell'interesse economico*), dall'altra l'idoneità di tale partecipazione ad attribuire il voto per la nomina e revoca di cda/cds, in questa ipotesi sembrerebbe che il legislatore abbia voluto espressamente porre l'accento sul secondo dei requisiti appena richiamati. Da questa sola considerazione non può certo desumersi la rilevanza autonoma del diritto di voto anche in tutte quelle ipotesi ove l'interesse economico manca *ab origine*, tuttavia pare almeno da considerarsi uno spunto per una siffatta conclusione.

Sulla base dei richiami appena effettuati sembrerebbe allora doversi quantomeno ritenere appurato che, anche nella disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria, l'esercizio del diritto di voto in assemblea assuma un ruolo centrale. Tuttavia, perché possa affermarsi il sorgere di un obbligo di offerta pubblica anche nella fattispecie oggetto di questo lavoro sembrerebbe necessario verificare se anche la sollecitazione di deleghe di voto possa in concreto garantire - tanto quanto, potremmo dire, la detenzione della partecipazione - una effettiva disponibilità di voti superiori al 30%.

La risposta sembrerebbe dover essere negativa, fondata sulla considerazione della diversa disponibilità del diritto di voto che, a prima vista, caratterizza le due fattispecie. Soltanto l'effettiva detenzione di partecipazioni parrebbe infatti riconducibile ad una stabile disponibilità. Con riferimento, tuttavia, al ruolo assunto dal requisito della stabilità nella normativa OPA mi permetto di rimandare più avanti nel testo per una più approfondita analisi, sottolineando fin d'ora che, se esigenze di certezza del diritto sicuramente rendono preferibile ritenere che in concreto l'obbligo di OPA possa scattare soltanto ove il potere assunto sia connotato da una certa stabilità, il dato letterale non conduce alla medesima soluzione, dovendosi pertanto ritenere quantomeno che, il semplice *rischio* che la disponibilità dei voti rilevanti assunta tramite sollecitazione non sia connotata da stabilità, non sia - da solo - sufficiente ad escludere tale strumento da quelli idonei a configurare astrattamente il sorgere dell'obbligo.

5.2.1 (*segue*) Il ruolo delle ipotesi di dissociazione tra titolarità della partecipazione ed esercizio del diritto di voto ai fini del sorgere di un obbligo di offerta pubblica di acquisto.

La rilevanza essenziale attribuita alla disponibilità del diritto di voto nella disciplina OPA conduce a porre l'attenzione sulla posizione assunta dalla dottrina

circa la riconducibilità all'obbligo in esame di note ipotesi di dissociazione tra titolarità della partecipazione azionaria e disponibilità del diritto di voto.

Richiamando quanto sostenuto nei precedenti capitoli ²²⁶ riguardo alla possibilità di configurare, in capo a colui che soltanto disponga del diritto di voto, il controllo di società, si vuole ora analizzare l'opinione della dottrina circa l'imputabilità, in capo al medesimo soggetto, di un eventuale obbligo di offerta pubblica.

Anzitutto con riferimento alle ipotesi di acquisto di usufrutto su titoli azionari la dottrina²²⁷ pare concorde nel ritenere configurabile un obbligo di OPA, salve le precisazioni di alcuni Autori circa *"la possibilità di eccezioni da valutare caso per caso (in relazione alla durata dell'usufrutto e alle altre condizioni alle quali è subordinato l'esercizio del relativo diritto)"*²²⁸, ovvero la necessità, in ogni caso, di una *"valutazione complessiva"*²²⁹ della fattispecie concreta.

Riguardo al pegno gli Autori sembrano invece assumere posizioni differenti. Vi è chi²³⁰, trattando congiuntamente entrambi i diritti reali (pegno e usufrutto), adotta una soluzione comune anche con riferimento all'obbligo in esame e chi²³¹,

²²⁶ Si veda il secondo capitolo di questo lavoro.

²²⁷ Cfr. BIANCHI, *Commento all'art. 105*, in Marchetti – Bianchi, *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, D. Lgs 24 febbraio 1998 n. 58, Commentario, Milano, Giuffrè, 1999, 321; ENRIQUES, *Mercato del controllo*, cit., 64 e s.; DESANA, *Commento all'art. 106*, cit., 2448, la quale precisa che non assumono, invece, rilevanza i fini della disciplina dell'OPA obbligatoria le azioni possedute a titolo di nuda proprietà se prive del diritto di voto; PICONE, *Le offerte pubbliche*, cit., 194 e s.; COSTI, *Il mercato mobiliare*, IV edizione, Torino, Giappichelli, 2006, 87, per il quale mentre poteva forse dubitarsi circa la rilevanza degli "acquisti" a titolo di pegno ed usufrutto allorché il Testo Unico faceva espresso riferimento alle azioni ordinarie, tali dubbi sono venuti meno con l'esplicita rilevanza oggi attribuita al diritto di voto, così da dover ritenere che *"al fine di stabilire se la soglia sia stata superata, sia decisiva proprio la titolarità del diritto di voto e, quindi, che si dovrà tenere conto della nuda proprietà o del diritto reale limitato a seconda della attribuzione del diritto di voto"*; pur con riferimento alla disciplina prevista dalla l. 149/02 MONTALENTI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 31, il quale precisa che l'usufruttuario sarebbe tenuto *"ove consegua il controllo, a lanciare un'offerta pubblica a titolo di usufrutto"* e, del medesimo avviso, BENAZZO, *I presupposti*, cit., 140; CANNELLA, *Commento all'art. 106*, cit., 331, pur in principio dubitando che l'attuale disciplina permetta di imporre anche all'usufruttuario l'obbligo di OPA, in quanto *"la disponibilità dei diritti di voto non viene più considerata, almeno esplicitamente, un presupposto oggettivo dell'obbligo di OPA"*, l'Autore ammette quindi tale necessità, ritenendo che *"pur con qualche difficoltà"* anche l'ipotesi in esame può ricondursi ad un acquisto a titolo oneroso ove vi sia formazione di un prezzo;

²²⁸ BIANCHI, *Commento all'art. 105*, cit., 321. L'Autore infatti precisa che sul piano sostanziale la posizione dell'usufruttuario che goda del diritto di voto sarebbe la medesima del socio. Inoltre per Bianchi, la concessione di tale diritto reale potrebbe *"sia pure a costo di qualche forzatura"* ricondursi alla dizione di acquisto a titolo oneroso con corresponsione di un prezzo prevista dalla norma. Conclude infine affermando che la soluzione opposta, ovvero l'esclusione di tale fattispecie da quelle rilevanti ex art. 106 T.U.F., *"potrebbe condurre a facili elusioni degli obblighi di OPA"*.

²²⁹ ENRIQUES, *Mercato del controllo*, cit., 64 e s.

²³⁰ Sostengono che l'obbligo di OPA gravi anche sul creditore pignoratizio al quale spetti il diritto di voto, COSTI, *Il mercato*, cit., 87; ENRIQUES, *Mercato del controllo*, cit., 64 e s.; SCIMEMI, *La vendita del voto*, cit., 193 e ss. e in particolare nota 571.

²³¹ BIANCHI, *Commento all'art. 105*, cit., 321; CANNELLA, *Commento all'art. 106*, cit., 331; Anche se con riferimento alla disciplina dell'offerta pubblica nel vigore della l. 149/92 MONTALENTI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 31, il quale pur riconducendo il pegno tra le ipotesi la cui

invece, distingue le due ipotesi ritenendo soggetto all'obbligo di OPA esclusivamente l'usufruttuario.

Tra coloro che non riconoscono la rilevanza, ai fini di cui si discorre, delle azioni detenute in pegno taluno²³³ giustifica la propria posizione affermando che il creditore pignoratizio non avrebbe né effettuato un acquisto, né corrisposto un prezzo, risultando così difficile ricondurre tale ipotesi ad un negozio a titolo oneroso. Sottolinea tuttavia un Autore²³³ come, a ben vedere, anche l'usufruttuario *“giuridicamente acquista un diritto reale sulla partecipazione”* ma aggiungendo che *“il testo dell'art. 106 T.U.F. non richiede per il sorgere dell'obbligo di lanciare un OPA totalitaria, il pagamento di alcun prezzo”*.

Assume la medesima posizione quanto alla rilevanza dell'acquisto a titolo oneroso anche un altro Autore²³⁴, il quale sottolinea altresì la necessità di tenere conto delle concrete circostanze e degli accordi tra creditore e socio, in particolare circa l'esercizio del voto, precisando – e credo che tale affermazione assuma una notevole rilevanza con riferimento all'opinione che si mira a sostenere in questo lavoro - che *“al verbo detenere deve darsi un significato in linea con la ratio dell' OPA obbligatoria, ossia, [...] con l'obiettivo di assicurare un diritto all'exit agli azionisti di minoranza in presenza di un mutamento significativo degli assetti di controllo”*, aggiungendo infine che tale termine deve quindi essere interpretato *“in termini elastici, per ricomprendere tutte quelle ipotesi in cui, sussistendo pur sempre una qualche relazione di tipo reale tra il soggetto e la partecipazione, quest'ultima in ragione dei poteri che su di essa ha il soggetto, concorra a*

rilevanza ai fini dell' OPA obbligatoria non ha soluzione certa, afferma poi che, data la *“strumentalità dell'attribuzione del diritto di voto alla conservazione della garanzia”* ciò porta a ritenere che l'obbligo non sorga, *“a meno che non si dimostri il carattere elusivo dell'operazione”*; Esclude il possesso delle azioni a titolo di pegno dall'ambito di applicazione degli obblighi di OPA anche POLI, *Il pegno*, cit., 478 nota 360 il quale, già scettico sulla rilevanza delle azioni possedute in pegno con riferimento alla l. 149/02, afferma che, nel vigore della nuova disciplina prevista dal Testo Unico, si sarebbe confermata tale esclusione passando dalla rilevanza attribuita alla *“disponibilità dei diritti di voto esercitabili in assemblea”* a quella della *“detenzione di partecipazioni azionarie”*, dalle quali per l'Autore *“risulta estraneo il possesso a titolo di pegno”* e ciò in considerazione *“delle peculiarità strutturali [...] e la conseguente temporaneità ed instabilità della ‘partecipazione’ del creditore”*. Ritengo tuttavia utile ricordare la conclusione che l'Autore trae da tale considerazione, ovvero non tanto la certa irrilevanza del pegno ai fini della disciplina dell' OPA obbligatoria, quanto piuttosto *“un'inversione dell'onere interpretativo”*. Per POLI, cioè, *“spetta agli interpreti che vogliono riferire l'obbligo di offerta al creditore pignoratizio l'onere di argomentare l'estensione dei precetti degli artt. 105 ss. ad una situazione, il possesso delle azioni iure pignoris, che integra solo in senso atecnico una partecipazione al capitale della società”*. Una soluzione che, a mio modesto parere, potrebbe risultare utile applicare non solo al pegno di azioni, ma a tutte le ipotesi apparentemente irrilevanti ai fini dell' OPA, che in concreto potrebbero celare, tuttavia, una possibile elusione di tale normativa.

²³³ BIANCHI, *Commento all'art. 105*, cit., 321, per il quale il creditore *“giuridicamente non ha effettuato alcun acquisto delle partecipazioni gravate da pegno, ma ha semmai acquistato un diritto reale su tali azioni né ha corrisposto un prezzo, nell'accezione economico – giuridica del termine, per conseguire la titolarità del diritto reale”*

²³⁴ SCIMEMI, *La vendita del voto*, cit., 194 nota 571. Con riguardo al requisito dell'acquisto a titolo oneroso si rimanda al seguito di questo stesso capitolo.

²³⁵ ENRIQUES, *Mercato del controllo*, cit., 63 e s.

determinare la posizione di tendenziale (in quanto presunto) controllo stabile in capo al soggetto”.

Anche il contratto di riporto può rilevare quale tipica ipotesi di dissociazione tra titolarità dell'azione e voto ad essa inerente, cosicché sembra utile appurare se i titoli acquistati dal riportatore, al quale spetti il diritto di voto, debbano, o meno, essere computati al fine del raggiungimento della soglia rilevante ex art. 106 T.U.F.

Benchè in concreto si realizzi un effettivo trasferimento della proprietà delle azioni date a riporto, destinato dunque, sembrerebbe, a ricadere nella previsione della norma in esame, la dottrina²⁵⁵ non è unanime nell'ammettere una tale conclusione posto che autorevoli Autori escludono la rilevanza delle azioni ottenute in virtù di un tale contratto.

Sostanzialmente quest'ultima posizione muove dalla finalità del contratto di riporto. Si è infatti sostenuto²⁵⁶ che non debba sorgere in tale ipotesi alcun obbligo di offerta a meno che non si dimostri l'intenzione fraudolenta delle parti, proprio facendosi leva sulle ragioni che generalmente inducono a stipulare un simile contratto, tra le quali non sembrerebbe doversi annoverare quella di acquisire il controllo della società, e attribuendo una rilevanza decisiva alla strumentalità del trasferimento di proprietà²⁵⁷.

È stato osservato²⁵⁸ tuttavia come, in primo luogo “non è affatto detto che il riporto abbia necessariamente funzione finanziaria” e, in secondo luogo, l'art. 106 T.U.F. non prevede alcuna eccezione connessa alla strumentalità dell'acquisto ad operazioni

²⁵⁵ Sono concordi nell'affermare che l'acquisto del riportatore al quale spetti il diritto di voto rientri nella fattispecie dell'art. 106 T.U.F. CANNELLA, *Commento all'art. 106*, cit., 381; DESANA, *Commento all'art. 106*, cit., 2453; SCIMEMI, *La vendita del voto*, cit., 216, il quale afferma che “la stipulazione di un contratto di riporto con attribuzione del voto al riportatore non può essere utilizzata per ottenere il controllo di una società quotata senza far scattare la sanzione dell'OPA”; attribuisce rilevanza alle azioni acquistate oggetto di un contratto di riporto anche BENAZZO, *I presupposti dell'OPA*, cit., 141, il quale ritiene che in tal caso ricorrerebbe un'operazione di acquisizione del controllo, a titolo oneroso, e “addirittura con il trasferimento della proprietà”; pertanto, pur riconoscendo che, accanto all'effetto reale, il riporto contiene “ab origine anche un effetto obbligatorio successivo” e dunque “l'operazione nasce come temporaneamente limitata” la conseguenza non sarebbe, per l'Autore, il venir meno dell'obbligo, quanto piuttosto l'oggetto di quest'ultimo: l'OPA da lanciare non dovrebbe essere volta “all'acquisizione in proprietà a titolo definitivo ma a titolo di riporto”; ENRIQUES, *Mercato del controllo*, cit., 65 nota 44 per il quale, tuttavia, è sempre necessario procedere ad una valutazione “caso per caso” ed accertare che l'operazione non ricada tra quelle aventi carattere temporaneo per le quali la legge stessa prevede esenzioni dall'obbligo di OPA.

²⁵⁶ MONTALENTI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 34, il quale tuttavia si riferisce alla disciplina previgente.

²⁵⁷ BIANCHI, *Commento all'art. 105*, cit., 322 per il quale tale contratto sarebbe infatti “strumentale ad un'operazione di natura finanziaria”; a parere dell'Autore, benchè possano eventualmente sorgere dubbi dal momento che il riportatore in effetti acquista “anche in senso giuridico, sia pure a termine, la proprietà delle azioni”, si deve concludere per la non rilevanza delle azioni acquistate ai fini degli obblighi di OPA.

²⁵⁸ ENRIQUES, *Mercato del controllo*, cit., 65. Nel medesimo senso SCIMEMI, *La vendita*, cit., nota 623.

finanziarie in quanto “*ciò che conta non è la natura dell’operazione, bensì le sue finalità e i suoi effetti*”.

Si è infine precisato²³⁹ che, a ben vedere, potrebbe risultare più problematica l’ipotesi nella quale il voto spetti al riportato. In tal caso, infatti, vi sarebbe un concreto rischio di elusione della normativa OPA ove, dopo aver dato a riporto azioni ad altro soggetto mantenendo il diritto di voto ad esse connesso, il riportato procedesse ad ulteriori acquisti a titolo oneroso, pur mantenendosi al di sotto della soglia rilevante del 30 %. In tal modo, infatti, sommando i voti delle azioni acquistate con quelli delle azioni date a riporto si otterrebbe “*il pieno controllo della società*” senza, tuttavia, che alcun obbligo sorga²⁴⁰.

Si noti che il contratto di riporto potrebbe, a ben vedere, doversi escludere dalle fattispecie rilevanti per il sorgere di un obbligo di OPA ove riconducibile ad un’operazione di carattere temporaneo, ai sensi del combinato disposto dell’art. 106, comma 5, T.U.F. e art. 49 Regolamento Emittenti. Perchè operi tale esenzione, tuttavia, la fattispecie concreta dovrà necessariamente soddisfare i requisiti espressamente richiesti dal sopra menzionato art. 49, tra i quali trovo assunta particolare rilevanza con riferimento all’analisi che si conduce, il divieto di esercizio dei voti connessi alle partecipazioni temporaneamente detenute²⁴¹.

Quanto ad ulteriori fattispecie di dissociazione - questa volta tra intestazione formale dell’azione ed interesse economico ad essa sotteso – ritengo utile brevemente considerare il prestito titoli ed i contratti derivati, per vagliarne la rilevanza ai fini dell’obbligo di cui ci si occupa.

A riguardo sembra anzitutto opportuno richiamare le recenti modifiche del Regolamento Emittenti²⁴², in particolare la nuova dizione dell’articolo 44 *ter*²⁴³ il quale

²³⁹ SCIMEMI, *La vendita del voto*, cit., 217 e s. il quale poi aggiunge che la soluzione all’inconveniente proposto possa trovarsi nella stessa disciplina dell’ OPA obbligatoria, attribuendo alla dizione dell’art. 105, comma 2, T.U.F. di “*interposta persona*” un significato “*atecnico ed estensivo*”.

²⁴⁰ Con riferimento al rapporto tra le ipotesi considerate e la disciplina dell’ OPA obbligatoria mi permetto infine di richiamare quanto affermato da MONTALENTI, *Le offerte*, cit., 34 - pur con riferimento alla disciplina previgente – che potrebbe valere quale soluzione “*generale*” a riguardo: “*ove la partecipazione astrattamente idonea all’esercizio del controllo sia acquisita non già per esercitare le facoltà di cui esso si compone, bensì per fini diversi, di garanzia (pegno), di speculazione differenziale (riporto) [...] in tal caso non sorge obbligo di offerta*”. Precisa quindi l’Autore che la legge “*pare consentire un’interpretazione restrittiva in tutte le ipotesi in cui l’acquisto di partecipazioni azionarie astrattamente idonee ad esercitare il controllo sia effettuato senza alcuna obiettiva intenzione di esercitare in concreto il controllo stesso, ma per uno scopo immediato e diretto di altra natura*”, aggiungendo tuttavia che, al contrario, “*nessuna rilevanza può invece essere attribuita allo scopo mediato e indiretto, o se si vuole alla ragione concreta, cioè al motivo, in senso tecnico, che all’acquisto del controllo conduce*”.

²⁴¹ Un analogo discorso potrebbe farsi anche con riferimento al prestito titoli e ad altre operazioni generalmente caratterizzate da *temporaneità*, di cui infra.

²⁴² Mi riferisco alle modifiche introdotte con delibera Consob n. 17731 del 5 aprile 2011 in forza della delega contenuta nell’art. 105, comma 3bis del T.U.F., la quale attribuisce alla Consob il potere di stabilire con Regolamento i casi e le modalità con cui gli strumenti finanziari derivati sono computati nella partecipazione detenuta ai fini delle offerte pubbliche di

prevede oggi espressamente che debbano essere computate, ai fini del raggiungimento della soglia rilevante per il sorgere di un obbligo di offerta pubblica di acquisto, le azioni sottostanti tutti gli strumenti finanziari derivati, o contratti che conferiscano al titolare una posizione lunga, ancorché essi siano detenuti indirettamente per mezzo di fiduciari o per interposta persona²⁴⁴.

In forza dell'attuale dizione della norma parrebbe acquisita la rilevanza degli strumenti finanziari c.d. derivati, che, prima delle citate recenti modifiche, avevano dato origine a diversi tentativi di elusione della normativa in esame. Ai fini del raggiungimento della soglia rilevante per l'OPA obbligatoria, dunque, devono oggi considerarsi tutti i derivati che attribuiscano una posizione lunga all'offerente aventi

acquisto obbligatorie. Per un'analisi mi permetto di rimandare a SANDRELLI, *La nuova disciplina degli "strumenti finanziari derivati" nelle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2012, 129 e ss.; RAINELLI, *OPA obbligatoria: rassegna degli orientamenti Consob*, in *Giur. Comm.*, I, 2011, 621 e ss.; FAUCEGLIA, *Commento all'art. 106*, in *Il testo unico della finanza*, Commentario a cura di Fratini – Gasparri, Torino, Utet, 2012, 1401 e s.

²⁴³ Art 44 *ter* - Strumenti finanziari derivati

1. Ai fini del calcolo delle soglie previste dall'articolo 106, commi 1 e 3, lettera b), del Testo unico, sono computati gli strumenti finanziari derivati, detenuti anche indirettamente, per il tramite di fiduciari o per interposta persona, che conferiscano una posizione lunga sui titoli indicati nell'articolo 105, comma 2, del Testo unico, nella misura del numero totale di titoli sottostanti. Nel caso in cui il numero di titoli sottostanti sia variabile, si fa riferimento al quantitativo massimo previsto dallo strumento finanziario.

2. Ai fini del calcolo delle soglie indicate nel comma 1 non si computano gli strumenti finanziari derivati che conferiscono una posizione lunga ove:

a) tali strumenti siano negoziati sui mercati regolamentati;

b) tali strumenti abbiano come sottostante titoli di futura emissione;

c) il superamento della soglia sia dovuto al computo di strumenti finanziari derivati oggetto di pattuizioni contenute in un accordo parasociale e finalizzate alla risoluzione di eventuali situazioni di stallo decisionale ovvero previste per i casi di inadempimento di clausole del patto;

d) il superamento della soglia sia determinato da strumenti finanziari derivati detenuti, a fini di copertura delle posizioni di un cliente, da un soggetto abilitato come definito dall'articolo 1, comma 1, lettera r), del Testo unico, da un'impresa di investimento comunitaria operante in libera prestazione di servizi ovvero da un'entità equivalente autorizzata da un'Autorità di vigilanza di uno Stato extracomunitario con cui la Consob abbia accordi di cooperazione.

3. Nel caso in cui per l'acquisto dei titoli sottostanti sia stata richiesta un'autorizzazione ai sensi di legge, la posizione lunga acquisita assume rilievo ai fini del superamento delle soglie indicate nel comma 1 quando l'autorizzazione è concessa.

4. Ai fini del calcolo delle soglie indicate nel comma 1, la compensazione delle posizioni lunghe con le posizioni corte aventi ad oggetto il medesimo titolo opera limitatamente a quelle derivanti da strumenti finanziari della stessa tipologia ed aventi la medesima controparte e condizioni equivalenti.

5. I riferimenti all'acquisto di titoli presenti nella Parte IV, Titolo II, Capo II, Sezione II, del Testo unico e nel presente Capo si intendono estesi, ove compatibili, agli acquisti di strumenti finanziari che conferiscono posizioni lunghe sui titoli.

6. Ai fini della determinazione del prezzo di cui all'articolo 106, comma 2, del Testo unico, si considera la somma del prezzo di riferimento contrattualmente attribuito ai titoli sottostanti lo strumento finanziario e degli importi corrisposti o ricevuti per l'acquisto della posizione lunga

²⁴⁴ Il Regolamento Emittenti definisce, rispettivamente all'art. 35 lettere g), h) e i), cosa debba intendersi per posizione lunga - "una posizione finanziaria in cui il contraente ha un interesse economico positivamente correlato all'andamento del sottostante" - posizione corta - "una posizione finanziaria in cui il contraente ha un interesse economico negativamente correlato all'andamento del sottostante" - e strumenti finanziari derivati - "gli strumenti elencati dall'articolo 1, comma 3, del Testo unico, nonché ogni altro strumento finanziario o contratto in grado di determinare l'assunzione di una posizione finanziaria lunga o corta sui titoli sottostanti".

come sottostanti titoli riconducibili alla dizione dell'art. 105, comma 2, T.U.F.²⁴⁵, purchè negoziati al di fuori dei mercati finanziari.

Come precisato in dottrina²⁴⁶, l'intervento è stato tale da considerare "sostanzialmente equivalente l'assunzione di un interesse economico, in particolare connesso all'apprezzamento dei titoli dell'emittente, all'acquisizione diretta di azioni" e ciò in quanto, per tale dottrina, i derivati considerati ai fini del raggiungimento delle soglie dell'OPA obbligatoria non sono soltanto quelli regolati in titoli, ma anche eseguibili con pagamento in denaro. A ben vedere, dunque, se così fosse, verrebbero in considerazione anche strumenti finanziari che potrebbero non comportare l'acquisto di titoli dell'emittente ed un obbligo di offerta sorgerebbe addirittura "a fronte di investimenti interessati solo all'apprezzamento del valore dei titoli e non anche all'esercizio del diritto di voto"²⁴⁷, attribuendosi in tal modo rilevanza all'interesse economico sotteso alla partecipazione piuttosto che al voto ad essa relativo²⁴⁸.

Concludendo questa breve analisi mi sembra opportuno richiamare brevemente alcune pronunce della Consob, a mio parere utili a comprendere le ragioni delle modifiche normative appena richiamate, il ruolo dei derivati – e del contratto di prestito titoli - ai fini di eventuali tentativi di elusione della normativa OPA, nonchè le questioni che la commissione si era trovata ad affrontare nel vigore della precedente dizione delle norme sopra citate.

La prima, avente ad oggetto una fattispecie di prestito titoli, potrebbe forse considerarsi ancora attuale in quanto non interessata dalle recenti modifiche

²⁴⁵ Tale norma, come più volte ricordato, fornisce una generale definizione di partecipazione rilevante ai fini dell'obbligo di OPA, stabilendo che si computino solo i titoli che attribuiscono il diritto di voto sulla nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza, così confermando ancora una volta, ritengo, la connessione tra il potere di nominare detti organi ed il controllo sulla società.

²⁴⁶ GUACCERO – CIOCCA, *Commento all'art. 105*, in *Il testo unico della finanza, Commentario* a cura di Fratini – Gasparri, Torino, Utet, 2012, 1388 e s.

²⁴⁷ E' necessario, tuttavia, precisare, che il disposto dell'art. 44 *ter* esclude la rilevanza degli strumenti finanziari derivati ove negoziati sui mercati regolamentati. Quanto alle ragioni di tale esclusione si è osservato che "la natura standardizzata dei medesimi, la trasparenza delle negoziazioni, l'anonimato della contrattazione, la presenza di sistemi di garanzia e di operatori di liquidità riducono le ipotesi di utilizzo dei derivati con finalità elusive della disciplina OPA". In tal senso ancora GUACCERO – CIOCCA, *Commento all'art. 105*, cit., 1389, nonché BORSA ITALIANA, *osservazioni di Borsa Italiana al documento di consultazione recante il recepimento della direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e revisione della regolamentazione in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, 2.

²⁴⁸ Indipendentemente dalla effettiva rilevanza, ai fini del raggiungimento delle soglie, dei derivati che prevedono un regolamento esclusivamente in contanti, parrebbe che la Consob, nell'imporre un obbligo di OPA anche a fronte dell'acquisto del solo derivato (ovvero quando ancora l'acquirente non possiede il titolo che dà diritto al voto) abbia effettivamente attribuito maggior rilievo all'interesse economico sotteso allo strumento piuttosto che all'effettiva possibilità di esercitare il diritto di voto ad esso connesso. Tale scelta, benchè indubbiamente in controtendenza, non sembra tuttavia in necessaria contraddizione con la tesi della rilevanza, ai fini OPA, dell'esercizio del voto connesso alle partecipazioni, potendosi invece leggere quale dimostrazione del rilievo autonomo e disgiunto che *interesse economico* e *diritto di voto* possono eventualmente assumere.

normative in tema di derivati. Con decisione 11.10.2007²⁴⁹, la Consob espressamente prevedeva la non soggezione alla disciplina dell'OPA obbligatoria di un'operazione di prestito titoli azionari, anche qualora, a seguito della restituzione degli stessi, un soggetto venisse a detenere quantitativi di azioni superiore alla soglia del 30 per cento. Si trattava, tuttavia, mi sembra opportuno precisare, di una fattispecie caratterizzata dal superamento di detto limite da parte del prestatore e non del prestatario²⁵⁰.

La soluzione raggiunta a riguardo dalla Commissione è stata commentata in senso critico in dottrina²⁵¹. Suscita dubbi, in particolare, la conclusione circa la non riconducibilità ad *acquisti a titolo oneroso* della restituzione dei titoli dal *borrower* al *lender*, anzitutto in quanto per *acquisti a titolo oneroso* autorevole dottrina²⁵², adottando un'interpretazione estensiva, considera "ogni operazione idonea a trasferire il diritto di voto, prescindendo anche dal trasferimento della proprietà in senso tecnico dei titoli azionari, come nel caso di usufrutto o pegno"²⁵³.

²⁴⁹ Reperibile in *Giur comm.* 2008, II, 1004 e ss.

²⁵⁰ La fattispecie sottoposta all'attenzione della Consob, nel caso di specie, riguardava un'offerta pubblica di sottoscrizione, ove gli azionisti di maggioranza della società emittente intendevano concedere ad un soggetto un'opzione per un prestito titoli esercitabile in caso di c.d. *over allotment* (si tratta della "vendita da parte dei partecipanti ad un consorzio di garanzia e collocamento di un certo quantitativo di titoli allo scoperto nei giorni immediatamente successivi al collocamento stesso, ad un prezzo molto vicino a quello di offerta, al fine di stabilizzare il corso dei titoli"; l'operazione può essere coperta, come nel caso in esame, da un prestito titoli da parte dei soci di controllo; in tal senso CINCOTTI, *OPA*, cit., 1007 nota 1). Qualora il prestito si fosse concretamente realizzato ciascuno dei soci di maggioranza si sarebbe trovato a scendere al di sotto della soglia del 30%, per superarla nuovamente al momento della restituzione dei titoli. Si domandava dunque alla Consob se tale successivo superamento avrebbe o meno comportato l'obbligo di lanciare una offerta pubblica di acquisto ai sensi dell'art. 106 T.U.F. Tra le argomentazioni sostenute dalla Consob per sostenere la non rilevanza di tale operazione ai fini del l'obbligo di OPA, in primo luogo si legge che "anche ove il prestito titoli in oggetto avesse carattere oneroso [...] ciò non rilevarebbe comunque ai fini dell'OPA in quanto nel caso di specie sarebbe il prestatario collocatore a pagare eventualmente il corrispettivo e, quindi, non il soggetto che supera il 30%", l'inapplicabilità della disciplina, prosegue la commissione, discende dal fatto che la temporanea diminuzione al di sotto della soglia ed il successivo superamento della stessa sono qualificabili "come momenti distinti di una figura negoziale unitaria". La Consob, a sostegno di tale ultima affermazione, richiama quindi un precedente orientamento espresso nella Comunicazione n. 99061705 del 13 agosto 1999. Conclude infine specificando che diverso sarebbe il caso in cui "si verificassero acquisti aliunde – cioè estranei e non identificabili con il riacquisto (ritrasferimento) delle azioni oggetto di prestito – o in presenza di casi patologici o che dissimulano ulteriori finalità e accordi tra le parti".

²⁵¹ CINCOTTI, *OPA*, cit., 1009 e s.

²⁵² Cfr. COSTI, *Il mercato*, cit., 87. Il quale in particolare evidenzia la funzionalizzazione dell'acquisto al trasferimento della titolarità del diritto di voto. Da tale affermazione potrebbe allora dedursi un'importante considerazione valida per tutte le ipotesi nelle quali si verifica una dissociazione tra voto e proprietà dell'azione. Tali fattispecie, infatti, se effettivamente risultano tali da attribuire la titolarità del voto a soggetto diverso dal proprietario dell'azione, potrebbero allora ritenersi rilevanti ai fini dell'OPA, qualora accompagnate dal requisito dell'onerosità del trasferimento. CANNELLA, *Commento all'art. 106*, cit., 331 ss.

Con riferimento alla nozione di *acquisto* rilevante ai fini della disciplina OPA si veda *infra* in questo stesso capitolo.

²⁵³ Sono parole di CINCOTTI, *OPA*, cit., 1011. Mi permetto di sottolineare la rilevanza che tale affermazione potrebbe assumere anche con riferimento alla fattispecie oggetto di questo lavoro, riguardo alla quale ci si propone esattamente di dimostrare la rilevanza, ai fini del sorgere di un obbligo di acquisto, non tanto dell'acquisto della partecipazione, quanto della

Come affermato dalla dottrina prevalente, inoltre, il requisito dell'onerosità sarebbe finalizzato ad escludere l'applicabilità della normativa OPA ogni qualvolta non sia possibile individuare un prezzo di riferimento²⁵⁴. Applicando dunque tali conclusioni al caso sottoposto all'attenzione della Consob, si giunge alla conclusione che *“il prestito titoli determina quindi un acquisto, in quanto idoneo a trasferire la titolarità del diritto di voto relativo alle azioni, a titolo oneroso, in quanto è possibile individuare un prezzo di riferimento per i titoli trasferiti, da parte di ciascun soggetto che riceve i titoli azionari [...] sì che ciascun trasferimento azionario, ove determini il superamento della soglia del 30% prevista dall'art. 106 T.U.F. integra appieno la fattispecie descritta dal legislatore quale presupposto all'obbligo di OPA totalitaria”*²⁵⁵.

Mi permetto di evidenziare l'opinione appena richiamata, aggiungendovi un'ulteriore considerazione.

Qualora si escludesse per definizione la rilevanza – ai fini del raggiungimento della soglia OPA - delle azioni ricevute in prestito dal prestatario – rispetto alle quali, ricordo ancora, quest'ultimo è titolare del voto – si offrirebbe probabilmente un agile strumento per aggirare la disciplina dell'offerta pubblica obbligatoria. Sarebbe sufficiente, infatti, mantenere la propria partecipazione in società al di sotto della soglia rilevante (es. 29 %) e poi stipulare un contratto di prestito titoli in misura sufficiente a garantirsi la maggioranza in assemblea.

E' stato infine precisato²⁵⁶, con riferimento alla medesima vicenda, che la affermata *unitarietà dell'operazione* - idonea per la Consob a giustificare la non applicabilità della disciplina OPA, come sopra ricordato – nel caso di specie potrebbe sostenersi solo da un punto di vista logico-giuridico, ma non temporale, posto che il prestito titoli in ogni caso comporta, di fatto, un trasferimento dei diritti di voto dal *lender* al *borrower* per la durata stabilita. Si richiama quindi, a sostegno di tale affermazione, un'ulteriore comunicazione Consob, la quale ammette espressamente, in un'operazione di prestito titoli, che le azioni in oggetto non possano computarsi – durante il periodo del prestito – nel novero di quelle detenute dal *lender* (nel caso di specie ai fini della individuazione della partecipazione complessivamente detenuta dagli aderenti ad un patto parasociale), proprio perché il soggetto risulta privo del diritto di voto ad esse connesso, dovendosi dunque dedurre che la restituzione delle azioni dal *borrower* al *lender* dovrebbe, invece, *“essere intesa come acquisto a tutti gli effetti, in quanto comportante il riacquisto del diritto di voto”*²⁵⁷.

disponibilità del diritto di voto ad essa connesso.

²⁵⁴ WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 472 ss.

²⁵⁵ Ancora CINCOTTI, *OPA*, cit., 1011.

²⁵⁶ Ancora CINCOTTI, *OPA*, cit., 1014

²⁵⁷ CINCOTTI, *OPA*, cit., 1014 il quale aggiunge un'ulteriore considerazione a conclusione del suo scritto, che ritengo rilevante ai fini del presente lavoro. L'Autore sostiene che il meccanismo previsto dall'art. 106 T.U.F. sia evidentemente troppo rigido e, *“prescindendo dalla*

Mi sembra allora di poter dedurre dalle considerazioni appena esposte che, così come nella fattispecie oggetto di questo lavoro, anche nell'ipotesi di prestito titoli uno strumento ideato dal legislatore per ben altri fini può rischiare di trasformarsi in un facile mezzo per aggirare la disciplina OPA grazie ad un'interpretazione eccessivamente ristretta dei requisiti richiesti per la sua applicazione.

Prima di concludere questo breve *excursus* avente ad oggetto contratti derivati e di prestito titoli, mi pare opportuno richiamare un'ulteriore comunicazione Consob²⁸⁸ relativa, questa volta, al ruolo di opzioni *call* per il raggiungimento delle soglie rilevanti ai fini di un' OPA obbligatoria – sebbene si tratti di fattispecie antecedente l'introduzione dell'art. 44^{ter} Regolamento Emittenti.

La Consob precisava in tale ipotesi che *“la semplice stipula di tali contratti non costituisce presupposto per l'applicabilità dell'art. 106, comma 1”*. Proseguiva quindi motivando tale affermazione, in primo luogo con riferimento alla lettera della norma, che richiedeva allora espressamente *“acquisti a titolo oneroso”*, dovendosi così ritenere rilevanti le partecipazioni oggetto di *call* solo dopo l'eventuale esercizio della stessa. In forza dell'opzione, infatti, sorge in capo ad una delle parti un impegno irrevocabile a contrarre, ma perché vi sia un'effettiva conclusione – con conseguente acquisto – è necessario che l'altra parte *discrezionalmente* decida di esercitare il proprio diritto.

Aggiungeva quindi la Consob un'ulteriore motivazione a sostegno della propria posizione, degna di nota ai fini di questo lavoro. I titoli oggetto di opzione non assumevano in tale fattispecie rilevanza per il raggiungimento della soglia rilevante anche perché tale contratto *“non attribuisce alcun diritto o facoltà agli investitori sulle azioni oggetto delle opzioni le quali rimangono nella piena ed esclusiva disponibilità dell'attuale proprietario. In particolare quest'ultimo [...] eserciterà liberamente il diritto di voto su tali azioni per tutto il periodo di validità delle opzioni”*.

Appare chiaro, pertanto, come la Consob in tale ultima motivazione attribuisca un'estrema importanza - a prescindere dall'acquisto o meno della partecipazione - all'esercizio del voto ad essa connesso, giustificando l'irrelevanza del

nozione sostanziale del trasferimento del controllo a favore della soglia fissa del 30%, lascia scoperta la Consob dinanzi ad alcune ipotesi di evidente eterogenesi dei fini della norma”. Mi permetto di aggiungere che, anche il novellato comma 6 dell'art. 106 T.U.F. attribuisce oggi alla Consob il potere di disporre con parere motivato *l'esenzione* dall'obbligo di offerta totalitaria in ipotesi riconducibili a quelle di cui al quinto comma ma non espressamente previste nel regolamento, tuttavia non concede anche la facoltà opposta, ovvero la possibilità di imporre il medesimo obbligo qualora la fattispecie non appaia riconducibile formalmente all'obbligo, pur essendo chiaramente volta ad ottenere il controllo della società.

²⁸⁸ Comunicazione 20 luglio 1999 n. 99024712 reperibile sul sito www.consob.it/main/regolamentazione/normative/off_pubblica_orientamento.htm

titolo, ai fini del computo ex art. 106 T.U.F., proprio in quanto non in grado di attribuire il diritto di voto.

Si deve tuttavia richiamare un'ulteriore e conclusiva precisazione, secondo la quale "nonostante la stipula dei contratti di opzione in esame sia un indice dell'intenzione degli Investitori di acquistare un'ulteriore partecipazione [...] l'art. 106, comma 1, del Testo Unico, a differenza della previgente disciplina dell'OPA obbligatoria contenuta nell'art. 10 della legge n. 149/92, attribuisce rilevanza esclusivamente al superamento della soglia del 30% attraverso 'acquisti a titolo oneroso' e non all'intenzione di acquisire il controllo ovvero all'esistenza di situazioni di controllo di fatto al di sotto di tale soglia".

Data la recente modifica del Regolamento Emittenti, tuttavia, sembrerebbe doversi ritenere che la Consob abbia oggi parzialmente modificato la propria posizione riguardo alle opzioni *put*, dal momento che queste ultime devono ricondursi, ai fini dell'obbligo in esame, nella categoria degli *strumenti finanziari derivati*. Mi domando allora se non si debba ritenere che le ultime affermazioni sopra richiamate - e le ragioni allora addotte dalla Commissione proprio per privare di rilevanza tali titoli - siano da considerare oggi non più attuali e con loro, forse, anche la rilevanza centrale generalmente attribuita all'elemento dell'*acquisto*, così da potersi eventualmente ricondurre a tale nozione ogni "acquisto" della disponibilità del diritto di voto.

5.3 Le *rationes* dell'obbligo di OPA: equa distribuzione del premio di controllo tra tutti i soci ovvero tutela del diritto di *exit* delle minoranze al verificarsi di un cambio del controllo?

Per giustificare un'applicazione diretta alla fattispecie in esame dell'art. 106 T.U.F. mediante interpretazione estensiva dei requisiti richiesti o, ancor più, qualora si dovesse riconoscere l'impossibilità - almeno in un'ottica *de iure condito* - di ricondurre la fattispecie di cui si tratta tra quelle letteralmente idonee al sorgere di un obbligo di acquisto, risulta opportuno affrontare il tema della *ratio* posta a fondamento della disciplina dell'obbligo di OPA, per valutare se la medesima finalità eventualmente sussista anche nell'ipotesi in commento, al punto da ipotizzare il ricorso all'analogia.

Sebbene, pur in presenza della medesima *ratio*, un'applicazione per analogia della disciplina dell'OPA obbligatoria non appare agevole, quantomeno perché essa è in larga misura oggetto di una regolamentazione secondaria della Consob, in fatto non facilmente estensibile a casi diversi da quelli espressamente previsti, potrebbero tuttavia, anzitutto, fornirsi utili spunti per auspicare - in un'ottica questa volta *de iure condendo* - un intervento normativo, volto a tutelare quegli stessi interessi che, pur

venendo in rilievo in entrambe le fattispecie, solo in una risultano espressamente garantiti dalla normativa vigente.

Consapevole delle molteplici finalità perseguite dalla disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto, messe in luce da attenta dottrina²⁵⁹ - tra le quali senza pretesa di esaustività possono ricordarsi il garantire trasparenza ai destinatari dell'offerta, regolare direttamente o indirettamente il mercato del controllo societario, tutelare gli azionisti di minoranza contro la perdita di contendibilità della società²⁶⁰ - credo se ne possano identificare due alle quali attribuire un ruolo prevalente: la tutela della parità di trattamento tra tutti gli azionisti, riconducibile in questo caso ad una pari distribuzione tra gli stessi del premio di controllo (eventualmente) corrisposto al socio di maggioranza, ed il diritto di *exit* spettante ad ogni socio, ove si verifichi un mutamento del soggetto controllante e con esso delle condizioni di rischio dell'investimento.

Deve dunque riconoscersi che, tra le principali *rationes* dell'OPA obbligatoria, senza dubbio possa annoverarsi anche quella di "tutelare gli azionisti di minoranza contro acquisizioni del controllo non gradite ed inefficienti"²⁶¹, ovvero di garantire alle minoranze un dritto di *fair exit*²⁶².

²⁵⁹ Cfr. CARBONETTI, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. Soc.*, 1998, 1357 e ss. il quale in senso critico sottolinea, con riferimento alla finalità, a suo parere, effettiva della disciplina in commento che deve considerarsi una "formidabile poison pill che il legislatore offre su un piatto d'argento a nuclei più o meno duri, a famiglie arroccate nella difesa di posizioni ereditate e a managers propensi alla inamovibilità"; CANNELLA, *Commento all'art. 106*, cit., 326 e ss.; DESANA, *Commento all'art. 106*, cit., 2446, la quale indica tra gli interessi tutelati dalla norma in esame la "trasparenza delle operazioni su titoli e alla tutela del mercato [...] parità di trattamento tra gli accettanti [...] immodificabilità della consistenza patrimoniale dell'emittente durante l'offerta [...] garanzia del corretto funzionamento del mercato del controllo societario [...] stabilità degli assetti proprietari"; ENRIQUES, *Mercato del controllo*, cit., 11 ss.; GATTI, *OPA e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, Giuffrè, 2004, 139 e ss.; GUIZZI, *Partecipazioni qualificate e gruppi di società*, in AA. VV., *Diritto delle società - manuale breve*, Milano, Giuffrè, 2005, 332 e s.; TUCCI, *La violazione*, cit., 42; TOLA, *OPA e tutela delle minoranze*, Jovene, Napoli, 2008, 102 e ss.; SCHIUMA, *Controllo, governo*, cit., 291 ss; CANNIZZARO, *Commento all'art. 106*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* a cura di Alpa - Capriglione, Padova, Cedam, 1998, 982. Con riferimento alla ratio della disciplina nel vigore della l. 149/42 si vedano tra gli altri, oltre a WEIGMANN, *Le offerte pubbliche*, cit., 317 e ss.; STELLA RICHTER JR, "Trasferimento del controllo", cit., 214 e ss. ove l'autore esclude che l'obbligo abbia quale unica finalità la distribuzione del premio di controllo, essendo imposto a prescindere dall'effettivo pagamento di un premio, per concludere che "le finalità che sembrano ispirare quelle norme sono certamente una pluralità, in parte in contraddizione tra loro, e nessuna di esse mostra una coerenza sufficiente per prevalere decisamente sulle altre"; del medesimo avviso paiono anche MARCHETTI, *OPA obbligatoria e circolazione del controllo all'interno del gruppo*, in *Riv. soc.*, 1992, 1259; LENER - GALANTE, *Elusioni (lecite?) dell'OPA obbligatoria*, in *Società*, 1995, 463 e s.

²⁶⁰ In tal senso MUCCIARELLI, *Commento agli artt. 101/2*, in *Commentario al T.U.F.* a cura di Vella, Torino, Giappichelli, 2012, 1004.

²⁶¹ ENRIQUES, *Mercato del controllo*, cit., 12 e 45. Del medesimo avviso anche MUCCIARELLI, *Commento agli artt. 106*, in *Commentario al T.U.F.* a cura di Vella, Torino, Giappichelli, 2012, 1063; attribuisce un ruolo essenziale a tale finalità della disciplina OPA anche TUCCI, *La violazione*, cit., 42, ove la definisce un "valido presidio dell'interesse degli investitori a una consapevole destinazione del risparmio [...] poiché accorda l'opportunità di riconsiderare l'investimento iniziale, allorché mutino le circostanze rilevanti" (mutamento rilevante che lo stesso Autore riconduce sostanzialmente all'acquisizione o consolidamento del controllo); TOLA, *OPA e tutela delle minoranze*, cit., 102 e ss, per la quale l'obbligo di offerta pubblica

Ritengo fondamentale concentrare l'attenzione su tale aspetto, proprio con riguardo agli obiettivi posti in principio di questo lavoro.

Benchè, infatti, generalmente si consideri costituisca finalità principale dell'obbligo in commento la distribuzione tra tutti i soci del premio pagato per l'acquisto del controllo – attribuendosi in tal modo estrema rilevanza al carattere oneroso dell'acquisto – vi è chi recentemente in dottrina ha sottolineato che tale obiettivo non dovrebbe, a ben vedere, ritenersi fondamentale²⁶³, in quanto strettamente connesso alle regole per calcolare il prezzo dell'OPA obbligatoria.

Sembrerebbe allora di potersi affermare che la distribuzione del premio di controllo tra tutti i soci non costituisca oggi finalità esclusiva ed essenziale della

costituirebbe una *way out*, “una via d'uscita dall'organizzazione societaria qualora l'azionista di maggioranza abbia deciso di abbandonare la gestione”, sottolineando così un aspetto fondamentale, ovvero che l'identità dell'azionista di maggioranza non è del tutto indifferente per quello di minoranza, “non potendosi escludere che tale soggetto si determini a partecipare al rischio di impresa proprio in virtù delle capacità manageriali del primo”. Anche per SCHIUMA, *Controllo, governo*, cit., 291 ss. la *ratio* dell'OPA pare doversi ricondurre a qualcosa di più della semplice distribuzione del premio di controllo. La parità di trattamento per l'Autrice non si riconduce infatti esclusivamente ad una pari distribuzione di quest'ultimo, ma anche ad una pari possibilità di dismettere le proprie partecipazioni ove si verifichi un “acquisto” del governo della società. Trovo rilevante sottolineare che per l'Autrice tale acquisto può anche raggiungersi in via parasociale, dovendosi infatti evidenziare che “l'effettivo governo rivela quindi come effetto, a prescindere dalla natura delle situazioni prodromiche che lo possono veicolare”; ciò che assume rilievo per potersi dire applicabile la disciplina OPA nell'ottica dell'Autrice non è, dunque, mi pare di potere dedurre, lo strumento attraverso il quale il governo della società viene trasferito/acquisito, posto che “il controllo stesso, come presupposto, rileva per il solo fatto di esserci, e non per il modo attraverso il quale viene raggiunto” (307 nota 80). La medesima finalità dell'OPA viene riconosciuta anche da DE CANTELLIS – GIUDICI – TERRILE, *Rassegna delle comunicazioni Consob in materia di offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2001, 533 e ss.

Sulla rilevanza di tale finalità della disciplina che, attribuendo una certezza al disinvestimento in presenza di un mutamento della situazione iniziale, costituisce un incentivo ad investire si veda altresì LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, Giuffrè, 1999, 177 e s., ove l'Autore sottolinea tale finalità anche comparando l'OPA agli alternativi strumenti di *exit*: anzitutto al recesso, laddove “sarebbe la società a ‘pagare’ il costo della sfiducia nel nuovo indirizzo di gestione con pregiudizio e dell'impresa e del mercato”; quindi alla alienazione delle partecipazioni, e dunque al caso in cui “le azioni fossero gettate sul mercato”, causando una compressione del prezzo con la conseguenza che “il disinvestimento si dimostrerebbe disastroso per gli investitori”; GUIZZI, *Partecipazioni qualificate e gruppi*, cit., 333; GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società*, Milano, Giuffrè, 2007, 220 e ss.; FERRARINI, *Le difese contro le OPA ostili: analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000, 737 e ss.

Con riferimento, in particolare, al punto di vista degli investitori si veda altresì l'opinione di CACCHI PESSANI, *Inadempimento dell'obbligo di OPA e risarcimento del danno: il caso Sai-Fondiarìa approda in Cassazione*, in *Giur. comm.*, 5, 2013, 809, il quale ritiene, al di là dei vari motivi ispiratori dell'istituto “parità di trattamento, finalità di incentivare l'investimento azionario rafforzando il loro diritto di *exit*, efficienza del mercato del controllo societario”, che l'obbligo in esame assuma una duplice funzione, ovvero “di scambio”, in quanto consente agli azionisti di realizzare più di quanto potrebbero ricavare dalla vendita sul mercato delle azioni, nonché “di protezione”, dando loro una possibilità di vendere le azioni ad un prezzo equo, anche ove quest'ultimo non incorpori alcun premio di controllo, consentendo loro di “andare indenni dal pregiudizio che potrebbero subire vendendo le azioni sul mercato a un prezzo che potrebbe già scontare le conseguenze negative che il mercato associa al cambiamento dell'assetto di controllo”.

²⁶² Espressione di FAUCEGLIA, *Commento all'art. 106*, cit., 1392.

²⁶³ MUCCIARELLI, *Commento all'art. 106*, cit., 1063 e 1067, per il quale un'ulteriore ragione per non ritenere la distribuzione del premio di controllo quale unica *ratio* della disciplina in commento sarebbe l'esistenza di un obbligo di OPA anche sui titoli delle società a valle, nei casi di acquisto del controllo “indiretto”.

disciplina OPA e, di conseguenza, l'esistenza di un premio da distribuire un presupposto indefettibile per la sua applicazione.

A tal punto la disciplina OPA è stata ritenuta, invece, destinata a garantire, *in primis*, quel diritto di *exit* sopra richiamato, da portare un Autore²⁶⁴ ad affermare che la stessa funzione dell'istituto dovrebbe ricercarsi proprio in una "garanzia del disinvestimento in presenza di situazioni che giustificano un 'ripensamento' dell'operazione iniziale di investimento".

Sarebbe dunque il mutamento del soggetto che, in quanto controllante, è in grado di influenzare la gestione - e dunque di modificare eventualmente le condizioni di rischio dell'investimento di tutti gli azionisti - a giustificare il sorgere di un diritto per questi ultimi di disinvestire e, di conseguenza, l'obbligo per il nuovo controllante di lanciare un'offerta pubblica totalitaria²⁶⁵.

Connesso con quest'ultimo obiettivo, che vede nel diritto di *exit* dei soci di minoranza una delle finalità essenziali della disciplina OPA, ne è stato poi messo in luce un ulteriore, che vede l'OPA destinata a tutelare, non solo gli investitori (di minoranza) consentendo loro un diritto al disinvestimento, ma addirittura lo stesso "mercato del controllo societario"²⁶⁶.

²⁶⁴ TUCCI, *La violazione*, cit., 86 e s., 94 e s. ove l'Autore afferma che la stessa fattispecie dell'OPA obbligatoria sarebbe dal legislatore prevista e regolata "non già per realizzare una distribuzione di ricchezza, bensì nella prospettiva di salvaguardia dell'interesse degli investitori a una razionale gestione dell'investimento", la funzione dell'istituto sarebbe dunque da ricercare in una "dimensione di garanzia del disinvestimento, in presenza di situazioni che giustificano un 'ripensamento' dell'operazione iniziale di investimento"; l'obbligo di OPA sorgerebbe dunque in quanto l'alterazione degli assetti di controllo integrerebbe una circostanza considerata dal legislatore idonea a consentire una "rinnovata riflessione circa l'opportunità di mantenere fermo l'investimento". Sottolinea la necessità di non ancorare la disciplina OPA alla sola distribuzione di un premio di controllo anche CACCHI PESSANI, *Inadempimento*, cit., 810 e 812, il quale espressamente afferma che "la legge prevede l'obbligo di OPA [...] a prescindere dal fatto che sia pagato o no un premio di controllo" e tale scelta non sarebbe casuale in quanto "quando anche non consente agli azionisti di beneficiare di un premio di controllo, l'OPA obbligatoria mantiene la sua fondamentale funzione di un canale di disinvestimento alternativo"; aggiunge anzi l'Autore che "quale che sia la ratio dell'obbligo di OPA, esso nasce ed è previsto dalla legge come reazione al cambiamento (presunto) dell'assetto di controllo della società", così implicitamente sottolineando, mi pare di poter dedurre, la rilevanza essenziale che il cambio del controllo continua ancora a mantenere nella disciplina in esame.

²⁶⁵ Sul punto si veda GUIZZI, *Noterelle in tema di OPA obbligatoria, violazione dell'obbligo di offerta e interessi protetti*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, II, 256 e s. ove l'Autore espressamente afferma che il "profilo funzionale dell'istituto si coglie, infatti, in una prospettiva di tutela dell'interesse di quanti abbiano investito in azioni di una determinata società a poter essere messi in condizione - di fronte ad un fatto [...] che è potenzialmente in grado sia di condizionare e modificare [...] le stesse prospettive di remunerazione dell'investimento [...] - di valutare con consapevolezza le determinazioni da assumere in merito all'investimento azionario". Aggiunge il medesimo Autore (nt. 13) come emerga dalla stessa normativa regolamentare la rilevanza essenziale della *ratio* di cui si discorre, ove si richiede che il documento di offerta indirizzato al mercato presenti, tra i contenuti essenziali, l'indicazione dei programmi futuri dell'offerente in relazione alla società e che siano indicate le potenzialità reddituali della partecipazione, in modo tale da consentire un eventuale disinvestimento consapevole. Concordano con tale finalità dell'offerta obbligatoria, tra gli altri, anche ENRIQUES, *Mercato del controllo*, cit., 12; MOSCA, *Azione di concerto*, cit., 15.

²⁶⁶ TUCCI, *La violazione*, cit., 93; Si veda a riguardo anche COSTI, *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. comm. internaz.*, 1998, 65.

L'OPA troverebbe dunque la sua ragion d'essere – quantomeno anche – nel garantire un diritto di *exit* in capo a ciascun socio ogni qualvolta si verifichi un mutamento del gruppo di controllo - in quanto evento astrattamente idoneo ad incidere sulle prospettive dell'investimento – e tale garanzia sarebbe a tal punto essenziale da incidere sul buon funzionamento del mercato stesso.

Se si vuole seguire tale impostazione sembra allora ragionevole considerare uno degli obiettivi principali di tutta la disciplina OPA la necessità di garantire ai soci di minoranza un diritto di *exit* ogni qualvolta si verifichi un cambio del controllo ad essi non gradito.

Volgendo l'attenzione alla stessa lettera della legge, anch'essa parrebbe confermare l'estrema rilevanza che assume, tra le diverse *rationes* sottese all'obbligo di OPA, quella di consentire ai soci di minoranza la possibilità di rivalutare le condizioni del proprio investimento al variare del gruppo di controllo garantendo loro una possibilità di *exit*, laddove prevede un'esenzione dall'obbligo in esame in capo a colui che abbia, precedentemente al raggiungimento della soglia rilevante, lanciato un'OPA volontaria²⁶⁷, dal momento che in tal caso si ritiene sia *“stata già offerta a tutti i soci la possibilità di ‘uscire’ dalla società aderendo all’offerta preventiva e, quindi, non si giustifica la necessità di offrire loro una seconda possibilità di farlo”*²⁶⁸.

L'offerta preventiva parziale, tuttavia, perché sia idonea ad evitare il sorgere di un obbligo di acquisto è soggetta ad una precisa condizione²⁶⁹, che nuovamente evidenzia l'estrema rilevanza assunta, ai fini di tale istituto, dalla modifica del soggetto controllante, ovvero che sia stato dimostrato un sufficiente gradimento del nuovo socio di controllo da parte della maggioranza dei soci. A tal punto essenziale risulta la suddetta valutazione proprio per la minoranza – destinata a rimanere in società - che da tale computo dovrà escludersi il voto del socio di maggioranza, facilmente in grado, altrimenti, di inquinare il gradimento.

Trovo infine significativo, sempre con riferimento al ruolo attribuito dalla normativa in commento alla modifica del soggetto controllante per le minoranze, quanto stabilito dal nono Considerando della direttiva Direttiva *Takeover*, il quale espressamente richiede che gli Stati membri adottino le misure necessarie per

²⁶⁷ Art. 107, comma 4: *“L’obbligo di offerta non sussiste se la partecipazione indicata nel comma 1 è detenuta a seguito di un’offerta pubblica di acquisto o di scambio rivolta a tutti i possessori di titoli per la totalità dei titoli in loro possesso, purché, nel caso di offerta pubblica di scambio, siano offerti titoli quotati in un mercato regolamentato di uno Stato comunitario o sia offerto come alternativa un corrispettivo in contanti.”*

²⁶⁸ Sono parole di COSTI, *Il mercato*, cit., 92.

²⁶⁹ Art. 107, comma 1, lettera b: *“l’efficacia dell’offerta sia stata condizionata all’approvazione di tanti possessori di titoli che possiedano la maggioranza dei titoli stessi, escluse dal computo i titoli detenuti, in conformità dei criteri stabiliti ai sensi dell’articolo 120, comma 4, lettera b), dall’offerente, dal socio di maggioranza, anche relativa, se la sua partecipazione sia superiore al dieci per cento, e dalle persone che agiscono di concerto con lui”.*

tutelare i possessori di titoli di minoranza ogni qualvolta venga acquisito il controllo – indipendentemente, mi permetto di osservare, dallo strumento utilizzato - della loro società, garantendo che venga loro offerto l'acquisto della totalità delle partecipazioni possedute.

Riconducendo ora l'analisi fin qui effettuata all'obiettivo posto in principio, appare chiaro come, dal punto di vista del socio di minoranza, la situazione conseguente ad una sollecitazione di deleghe di voto idonea ad ottenere il controllo della società non parrebbe molto diversa rispetto ad altra ove il controllo muti in seguito a fattispecie letteralmente riconducibili all'art. 106 T.U.F.

Non mi sembrerebbe da escludere allora l'eventualità che, a fronte di una modifica del controllo conseguente a sollecitazione di deleghe, il socio di minoranza legittimamente possa lamentare la lesione di quel medesimo interesse tutelato dalla disciplina OPA in ogni altra ipotesi di cambio del controllo.

Se, infatti, come più volte ricordato, la sollecitazione di deleghe può eventualmente risultare idonea all'acquisto del controllo, quello stesso socio di minoranza - tutelato in ogni ipotesi strettamente riconducibili all'art. 106 T.U.F. dal diritto a rivalutare il proprio investimento, di cui sopra - si troverebbe in tal caso privo di ogni tutela, esclusivamente per la difficoltà di ricondurre letteralmente la fattispecie in esame all'obbligo di OPA.

Un'ulteriore finalità della disciplina di cui si discorre – oserei affermare strettamente riconducibile all'ultima delle *rationes* appena richiamate – viene infine messa in luce da un Autore²⁰⁹, che la ritiene rispondere anche ad esigenze informative, ricordando come tale strumento, proprio per tutti gli obblighi ad esso connessi, consenta a chi debba effettuare la difficile scelta se disinvestire o meno al momento del cambio del controllo, di disporre di ogni informazione necessaria per compiere una valutazione ponderata.

La mancata applicazione della disciplina OPA in ipotesi di effettivo cambio del controllo escluderebbe, pertanto, *“la possibilità di valutare la vicenda e il suo significato per il proprio investimento”*²¹⁰. Tutte le volte, infatti, in cui il controllo risultasse acquisito con strumenti diversi rispetto a quelli che comportano il lancio di un' OPA, si priverebbe la minoranza di un pacchetto informativo fondamentale per valutare razionalmente la convenienza o meno di alienare le proprie partecipazioni.

Tale esigenza, a ben vedere, assume un ruolo essenziale anche nel caso oggetto di questo lavoro ove, come si è più volte ricordato, si sarebbe in presenza

²⁰⁹ ANGELICI, *La società per azioni: principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo e continuato da Mengoni e Schlesinger, *La società per azioni*, I, Milano, Giuffrè, 2012, 546 e ss. Attribuiscono rilevanza alla finalità *informativa* dell'obbligo di OPA anche GUIZZI, *Noterelle*, cit., 258 e s.; ROMAGNOLI, *Diritti dell'investitore e dell'azionista nell'OPA obbligatoria*, Padova, Cedam, 2005, 86.

²¹⁰ ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 548.

proprio di un acquisto del controllo apparentemente (o meglio letteralmente, in una interpretazione restrittiva della normativa) non soggetto all'obbligo di offerta.

In forza di tali ultime considerazioni la disciplina OPA risulterebbe dunque essenziale proprio per colmare quell'asimmetria informativa tra colui che assume il controllo e coloro che sono chiamati a vendere, rappresentando anzi *“lo strumento tipico ed esclusivo per realizzare tale pubblicità”*. Se anche la scelta di acquistare il controllo sarà, infatti, sempre e necessariamente fondata su una valutazione prognostica, è bene che quest'ultima divenga pubblica, così da consentire agli investitori una corretta valutazione circa il comportamento da assumere.

Le norme in commento avrebbero dunque per l'Autore un'importante funzione nella *“regolamentazione del mercato, con riferimento a quel profilo dell'informazione per esso centrale e decisivo”*.

È chiaro, allora, come tale impostazione circa il ruolo della disciplina in esame, strettamente si ricolleggi a quella che vede nell'offerta pubblica di acquisto uno strumento volto a garantire ai soci una possibilità di *exit*: per valutare adeguatamente tale opportunità è necessario offrire ai soci interessati anche un'adeguata informazione.

Se questa è, allora, la complessa *ratio* sottesa alla disciplina, pare estremamente difficile trovare ragioni sufficienti per affermare con certezza che la stessa non ricorra in ipotesi di cambio del controllo realizzato tramite sollecitazione di deleghe, e che possano giustificare la mancata riconducibilità di simili fattispecie all'obbligo di offerta pubblica²².

Concludendo, dunque, seppur la *ratio* sottesa alla disciplina dell'OPA obbligatoria sembrerebbe giustificare l'applicazione anche in ipotesi di cambio del controllo realizzato mediante sollecitazione di deleghe di voto²³ - proprio per evitare una lesione di quegli stessi interessi che vengono in rilievo in ogni ipotesi di modifica

²² Si potrebbe obiettare che vi sarebbe in realtà almeno una evidente differenza qualitativa tra *acquisto del voto* e acquisto di una *partecipazione che attribuisce diritto di voto* entrambe in misura idonea a superare la soglia rilevante, in quanto solo nel secondo caso la società non sarebbe più contendibile, mentre nel primo resterebbe tale. Attribuendo all'OPA la *ratio* di garantire un diritto di *exit* alle minoranze ogni qual volta la società diventi non contendibile (e così si riduca l'esposizione della società stessa al mercato del controllo), ovvero ne muti l'*incumbent*, si potrebbe allora dubitare sull'opportunità di far sorgere un obbligo di OPA anche in ipotesi ove, non appena conclusa la sollecitazione, la società ritorni ad essere contendibile. Mi pare di poter rispondere - riprendendo considerazioni già svolte ad altro proposito, ossia sulla sollecitazione delle deleghe di voto come possibile strumento per acquisire il controllo di fatto, per le quali si veda paragrafo 4.2.2 - che ove in una valutazione *ex ante* sia ragionevolmente presumibile che anche in futuro chi ha promosso la sollecitazione di deleghe possa superare il 30% dei voti grazie a nuove sollecitazioni, l'effetto della riduzione dell'esposizione della società al mercato del controllo si può verificare ugualmente, anche in assenza di acquisto della partecipazione. Si tratta di un caso sicuramente meno frequente e in cui la difficoltà di prova è elevata. La differenza tuttavia sembra essere di carattere quantitativo e non, invece, qualitativo.

²³ Sulle ragioni che giustificano tale affermazione si veda la conclusione raggiunta nel quarto capitolo di questo lavoro.

del soggetto controllante e che la normativa stessa si offre chiaramente di tutelare – tuttavia, in un’ottica *de iure condito*, la difficoltà di individuare in tale fattispecie tutti gli elementi richiesti dall’art. 106 T.U.F. per il sorgere dell’obbligo in oggetto, fornisce agli operatori uno strumento dichiaratamente destinato a consentire una facile elusione della disciplina dell’OPA obbligatoria.

Come in principio suggerito, dunque, dall’indagine fino a qui svolta discende, anzitutto, per ovviare a tale pericolo, l’auspicio, in un’ottica *de iure condendo*, di un intervento normativo volto a ricondurre all’obbligo di offerta pubblica di acquisto anche la sollecitazione di deleghe, ove concretamente idonea a consentire il superamento, con prospettiva di stabilità in una valutazione *ex ante*, della soglia del 30% del potere di voto su nomina e revoca degli amministratori o dei consiglieri di sorveglianza.

5.4 Il requisito della stabilità nella disciplina dell’offerta pubblica di acquisto.

Stante l’attuale formulazione dell’art. 106 T.U.F., perché possa affermarsi il sorgere di un obbligo di offerta pubblica nella fattispecie oggetto di questo lavoro non ci si può esimere dal verificare se anche la sollecitazione di deleghe di voto possa in concreto garantire una disponibilità di voti (superiori alla soglia del 30%) con caratteri paragonabili a quelli della disponibilità di voti assicurata dall’acquisto delle azioni.

In prima impressione la risposta potrebbe sembrare negativa. Questo perché soltanto l’acquisto di partecipazioni parrebbe garantire una stabile disponibilità.

Benchè, come si è tentato di dimostrare, la disciplina OPA attribuisca una rilevanza potremmo dire centrale al diritto di voto connesso alla partecipazione azionaria, riprendendo ora una questione lasciata in sospeso nei precedenti paragrafi è necessario evidenziare come un apparente ostacolo alla rilevanza della sollecitazione di deleghe di voto a questi fini potrebbe sorgere dal rilievo che la disponibilità dei diritti di voto ottenuti a seguito di sollecitazione delle deleghe, non ha lo stesso grado di stabilità della disponibilità dei diritti di voto conseguiti acquistando le azioni.

A questo proposito si tratta anzitutto di valutare se la stabilità degli “acquisti” sia un requisito necessario per fare scattare l’obbligo di lanciare l’offerta pubblica di acquisto²⁴.

²⁴ Per il rilievo della stabilità dell’acquisto ai fini dell’obbligo di lanciare l’OPA si veda PRESTI, *La nuova disciplina*, cit., 41, il quale su questa base esclude che la sollecitazione delle deleghe possa determinare l’obbligo di lanciare l’OPA. Un riferimento alla stabilità della posizione assunta dal soggetto tenuto al lancio di un OPA si rinviene anche in ENRIQUES, *L’OPA per il controllo*, CEDIF Working Papers, WP 1/2000, reperibile sul sito www.cedif.org (consultato in

A ben vedere in forza delle previsioni testuali dell'attuale normativa, l'obbligo di OPA sorge nel momento stesso in cui viene superata la soglia rilevante, pari al 30% delle partecipazioni idonee a consentire il diritto di voto nelle assemblee di nomina e revoca di cda/cds, senza che alcuna norma richieda l'effettivo mantenimento di tale possesso azionario, senza dunque che sia espressamente richiesta una stabilità.

Per vero sono state espressamente escluse le operazioni *ab origine* "a carattere temporaneo" (art. 106, comma 5, lett. d). Con riferimento a tale esenzione l'art. 49, comma 1, lett. e, Regolamento Emittenti, precisa che l'acquisto non comporta l'obbligo di offerta ove le soglie previste dall'art. 106 commi 1 e 3 siano superate "rispettivamente di non più del 3 per cento e dell'1 per cento e l'acquirente si impegna a cedere a parti non correlate i titoli in eccedenza entro dodici mesi e a non esercitare i relativi diritti di voto".

Da tale previsione, dunque, parrebbe desumersi *a contrario* che ove il diritto di voto sia esercitato, ovvero se le soglie previste dal Regolamento sono superate, anche l'acquisto temporaneo faccia scattare l'obbligo di lanciare l'OPA (salvo che la Consob decida di avvalersi della facoltà prevista dall'art. 106, ultimo comma, T.U.F.).

In questa prospettiva è sostenibile che l'obbligo di OPA sorga a fronte di una situazione istantanea (gli "acquisti") – si potrebbe dire, quindi, indipendente dall'effettività dell'influenza sulla gestione, dell'esercizio del voto o del dominio in assemblea – idonea esclusivamente a far ragionevolmente presumere la futura capacità di orientare la volontà assembleare al momento della nomina e revoca di cda/cds, sebbene, sempre sulla base delle condizioni previste perché operi l'esenzione di cui sopra, dalla medesima norma potrebbe anche desumersi che l'effettiva influenza assembleare - oltre una determinata soglia e per un determinato periodo - assuma una certa rilevanza, posto che esenti saranno solo quelle partecipazioni che non sono in grado di realizzarla. A ben vedere tuttavia sono forse i confini stessi dell'esenzione a far dedurre che non si richiede un'effettiva stabilità,

data aprile 2014) ove l'Autore ricorda che la soglia del 30 % sarebbe stata "individuata dal legislatore come quella oltre la quale si presume la stabilità, ossia la non contendibilità del controllo". Un ulteriore riferimento in tal senso si legge in ID, *Mercato del controllo*, cit. 63 e s. ove, questa volta con riferimento alla *detenzione* rilevante ai sensi dell'art. 106, l'Autore in primo luogo stabilisce che si debba optare per un significato "in linea con la ratio dell'OPA obbligatoria" - ovvero garantire un diritto di *exit* ai soci di minoranza - in modo da ricomprendere tutti gli strumenti idonei a garantire al soggetto "la posizione di tendenziale (in quanto presunto) controllo stabile". Anche MOSCA, *Azione di concerto*, cit., 26 affronta il tema della stabilità, con riferimento tuttavia all'ipotesi di concerto, affermando che senza dubbio la partecipazione così detenuta presenta un livello di stabilità inferiore "almeno sul piano teorico, rispetto ad una partecipazione, di uguale entità, detenuta individualmente". Da tale affermazione sembrerebbe potersi dedurre che, se nessuno esclude che l'obbligo di OPA possa sorgere ove la partecipazione sia detenuta da soggetti che agiscono in concerto (ricorrendo gli ulteriori presupposti di legge), allora la stabilità non parrebbe assumere un ruolo potremmo dire indefettibile - almeno dal punto di vista logico - in tutte le situazioni idonee al sorgere di un obbligo di OPA

in quanto la stessa viene meno anche ove il diritto di voto relativo alla partecipazione destinata ad essere ceduta venga esercitato una sola volta nell'arco dei 12 mesi.

In via prudenziale, tuttavia, per verificare la tenuta della tesi qui proposta, è preferibile muovere dalla premessa che la stabilità degli "acquisti", pur in assenza di espressa previsione, costituisca uno dei requisiti dell'obbligo di lanciare l'OPA. In questo senso la mancanza di un esplicito richiamo – se si esclude quanto deducibile dalla norma sulle esenzioni – potrebbe essere spiegabile con la considerazione che gli "acquisti" nella normativa sull'OPA sono direttamente riferiti all'acquisto di partecipazioni e, in questo caso, la stabilità della disponibilità del voto è insita nel fatto che tale disponibilità è conseguenza della titolarità delle azioni.

Si potrebbe, poi, aggiungere che, anzi, le ragioni che giustificano il requisito della stabilità con riferimento al controllo, illustrate precedentemente, sussistono a maggior ragione in caso di OPA obbligatoria. In questa fattispecie, infatti, l'esigenza di certezza del diritto e di evitare che la disciplina scatti in presenza di situazioni casuali è particolarmente forte, dato che la disciplina in questione (obbligo di lanciare l'OPA) è molto gravosa.

Peraltro, se la partecipazione (intesa nel senso dell'art. 105 comma 2 T.U.F.) superiore al 30% è rilevante, come dalla stessa normativa OPA chiaramente appare, non tanto se ed in quanto effettivamente idonea ad attribuire il controllo della società, ma piuttosto perché si presume in grado di orientare la volontà assembleare con riferimento a decisioni fondamentali per la gestione – ruolo assunto, *in primis*, dalla nomina e revoca degli amministratori (e dei consiglieri di sorveglianza) – mi sembrerebbe conforme alla *ratio* della disciplina ipotizzare il sorgere del medesimo obbligo ove, con altro strumento (sollecitazione delle deleghe), benché diverso dall'acquisto della titolarità della partecipazione rilevante, un soggetto risultasse in grado di assicurarsi quella medesima disponibilità - con carattere di stabilità in una valutazione *ex ante* - di voti superiore al 30%, idonea per presunzione legislativa a consentirgli di orientare la nomina e revoca di cda/cds.

Valutando poi un'eventuale riconducibilità della sollecitazione di deleghe di voto all'esenzione di cui all'art. 49, comma 1, lett. e, Regolamento Emittenti, deve anche osservarsi che il ruolo centrale assunto dall'esercizio del voto in tale fattispecie parrebbe chiaramente dimostrare che l'esenzione non possa per definizione operare, cosicché si potrebbe dire che in tal caso si configuri una fattispecie analoga a quella derivante proprio dalla violazione dei limiti previsti dall'articolo appena citato, ovvero idonea al sorgere di un'OPA indipendentemente dalla temporaneità dell'*acquisto*.

Concludendo, se convince l'affermazione che l'obbligo di OPA in definitiva sorge, secondo la normativa attuale, perché si presume ragionevolmente che grazie a

quella determinata detenzione qualificata di partecipazioni di una società, se ne potrà dominare l'assemblea di nomina o revoca degli amministratori (o dei consiglieri di sorveglianza) - sebbene il verificarsi di tale conseguenza sia solo probabile e non certo - sarebbe allora, a mio parere, quantomeno strano non far scattare il medesimo obbligo nel momento in cui una ragionevole presunzione di questo genere sia formulabile, alla luce delle caratteristiche fattuali della concreta fattispecie, sulla base dell'esito di una sollecitazione di deleghe di voto. Questo, poi, a maggior ragione se la sollecitazione delle deleghe sia effettuata proprio con riferimento ad un'assemblea convocata per la nomina o la revoca del cda/cds.

Quanto alla questione se la sollecitazione delle deleghe può consentire di acquisire un potere di voto con prospettiva di stabilità in una valutazione *ex ante*, in proposito mi permetto di richiamare le considerazioni svolte nel capitolo quarto di questo lavoro in relazione all'analogo problema che sorge con riferimento al controllo di fatto derivante da sollecitazione delle deleghe.

5.5 I requisiti oggettivi dell'obbligo di OPA. In particolare la nozione di *acquisti*.

Si è visto che il requisito del carattere stabile della disponibilità dei diritti di voto sopra soglia può ben ritenersi soddisfatto anche quando tale disponibilità sia ottenuta tramite sollecitazione di deleghe di voto.

Per dare fondamento alla tesi oggetto di questo lavoro – e vagliare la possibilità che un obbligo di offerta sorga a fronte di sollecitazione di deleghe di voto – in un'ottica strettamente *de iure condito* occorre tuttavia affrontare la questione della riconducibilità della fattispecie in commento al dato letterale della norma, analizzando (i), in primo luogo, la nozione di *acquisto* di partecipazioni rilevanti, che l'articolo 106 T.U.F. letteralmente pone quale presupposto al sorgere dell'obbligo, (ii) nonchè l'assenza nella fattispecie oggetto di questo lavoro di un corrispettivo e, dunque, di un parametro non solo per stabilire il prezzo al quale un'eventuale OPA dovrebbe essere lanciata, ma anche per determinare, in sua mancanza, l'eventuale danno risarcibile.

Come anticipato, di fronte ad una sollecitazione di deleghe di voto che consenta la disponibilità di diritti di voto (con carattere di stabilità in una prospettiva *ex ante*) sopra soglia, gli scenari ipotizzabili sono due: a) escludere che possa eventualmente sorgere l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica totalitaria, essenzialmente per la difficoltà di ricondurre la fattispecie al dato letterale della norma, ovvero b) lasciare almeno spazio al dubbio, consentendo una valutazione caso per caso delle singole situazioni concrete.

Se l'ipotesi sub a) ha certamente il pregio di garantire una maggiore certezza del diritto, evitando che lo strumento della sollecitazione di deleghe di voto possa veder ridotto il proprio utilizzo a fronte del grave rischio connesso ad un eventuale verificarsi dei presupposti dell'obbligo di lanciare l'OPA, l'ipotesi sub b) permette di evitare che la sollecitazione delle deleghe possa diventare, uno strumento per eludere l'OPA obbligatoria, con tutte le conseguenze negative che tale scelta comporterebbe in relazione agli interessi delle minoranze azionarie, e dunque indirettamente al buon funzionamento del mercato.

L'articolo 106 del T.U.F. disciplina l'obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria nel nostro ordinamento, disponendo che *chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del 30 per cento promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli*.

Perché, quindi, tale obbligo possa trovare diretta applicazione – e salve le ipotesi di esclusione espressamente previste dalla legge – è necessario e sufficiente, non solo che un soggetto raggiunga la soglia rilevante - stabilita dal legislatore nel 30 per cento delle partecipazioni totali - ma anche che ciò avvenga a seguito di *acquisti*.

Il dato letterale è pertanto molto chiaro e una sollecitazione di deleghe di voto intanto potrà, eventualmente, comportare il sorgere di un obbligo di OPA in capo al promotore, in quanto si sia in grado di dimostrare nel caso concreto la sussistenza dei requisiti attualmente previsti dalla norma, eventualmente ricorrendo ad una lettura estensiva degli stessi.

Sembra dunque opportuno valutare l'esatto significato da attribuirsi all'espressione *detenzione di una partecipazione* pari almeno al 30 per cento, nonché, soprattutto, quali confini debbano assegnarsi al termine *acquisto*.

A riguardo è in primo luogo necessario richiamare il d.lgs. 229/2007, adottato in attuazione della direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto, che ha recentemente eliminato il requisito dell'onerosità dell'acquisto²⁵, demandando alla Consob²⁶ il compito di determinare con regolamento le ipotesi nelle quali il superamento della soglia rilevante a seguito di acquisti a titolo gratuito non comporti il sorgere dell'obbligo. Ad oggi, dunque, la nozione di acquisto, rilevante ai fini dell'obbligo di OPA, non deve essere necessariamente connotata dal carattere di onerosità.

I confini del termine *acquisto* – e ancor più, forse, l'esatto significato del termine *detenzione* - sono stati anche oggetto dell'attenzione di diversi Autori che si

²⁵ La precedente dizione dell'art. 106, comma 1, T.U.F. affermava "*chiunque, a seguito di acquisti a titolo oneroso, venga a detenere [...]*".

²⁶ Art. 106, comma 5, lettera f, T.U.F. In virtù di tale potere la Consob ha stabilito all'articolo 49, comma 1, lettera f del Regolamento emittenti, che l'acquisto non comporta obbligo di offerta qualora "*sia conseguente a successioni ovvero atti tra vivi a titolo gratuito*".

sono interrogati circa la possibilità di ricomprendersi ipotesi dalle quali, in definitiva, derivi non tanto un trasferimento del diritto di proprietà quanto una qualche dissociazione tra titolarità della partecipazione e del diritto di voto.

A riguardo – rimandando a quanto già esposto nei precedenti paragrafi circa la rilevanza, ai fini della disciplina OPA, delle diverse ipotesi di dissociazione tra voto e azione - trovo opportuno richiamare ora, per tutte, la tesi di Costi, il quale ha ritenuto decisiva la rilevanza attribuita (anche) nella disciplina in oggetto alla titolarità del diritto di voto – posta l'esenzione dall'obbligo di offerta proprio per le azioni prive di tale diritto - per affermare, discorrendo di pegno ed usufrutto su azioni, che “*si dovrà tenere conto della nuda proprietà o del diritto reale limitato a seconda della attribuzione del diritto di voto*”²⁷.

È opportuno, infatti, nuovamente ricordare che a norma dell'articolo 105 T.U.F., comma 2, per *partecipazione* rilevante ai fini dell'applicazione della normativa OPA, si intende “*una quota, [...] dei titoli emessi da una società [...] che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza*”, sottolineandosi così il ruolo essenziale che svolge l'effettiva disponibilità del diritto di voto connesso all'azione, rispetto alla mera titolarità della stessa, anche ai fini dell'offerta pubblica di acquisto²⁸.

Da quanto appena affermato sembrerebbe allora potersi dedurre – come già più volte affermato - che, anche l'articolo 106 T.U.F., pur presentando un espresso riferimento alla *detenzione* di azioni – e non alla *disponibilità del voto* – continui ad attribuire una notevole rilevanza all'esercizio del diritto di voto connesso al titolo, ovvero alla disponibilità dello stesso.

Mi pare allora doveroso sottolineare che, indipendentemente dal tenore letterale della norma, che impone un obbligo di acquisto solo in presenza di ulteriori

²⁷ COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 87. Si veda altresì ENRIQUES, *Mercato del controllo*, cit., 64, il quale sostiene la necessità di un'interpretazione ampia ed elastica del termine *detenzione*, che sia “*in linea con la ratio*” dell'OPA obbligatoria, ovvero consentire agli azionisti di minoranza un diritto di *exit* qualora si verifichi un “*mutamento significativo degli assetti di controllo*”; a tal fine per l'Autore un ruolo centrale assumerebbe, nei casi dubbi, proprio la spettanza del diritto di voto.

Rimandando ai precedenti paragrafi per una più approfondita analisi delle diverse opinioni dottrinali sul punto, mi permetto ora di richiamare la tesi, potrebbe dirsi opposta di ROMAGNOLI, *Diritti dell'investitore*, cit., 166 e ss., il quale ponendo l'attenzione sulla “*presunta minor fluidità degli assetti proprietari conseguenti alla concentrazione di azioni*” piuttosto che sulla posizione di potere conseguente l'acquisto di partecipazioni con diritto di voto, attribuisce minor rilievo, ai fini del raggiungimento della soglia rilevante, a tale ultima prerogativa. Dal momento che il pericolo di minor contendibilità non è per l'autore legato alla disponibilità del diritto di voto quanto piuttosto alla titolarità della partecipazione, ove anche quest'ultima fosse privata del diritto di voto dovrà pur sempre ritenersi essenziale ai fini del raggiungimento della soglia; in definitiva per l'Autore “*la verifica del superamento della soglia deve essere operata tenendo conto di tutte le partecipazioni acquisite, in quanto strumenti in astratto idonei ad attribuire il diritto di voto, anche se nel concreto questo spetta ad altri*”.

²⁸ Sulla nozione di *acquisto* e, in particolare, sui *titoli* che possono esserene oggetto si veda MOSCA, *Azione di concerto*, cit., 9, nota 13.

requisiti rispetto alla mera disponibilità del voto, escludere *tout court* la rilevanza di quest'ultimo equivarrebbe a dimenticare il fondamento stesso dell'obbligo, con il rischio – per facilitare la determinazione delle fattispecie rilevanti – di escluderne talune chiaramente tali.

5.5.1 (segue) L'acquisto come acquisto della disponibilità del diritto di voto

Data la rilevanza essenziale che deve, quindi, riconoscersi alla disponibilità dell'esercizio del voto connesso alle partecipazioni rilevanti, anche nella attuale disciplina OPA, credo sia utile proseguire determinando gli esatti confini della nozione di *acquisto* prevista dall'art. 106 T.U.F. per valutarne, non tanto l'onerosità o non, quanto piuttosto la possibilità di ricompendervi anche ipotesi di acquisto della (sola) disponibilità del voto connesso ad una partecipazione che superi la soglia rilevante.

Se così fosse, infatti – anche in forza delle considerazioni circa il ruolo, ai fini dell'obbligo di cui si tratta, delle più note e frequenti ipotesi di dissociazione tra titolarità della partecipazione ed esercizio del diritto di voto, già affrontato nei precedenti paragrafi - sarebbe quantomeno arduo sostenere che, chi possa disporre nel proprio interesse (con carattere di stabilità in una valutazione *ex ante*) di un numero di voti superiore al 30% a seguito di sollecitazioni di deleghe, debba considerarsi esonerato dall'obbligo, esclusivamente perché non detiene anche la titolarità delle partecipazioni rilevanti. O meglio, se anche si volesse escludere una simile rilevanza, proprio in virtù del tenore letterale della norma, allora potrebbe almeno sorgere qualche dubbio in ordine alla opportunità di una scelta "rigida" riguardo ai presupposti dell'OPA quale quella oggi vigente.

Per intendere il termine *acquisto* in senso estensivo, anche quale acquisto della (sola) *disponibilità del diritto di voto*, piuttosto che della partecipazione complessiva – indipendentemente dal titolo in forza del quale tale dissociazione si realizza - potrebbero qui richiamarsi quelle teorie che riconducono in definitiva l'azione a null'altro che un fascio di diritti, di posizioni giuridiche proprie del socio nei confronti della società²⁹. Aderendo a tali posizioni l'azione sarebbe dunque

²⁹ La riconducibilità della partecipazione azionaria ad un complesso unitario di diritti e poteri è sostenuta tra gli altri da FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile*, fondato da Vassalli, Torino, Utet, 1985, 460; ANGELICI, *Sulla "inscindibilità" della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. Comm.*, I, 1985, 126; ID, *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Rescigno, Torino, Utet, 1985, 16, 206; il medesimo Autore affronta l'argomento anche in ID, *Le azioni*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da Schlesinger, Artt. 2348 e ss., Milano, Giuffrè, 53 e ss. ove accenna anche alla difficoltà di istituire tra i diritti che compongono la partecipazione azionaria una sorta di "giudizio di prevalenza" al fine di individuare quello realmente caratterizzante, pur riconoscendo poi (p.135) in ogni caso un ruolo centrale, almeno "tra le posizioni amministrative" dell'azionista al diritto di voto. Attribuisce espressamente una rilevanza essenziale al diritto a percepire l'utile sociale,

caratterizzata da diritti tra loro profondamente differenti, riconducibili essenzialmente a due categorie, patrimoniali e amministrativi, i quali, tuttavia, lungi dall'essere statici e predefiniti, possono presentare profonde differenze dal punto di vista sia qualitativo che quantitativo.

Se ciò è vero, data la rilevanza essenziale che, ai fini della norma sopra citata, assume il diritto di voto, mi pare di poter ipotizzare, almeno nel caso di specie, che intanto un soggetto detiene (in senso lato) la partecipazione sociale, in quanto possa liberamente disporre del diritto di voto ad essa inerente, considerazione che mi sembra trovare conferma nella stessa nozione di partecipazione rilevante a fini dell'obbligo di OPA offerta dall'art. 105 T.U.F. e più volte richiamata.

Senza prendere posizione sul peso del diritto di voto rispetto ad altri diritti caratterizzanti la partecipazione sociale, mi permetterei, tuttavia, nel caso in esame (OPA), di attribuire al suddetto diritto una posizione dominante, così da non ritenere corretto escludere dall'*acquisto* rilevante ai fini del sorgere di un obbligo di OPA quello della (sola) *disponibilità del diritto di voto*.

In definitiva se, come già ricordato, il termine *acquisto* non necessariamente richiede il carattere dell'onerosità e se l'azione viene in rilievo ai fini della normativa in questione essenzialmente con riferimento al diritto di voto, allora sembrerebbe potersi dedurre che l'acquisto della disponibilità del diritto di voto (con carattere di stabilità in una valutazione *ex ante*), relativo a partecipazioni superiori al 30%, anche se avvenuto tramite sollecitazione di deleghe di voto, non debba considerarsi a priori irrilevante ai fini del sorgere di un obbligo di OPA, anche con riferimento al tenore letterale della norma.

5.6 Un ulteriore requisito di difficile identificazione nella fattispecie in esame: la determinazione del prezzo di offerta in mancanza di un precedente acquisto a titolo oneroso.

Come anticipato nel precedente paragrafo un ulteriore problema nel tentare di ricondurre la fattispecie oggetto di questo lavoro all'art. 106 T.U.F. risiede nella mancanza di un corrispettivo dell'acquisto, rendendo ardua non solo la determinazione del prezzo di offerta, ma altresì, ove quest'ultima non venisse proposta, il parametro per stabilire l'entità del danno risarcibile.

Se anche si ammettesse che una sollecitazione di deleghe di voto possa eventualmente integrare i requisiti dell'art. 106 T.U.F., non si potrebbe, in primo

rispetto al quale le altre prerogative del socio sarebbero solo strumentali RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, Giuffrè, 1965, 148 e ss.; per una disamina delle teorie circa la natura della partecipazione con particolare riferimento alla disciplina dell'offerta pubblica di acquisto si veda altresì MUCCIARELLI, *Società per azioni e offerta pubblica di acquisto*, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, Giuffrè, 2004.

luogo, non riconoscere la difficoltà – se non impossibilità, almeno a prima vista – di determinare il prezzo d’offerta, stante la mancanza di un vero e proprio corrispettivo versato per l’acquisto delle partecipazioni rilevanti.

Si potrebbe allora tentare di individuare, nell’ambito della stessa disciplina OPA, criteri ulteriori – o alternativi – rispetto al mero riferimento al corrispettivo versato dall’acquirente, in forza dei quali eventualmente stabilire, anche nella fattispecie in commento, un prezzo d’offerta.

A riguardo può risultare utile, anzitutto, porre l’attenzione su ipotesi simili – ove la partecipazione rilevante sia raggiunta senza il pagamento di un prezzo – dalle quali eventualmente desumere criteri residuali rispetto a quello previsto dall’art. 106, comma 2, T.U.F. prima parte, ovvero, in alternativa, una norma in forza della quale possa attribuirsi alla Consob il potere di stabilire tale prezzo.

La prima fattispecie alla quale volgere l’attenzione, ove palesemente è assente un corrispettivo, è quella degli *acquisti a titolo gratuito*.

Il d.lgs. 229/2007, come già anticipato, ha infatti eliminato dal testo dell’art. 106 T.U.F. il requisito dell’onerosità dell’acquisto cosicchè, se prima della recente modifica normativa poteva attribuirsi rilevanza esclusivamente al superamento della soglia del 30% realizzatosi tramite acquisti a *titolo oneroso*, oggi assume rilievo *qualunque* tipologia di acquisto, la gratuità del quale *può* eventualmente rilevare ai fini della configurabilità di un’esenzione, espressamente prevista dal comma 5 dell’art. 106²⁸⁰. L’attuale normativa, dunque, rinvia alla disciplina secondaria per la determinazione dei confini dell’esenzione²⁸¹. Per vagliare dunque la possibilità di estendere all’ipotesi di acquisto del controllo mediante sollecitazione di deleghe, parametri idonei alla determinazione del corrispettivo dell’offerta in eventuali ipotesi di OPA sorta a seguito di acquisti a titolo gratuito, è opportuno anzitutto valutare la portata di tali esenzioni.

A ben vedere, tuttavia, in forza del potere attribuitole, la Consob ha espressamente statuito, all’art. 49 del Regolamento emittenti²⁸², che il raggiungimento della soglia non rileva se deriva da *acquisti a titolo gratuito* ovvero da *successioni*,

²⁸⁰ “La Consob stabilisce con regolamento i casi in cui il superamento della partecipazione indicata nel comma 1 o nel comma 3, lettera b), non comporta l’obbligo di offerta ove sia realizzato in presenza di uno o più soci che detengono il controllo o sia determinato da: [...] f) acquisti a titolo gratuito”.

²⁸¹ Con riferimento alla modifica normativa appena richiamata, mi permetterei di segnalare che, se il requisito dell’onerosità dell’acquisto appariva quale chiara espressione della *ratio* della norma intesa quale opportunità di realizzare una *distribuzione del premio di controllo pagato dall’acquirente tra tutti i soci*, la scelta di estendere l’ambito applicativo in modo da ricomprendere anche acquisti privi di tale requisito – benchè, da una parte, chiaramente dettato dalla volontà di evitare ipotesi elusive della normativa stessa - potrebbe forse far riflettere sulla volontà del legislatore di porre un accento sulla ulteriore *ratio* dell’offerta pubblica, ovvero quella di consentire l’*exit* ai soci di minoranza nelle ipotesi di cambio del controllo.

²⁸² “L’acquisto non comporta l’obbligo di offerta previsto dall’articolo 106 del Testo unico se: [...] h) è conseguente a successioni o ad atti tra vivi a titolo gratuito”.

pertanto tali ipotesi non risultano utili ad individuare un criterio residuale di determinazione del prezzo dell' OPA eventualmente utilizzabile nell'ipotesi di sollecitazione di cui ci si occupa²⁸³.

Volgendo dunque l'attenzione ad ulteriori ipotesi nelle quali non risulta facilmente desumibile un corrispettivo, ritengo possa venire in rilievo, tra le altre, la sottoscrizione di azioni, in sede di aumento di capitale, in misura tale da comportare il superamento della soglia del 30%.

Ancora una volta non ci si propone di analizzare dettagliatamente la fattispecie, essendo sufficiente, ai fini che qui interessano, richiamare nuovamente il regime delle esenzioni previste dall'art. 106²⁸⁴, dalle quali appare chiaro che l'esercizio di diritti di sottoscrizione, opzione o conversione nuovamente non rileva, ai fini del superamento della soglia rilevante, ma solo ed esclusivamente ove si tratti di diritti *originariamente spettanti* – trattandosi dell' esercizio delle prerogative proprie di ciascun socio – potendosi tramutare, altrimenti, in un facile strumento di elusione della normativa. Perché l'esclusione operi, dunque, dovrà trattarsi di diritti che discendono automaticamente dalla qualità di socio, l'esercizio dei quali non potrà quindi chiaramente avere quale scopo l'acquisto del controllo²⁸⁵.

A ben vedere l'esenzione in esame è dunque riconducibile alla clausola generale prevista dall'art. 106 comma 5 lettera c), ai sensi della quale l'obbligo di OPA non sorge qualora il superamento della soglia sia determinato da *“cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente”*.

Tuttavia, sebbene da quanto appena ricordato appare evidente che anche l'esercizio di diritti di opzione, sottoscrizione o conversione *possa* eventualmente dare luogo a obblighi di OPA, qualora non si ricada nei confini dell'esenzione, mi

²⁸³ Con riferimento all'esenzione prevista dalla Consob per gli acquisiti a titolo gratuito e alla esatta determinazione dei confini di questi ultimi, ritengo opportuno richiamare la Comunicazione DEM/10055200 del 16 giugno 2010, la quale - con riferimento ad un quesito avente ad oggetto il sorgere di un obbligo di acquisto a seguito di scioglimento di un trust e connessa assegnazione ai beneficiari di partecipazioni - ha rilevato che *“l'impianto generale della direttiva OPA, alla luce della quale deve essere interpretata anche la normativa nazionale, sembra collegare l'obbligo di OPA ad operazioni di acquisto caratterizzate in senso marcatamente economico [...] tali negozi vanno peraltro distinti da quelle fattispecie di acquisti che pur essendo a titolo gratuito non appartengono al più ristretto sottoinsieme degli atti mortis causa e di liberalità [...]”*. Perché operi l'esenzione è altresì necessario che gli atti di liberalità non siano volti *“a dissimulare ulteriori rapporti economici sottostanti o collegati ad altri accordi negoziali volti ad eludere la disciplina dell' OPA obbligatoria”*.

²⁸⁴ *“L'acquisto non comporta l'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 del Testo unico se: [...] d) il superamento della soglia è determinato dall'esercizio di diritti di opzione, di sottoscrizione o di conversione originariamente spettanti”*

²⁸⁵ Riguardo alla nozione di involontarietà, la Consob nella Comunicazione DEM/8093480 del 9 ottobre 2008 ha chiarito che *“l'applicazione dell'esenzione di cui trattasi deve piuttosto essere valutata in tutti i casi in cui le peculiari modalità di effettuazione di un aumento di capitale o il ricorrere di particolari circostanze concrete, inducano a ritenere che i comportamenti dei soggetti partecipanti a vario titolo all'operazione medesima, pur formalmente rispettosi del disposto regolamentare, siano in realtà volti ad eludere la disciplina in materia di OPA obbligatoria”*.

sembra di poter affermare che nessuna norma preveda espressamente in che modo, in tali ipotesi, si determini il prezzo dell'offerta. Anche tale fattispecie, pertanto, non offre aiuto alla ricerca che si sta conducendo.

Volgendo quindi l'attenzione su ulteriori norme, ipoteticamente adatte ad offrire un criterio "residuale" di determinazione del prezzo, idoneo a definirlo in tutti quei casi in cui un corrispettivo non sia facilmente identificabile, sembrerebbe venire in rilievo il secondo comma dell'art. 106 T.U.F.²⁸⁶.

Offrendosi in tale sede un criterio letteralmente destinato ad una generica ipotesi nella quale *non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso*, mi domando se quello del *prezzo medio ponderato di mercato* delle azioni non possa eventualmente rilevare quale parametro *generale* nella determinazione del prezzo, in tutti quei casi nei quali non sia facilmente identificabile una somma pagata dal soggetto obbligato e, quindi, anche nel caso oggetto di questo lavoro, ove (in linea di massima), potrebbe non essere stato pagato alcun corrispettivo dal promotore per *l'acquisto della disponibilità del voto*.

Il secondo comma dell'art. 106 potrebbe dunque configurare un primo aiuto nella ricerca che qui si conduce. La difficoltà nell'individuare un prezzo dell'OPA in ipotesi di acquisto del controllo tramite sollecitazione di deleghe di voto, potrebbe tuttavia risolversi, come sopra accennato, anche, attribuendo alla Consob il potere di determinare tale prezzo, ove si potesse individuare un riferimento, all'interno della disciplina OPA, in forza del quale legittimare tale potere.

Nessuna norma, tuttavia, pare considerare tale eventualità – in caso di OPA obbligatoria totalitaria – prevedendosi esclusivamente che la Commissione possa modificare, in ipotesi ben determinate, incrementandolo o riducendolo, un prezzo già stabilito²⁸⁷.

Ove, tuttavia, si volesse individuare una strada per attribuire comunque alla Consob il compito di determinare il prezzo *equo* al quale lanciare l'OPA, potrebbe forse valutarsi la possibilità di applicare, in via analogica, il procedimento per la determinazione del prezzo previsto per il caso di OPA residuale.

In quest'ultima ipotesi, infatti, nell'eventualità in cui non sia possibile identificare un prezzo di acquisto, né sia stata lanciata precedentemente un'offerta

²⁸⁶ "Per ciascuna categoria di titoli, l'offerta è promossa entro venti giorni a un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, per acquisti di titoli della medesima categoria".

Con la seguente precisazione:

"Qualora non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria nel periodo indicato, l'offerta è promossa per tale categoria di titoli ad un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile".

²⁸⁷ Ai sensi dell'art. 106, comma 3, lettere c) e d), alla Consob spetta il potere di individuare un *prezzo equo correttivo*, ma solo modificando in aumento o in diminuzione un corrispettivo risultante dall'applicazione dei normali parametri.

pubblica, la legge attribuisce espressamente tale compito alla Consob.

A sostegno di un'eventuale applicazione analogica potrebbe forse richiamarsi, in primo luogo, quanto disposto dalla Direttiva 2004/25/Ce in tema di OPA la quale, nel lasciare agli Stati il compito di stabilire le modalità di determinazione del prezzo al quale l'offerta deve essere lanciata, richiede tuttavia che quest'ultima sia promossa ad un prezzo *equo*.

Se tale qualificazione deve connotare il corrispettivo tanto di un' OPA obbligatoria totalitaria ex 106 T.U.F., quanto di un' OPA residuale²⁸⁸, mi domando perché non applicare i medesimi criteri offerti dall'art. 108²⁸⁹ anche ai fini dell'art. 106, nel caso in cui un corrispettivo dell'acquisto non sia facilmente identificabile ed essi siano idonei ad identificare un prezzo *equo*²⁹⁰.

Un'ulteriore ragione in forza della quale mi permetterei di ipotizzare un'applicazione dei criteri di determinazione del prezzo previsti dall'art. 108 T.U.F.

²⁸⁸ L' OPA residuale è prevista dalla Direttiva al Considerando n. 24 ove prevede che gli Stati "dovrebbero adottare le misure necessarie [...] quando un offerente ha acquisito [...] una certa percentuale di capitale di una società con diritto di voto, i detentori dei rimanenti titoli dovrebbero avere la possibilità di obbligarlo ad acquistare i loro titoli".

²⁸⁹ Con riferimento all'art. 108 assume rilevanza in particolare quanto segue:

[...]

3. Nell'ipotesi di cui al comma 1, nonché nei casi di cui al comma 2 in cui la partecipazione ivi indicata sia raggiunta esclusivamente a seguito di offerta pubblica totalitaria, il corrispettivo è pari a quello dell'offerta pubblica totalitaria precedente, sempre che, in caso di offerta volontaria, l'offerente abbia acquistato a seguito dell'offerta stessa, titoli che rappresentano non meno del novanta per cento del capitale con diritto di voto compreso nell'offerta.

4. Al di fuori dei casi di cui al comma 3, il corrispettivo è determinato dalla Consob, tenendo conto anche del corrispettivo dell'eventuale offerta precedente o del prezzo di mercato del semestre anteriore all'annuncio dell'offerta effettuato ai sensi dell'articolo 102, comma 1, o dell'articolo 114, ovvero antecedente l'acquisto che ha determinato il sorgere dell'obbligo.

[...]

7. La Consob detta con regolamento norme di attuazione del presente articolo riguardanti in particolare:

[...]

c) la procedura da seguire per la determinazione del prezzo.

In forza del potere attribuitole dal comma 7 dell'art. 108 la Consob stabilisce all'art. 50 del Regolamento emittenti:

[...]

7. Nel caso in cui l'obbligo di acquisto non sia sorto a seguito di un'offerta pubblica, il corrispettivo è stabilito dalla Consob sulla base del maggiore tra:

a) il prezzo più elevato previsto per l'acquisto di titoli della medesima categoria nel corso degli ultimi dodici mesi da parte del soggetto tenuto all'obbligo di acquisto o da soggetti operanti di concerto con lui;

b) il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi sei mesi prima del sorgere dell'obbligo di acquisto.

8. Qualora non siano disponibili almeno due degli elementi indicati nel comma 6 ovvero non sia disponibile anche uno solo degli elementi indicati nel comma 7, il prezzo è determinato anche sulla base del patrimonio netto rettificato a valore corrente e dell'andamento e prospettive reddituali dell'emittente.

9. Ai fini della determinazione del corrispettivo ai sensi dei commi precedenti: [...]

b) il prezzo medio di mercato potrà essere calcolato con riferimento ad un diverso periodo ritenuto appropriato dalla Consob qualora nel corso del semestre si siano verificate circostanze da cui sia desumibile una scarsa significatività delle quotazioni rilevate sul mercato.

²⁹⁰ Per un'opinione favorevole all'applicazione analogica dei criteri di determinazione del prezzo previsti dall'art. 108 T.U.F. all'art. 106 T.U.F., in mancanza di altri parametri idonei, si veda ENRIQUES, *L' OPA per il controllo*, cit.

anche al caso in esame potrebbe desumersi anche dalla *ratio* della norma. La medesima finalità della disciplina, infatti, potrebbe forse giustificare un eventuale ricorso all'analogia. In relazione a tale questione mi pare di poter affermare che l'offerta pubblica residuale, come disciplinata dall'art. 108, è notoriamente volta, non alla distribuzione di un premio di controllo, ma piuttosto ad attribuire ai soci di minoranza quella possibilità di *exit* che il mercato non consente loro – o consente più difficilmente - a causa della concentrazione di una quota pari al 90% nelle mani di un medesimo soggetto e dunque a garantire un'alternativa ove il mercato sia illiquido.

Il prezzo dell' OPA in tal caso sembrerebbe dover quindi corrispondere ad un'equa valorizzazione delle azioni, così come avviene in caso di recesso.

Se, dunque, la medesima *ratio* – ovvero non tanto la distribuzione di un premio di controllo, qui inesistente, ma la volontà di consentire un'opportunità di *exit* ai soci di minoranza – connota tanto l'ipotesi disciplinata dall'art. 108 T.U.F. quanto la fattispecie di un controllo *acquisito* tramite sollecitazione di deleghe, potrebbe ritenersi forse ragionevole applicare alla fattispecie oggetto di questo lavoro quei medesimi criteri "alternativi" di determinazione del prezzo previsti dal T.U.F. per l'ipotesi di OPA residuale.

Si noti, tuttavia, che mentre ove si voglia individuare un prezzo al quale l'offerta deve essere lanciata potrebbe risultare effettivamente utile ricorrere ad una determinazione in tal senso ad opera della Consob, qualora si volesse semplicemente individuare un parametro al quale comparare il valore di mercato delle partecipazioni per determinare l'eventuale danno in ipotesi di azione di responsabilità per mancata OPA (in ottica dunque *ex post*), tale strumento non risulterebbe adatto.

Un aiuto in tal senso potrebbe allora derivare piuttosto, come si è anticipato, (i) dal criterio residuale previsto dallo stesso art. 106 T.U.F., ovvero (ii), in alternativa, ricorrendo ai criteri previsti per la determinazione del valore delle partecipazioni in caso di recesso. Ipotizzando che la fattispecie in esame possa eventualmente rilevare ai sensi dell'art. 2497*quater*, lett. c, c.c., norma che prevede un diritto di recesso in capo ai soci di minoranza al mutare del soggetto controllante, si potrebbe infatti ricorrere al criterio di valutazione lì indicato²⁹¹.

Si deve infine segnalare che la difficoltà di determinare il prezzo di offerta, non dovrebbe sussistere nell'ipotesi, non improbabile, in cui la soglia del 30% dei diritti di voto su nomina/revoca di cda/cds, in parte grazie a sollecitazione delle deleghe, in parte grazie ad acquisti di azioni. In questo caso il prezzo di offerta dovrebbe essere il prezzo di acquisto più alto pagato negli ultimi dodici mesi dal

²⁹¹ Sulla eventuale riconducibilità della fattispecie oggetto di questo lavoro all'art. 2497*quater*, lett. c, c.c., si veda *infra* paragrafo 9.

promotore.

5.7 Una prima conclusione in un'ottica *de iure condendo*

In conclusione sulla base delle considerazioni fino a qui esposte mi pare di poter affermare che, ove si volesse ragionare in un'ottica *de iure condendo*, come anticipato nel principio di questo capitolo, la soluzione auspicabile per tutelare effettivamente i soci di minoranza, ove di fatto si realizzi un cambio del controllo – o comunque un'acquisizione con carattere di stabilità in una valutazione *ex ante* della disponibilità di diritti di voto sopra soglia - tramite lo strumento della sollecitazione di deleghe di voto, sarebbe necessariamente quella di auspicare un intervento legislativo che preveda espressamente un'estensione dell'applicabilità della disciplina dell'OPA obbligatoria alla fattispecie in esame²⁹².

Tale soluzione, tuttavia, presenterebbe indubbiamente non solo pro ma anche contro. Aspetti positivi deriverebbero dal fatto che, dal punto di vista del mercato (e dell'azionista risparmiatore), ove la sollecitazione risulti nei fatti idonea a consentire l'acquisto, con carattere di stabilità in una prospettiva *ex ante*, della disponibilità di diritti di voto sopra soglia, sicuramente la garanzia di un'OPA obbligatoria avrebbe effetti incentivanti sull'investimento.

Tuttavia, dal punto di vista di colui che sia obbligato a lanciare un'OPA a seguito di sollecitazione di deleghe di voto, una tale conclusione avrebbe necessariamente effetti negativi, dato il gravoso onere che da essa notoriamente discende. L'estensione dell'obbligo di OPA ad una sollecitazione di deleghe con le caratteristiche più volte richiamate, avrebbe dunque l'effetto (per il rischio di incorrere in un onere gravoso come l'OPA totalitaria) di comportare un probabile calo nell'utilizzo di uno strumento (la sollecitazione delle deleghe) molto valorizzato dal legislatore, in particolare a seguito dell'introduzione della Direttiva azionisti.

5.7.1 Sollecitazione delle deleghe e responsabilità da mancato lancio dell'OPA.

Venendo ad una prospettiva *de iure condito*, nei precedenti paragrafi si è cercato di approfondire quale *ratio* sia alla base dell'obbligo di offerta pubblica di

²⁹² A riguardo si noti che l'art. 91 T.U.F. attribuisce alla Consob il compito di esercitare i propri poteri avendo riguardo, tra l'altro, "alla efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario", da definirsi – sono parole di ANELLO – RIZZINI BISINELLI, *D.lgs. 58/1998. Sollecitazione all'investimento e offerta pubblica di acquisto*, in *Società*, 5, 2009, 542 – come il "fenomeno della compravendita delle partecipazioni di controllo e della conseguente permutazione dell'azionista o gruppo di azionisti che esercitano direttamente o indirettamente la gestione della società". In forza di tale compito si potrebbe forse auspicare allora, eventualmente, almeno un'interpretazione estensiva effettuata dalla Consob delle norme in commento, orientata a tutelare gli interessi che, da una mancata applicazione della disciplina OPA alla sollecitazione idonea a modificare il gruppo di controllo, potrebbero risultare lesi.

acquisto, ovvero quali interessi abbiano indotto il nostro legislatore (e, prima ancora, quello comunitario) ad introdurre nell'ordinamento un obbligo tanto gravoso tale addirittura da impedire - o almeno certamente da disincentivare - anche ricambi opportuni del gruppo di controllo e destinato, pertanto, a limitare fortemente la contendibilità del controllo di società quotate.

Non è questa la sede per un'esauriente analisi delle ragioni di fondo di tale scelta legislativa, vorrei invece tentare di individuare quali interessi la disciplina vigente si propone, in concreto, di tutelare.

Come si è ricordato, è riduttivo ricondurre l'obbligo di offerta pubblica di acquisto esclusivamente alla realizzazione di un'equa distribuzione del premio di controllo tra tutti i soci, dovendosi invece tenere in considerazione una pluralità di diverse *rationes*, tra le quali anche quello di garantire alle minoranze una possibilità di *exit* ogni qualvolta muti il gruppo di controllo²⁸³, ovvero la possibilità di rivalutare l'opportunità del proprio investimento essendo mutate (o potendo mutare) le condizioni di rischio dello stesso, in relazione alle future scelte gestionali del nuovo controllante, come già più volte ricordato²⁸⁴.

Non vedrei motivi per escludere che questa *ratio* ricorra anche nel caso in cui si possa ritenere modificato il gruppo di controllo a seguito di sollecitazione di deleghe di voto.

Ferma restando la difficoltà pratica di ricondurre la fattispecie che si sta analizzando alla lettera della norma, secondo l'attuale dizione dell'art. 106 T.U.F., parrebbe tuttavia quantomeno rischioso fornire agli operatori uno strumento idoneo ad eludere la disciplina dell'OPA obbligatoria.

Nella prassi non è infatti difficile individuare casi (basti pensare a quello recente di Impregilo) nei quali la partecipazione acquistata da ciascun soggetto si arresti a soglie prossime al 30%, senza tuttavia raggiungerlo, proprio al fine di evitare il sorgere di un obbligo di offerta, scegliendo di ricorrere poi a strumenti diversi per disporre degli ulteriori voti necessari a garantirsi il dominio in assemblea.

Due allora mi paiono gli scenari ipotizzabili a riguardo.

²⁸³ In aggiunta alla dottrina già citata (v. sopra) si veda altresì TOLA, *OPA e tutela*, cit., 105, ove l'Autrice sottolinea l'esistenza in ogni caso di un interesse meritevole di tutela in capo a colui che veda mutare il gruppo di controllo affermando "*chi ha acquisito una partecipazione in una data società confidando nell'abilità dei suoi gestori viene ritenuto meritevole di tutela nel momento in cui la stessa si trovi ad essere amministrata da un differente gruppo di controllo*", chi si trova a dover subire il mutamento del controllo deve dunque, a parere dell'Autrice, poter decidere liberamente della sorte della propria partecipazione "*valutandone la convenienza anche alla luce delle modalità di realizzazione dell'interesse sociale che si profileranno con la nuova gestione*".

²⁸⁴ L'ordinamento tutela il medesimo diritto in capo alle minoranze attraverso la disposizione di cui all'art. 2497*quater*, lett. c, c.c., prevedendo il diritto di recesso in ipotesi di inizio e cessazione di attività di direzione e coordinamento (alle quali viene equiparata la modifica del soggetto controllante). Sul punto - e in particolare sulla relazione tra tale fattispecie e quella oggetto di questo lavoro - si veda infra paragrafo 5.8.

Il primo consiste nel considerare *direttamente* applicabile al caso di specie la disciplina prevista dagli artt. 106 e ss. T.U.F., ove si ritengano condivisibili le considerazioni precedentemente esposte per superare le difficoltà testuali.

Questo comporterebbe la conseguenza di configurare - anche ove la soglia rilevante sia raggiunta tramite sollecitazione di deleghe - una responsabilità in caso di mancato lancio dell' OPA in capo al promotore ed un diritto al risarcimento del danno in capo ai soci di minoranza.

Come è noto, infatti, dal mancato adempimento dell'obbligo di acquisto, sorto ai sensi dell'art. 106 T.U.F., deriva una responsabilità, secondo l'orientamento prevalente, anche se si discute se essa vada ricondotta all'alveo della responsabilità contrattuale, o di quella extra-contrattuale²⁹⁵.

²⁹⁵ In passato dubbi erano stati espressi da dottrina e giurisprudenza riguardo alla configurabilità di una responsabilità da mancata OPA essenzialmente partendo dal presupposto che l'offerta pubblica dovesse considerarsi, non un vero e proprio obbligo, ma piuttosto un onere per l'acquisto del controllo effettivo della società partecipata, così da non poter ipotizzare una conseguente azione risarcitoria in capo al socio di minoranza, posto che all'inadempimento dell'onere consegue esclusivamente il mancato raggiungimento del vantaggio ricercato. Ulteriore ragione per escludere un qualche risarcimento in capo al socio di minoranza era mosso dalla considerazione che il sistema di sanzioni espressamente previsto dalla normativa OPA (art. 110 T.U.F.) dovesse considerarsi già sufficiente, senza lasciare spazio dunque ad ulteriori profili risarcitori in capo al singolo socio. In dottrina, tra coloro che negavano la configurabilità di una responsabilità si vedano GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, Giappichelli, 2004, 97; CALLEGARI, *Commento all'art. 110*, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, Commentario diretto da Cottino, Torino, Utet, 1999, 69; MANZINI, *L'OPA totalitaria e le sue esenzioni*, in AA. VV. *Le offerte pubbliche di acquisto. La nuova disciplina delle OPA nel testo unico della finanza*, a cura di Belvedere - Mazzini e altri, Milano, Giuffrè, 2000, 126 (con riguardo alla disciplina previgente all'entrata in vigore del T.U.F. si vedano altresì WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 414; BENAZZO, *I presupposti*, cit., 117, nt.4).

Con riferimento all'annoso dibattito circa la stessa configurabilità di un risarcimento del danno e la natura contrattuale o extra contrattuale della responsabilità da mancata OPA non può non richiamarsi il caso Sai-Fondiararia nonché il dibattito sorto tra il Tribunale di Milano - favorevole ad una responsabilità di natura contrattuale [Trib. Milano, 9 giugno 2005, n. 2668, in *Giur. comm.*, 2005, II, 770 ss.; Trib. Milano, 2 maggio 2007, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, II, 572 ss.; Trib. Milano, 22 maggio 2008, in *Giur. comm.*, 2009, II, 78 ss.; Trib. Milano, 15 marzo 2010, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 595 ss.] - e la Corte d'Appello, restia a riconoscere una qualche responsabilità, comunque eventualmente orientata a configurarla solo come extra contrattuale [App. Milano, 15 gennaio 2007, in *Riv. dir. comm.*, 2007, II, 63 ss. e in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, II, 572 ss. App. Milano, 20 dicembre 2007, in *Giur. Comm.*, 2008, II, 77 ss.] - fino alle recenti pronunce della Corte di Cassazione (n. 14392/2012 in *Giust. Civ. Mass.*, 2012, 7-8, 1035; n. 14399/2012; n. 14400/2012 in *Giur. comm.*, 2013, 5, 793 e n. 22099/2013 in *Giust. Civ. Mass.*, 2013; *Diritto e Giustizia*, 2013, 1207).

Per una recente analisi delle diverse fasi del caso Sai - Fondiararia e degli orientamenti seguiti da Tribunale, Corte d'Appello e Cassazione si veda CACCHI PESSANI, *Inadempimento*, cit., 793 e ss. Sul punto si rimanda in dottrina, tra gli altri, anche a: GATTI, *Mancata promozione di OPA obbligatoria e risarcimento del danno*, in *Giur. comm.*, II, 2005, 774 e ss.; ROMAGNOLI, *Diritti dell'investitore*, cit., 27 ss.; ID, *Responsabilità contrattuale per omissione d'OPA obbligatoria e tutela risarcitoria subordinata*, in NLCC, 2006, I, 435 e ss.; TUCCI, *Obbligo di offerta e responsabilità civile*, in *Riv. soc.*, 2007, 999 ss.; POLIANI, *Risarcimento del danno da mancata promozione di OPA obbligatoria*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 1098 e ss.; MOSCA, *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell'obbligo di OPA*, in *Riv. soc.*, 2007, 1291 ss. Con particolare attenzione alla valutazione del danno risarcibile si veda altresì MUCCIARELLI, *Il risarcimento del danno per mancata proposizione dell'OPA obbligatoria: l'epilogo del caso SAI/Fondiararia?*, in *Giur. Comm.*, II, 2013, 202; si richiama infine la recente posizione di GIUDICI, *Il private enforcement in caso di elusione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto*, in *Società*, 2,

Senza potere in questa sede ripercorrere esaustivamente il dibattito a riguardo si può ricordare che i sostenitori della responsabilità contrattuale da mancata OPA riconducono l'offerta pubblica ad un vero e proprio obbligo giuridico, a fronte del quale sorgerebbe dunque un diritto soggettivo all'adempimento²⁸⁵. La mancata presentazione dell'offerta al ricorrere dei presupposti di legge comporterebbe dunque l'inadempimento di un'obbligazione preesistente, fonte di responsabilità ai sensi dell'art. 1218 c.c.²⁸⁶.

Tale tesi è stata confermata da recenti pronunce della Corte di Cassazione²⁸⁷, che espressamente hanno ricondotto la responsabilità da mancata offerta nell'ambito della responsabilità contrattuale.

2013, 182, ove l'Autore, pur riconoscendo l'utilità e l'ammissibilità del rimedio civilistico del risarcimento del danno da mancata OPA, ritiene tuttavia che la configurabilità di un tale rimedio in aggiunta alle sanzioni espressamente previste dall'art. 110 T.U.F. debba vagliarsi caso per caso.

²⁸⁵ COSTI – ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, Padova, Cedam, 2004, 168; ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, Il mulino, 2002, 12 e 235 ss.; DESANA, *Tribunale versus Corte d'Appello nella vicenda Sai Fondiaria*, in *BBTC*, 2007, I, 605; TUCCL, *La violazione*, cit., 48 e ss. il quale si propone di dimostrare che la disciplina dell'OPA obbligatoria è "fonte di un'attribuzione normativa a soggetti determinati" tale dunque da "dare ingresso al rimedio risarcitorio [...] nel caso di lesione", ovvero di "dare vita ad un vero e proprio rapporto obbligatorio" con conseguente responsabilità contrattuale; DE GIOIA-CARABELLESE, *La responsabilità in caso di violazione dell'OPA obbligatoria*, in *Società*, 2000, 1368; ID., *Responsabilità per violazione di OPA obbligatoria: epistemologia di un passaggio a nord-ovest*, in *Società*, 2005, 1145 ss.; ROMAGNOLI, *Diritti dell'investitore*, cit., 33; ID., *Responsabilità*, cit., 435 ss.; ID., *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, Padova, Cedam, 1996, 169; GATTI, *Mancata promozione di OPA obbligatoria e risarcimento del danno*, in *Giur. comm.*, II, 2005, 788; MERUZZI, *Responsabilità da contratto, culpa in contrahendo e dintorni: il caso Sai-Fondiaria*, in *Giur. merito*, 10, 2007, 2600; Con riferimento alla responsabilità civile da mancata OPA si veda altresì GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 300 e ss., il quale tuttavia è restio a ricondurre l'obbligo risarcitorio in questione nell'alveo delle categorie civilistiche della responsabilità contrattuale o extracontrattuale in quanto, a parere dell'Autore potrebbe invece essere vista "a seconda del lato da cui ci si colloca, come contrattuale (se si guarda dalla visuale del contratto sociale come integrato dalla legge) o come extracontrattuale (se si guarda dall'esterno, riferendosi alla posizione del potenziale investitore che si trovi in quel particolare momento a essere anche azionista della società)".

²⁸⁶ La natura contrattuale della responsabilità deriverebbe dunque dalla "violazione di una norma giuridica preesistente, attributiva di un'aspettativa giuridicamente rilevante, come tale idonea a fondare un'obbligazione in conformità con l'ordinamento giuridico", come si legge in TUCCL, *La violazione*, cit., 58. A sostegno della natura contrattuale di tale responsabilità l'Autore richiama Trib. Milano, 26 maggio 2005, reperibile in *Giur. comm.*, 2005 II, 753 e ss., ove si sostiene la tesi del c.d. diritto all'OPA. L'obbligo di offerta in tale ottica perseguirebbe finalità di tutela del mercato finanziario nel suo complesso, nonché di tutela degli azionisti contro eventuali pregiudizi derivanti dal trasferimento del controllo. L'art. 106 T.U.F. sarebbe dunque fonte di un'obbligazione risarcitoria a carico di colui che avrebbe dovuto effettuare l'offerta nei confronti dei mancati oblati. Il medesimo Autore sottolinea nuovamente la riconducibilità della responsabilità in esame nell'ambito della responsabilità contrattuale, questa volta aderendo alla posizione della Cassazione espressa nella sentenza 10 agosto 2012 n. 14400, in ID., *La responsabilità per violazione dell'obbligo di OPA al vaglio della Cassazione*, in *BBTC*, II, 2012, 736 e ss.

²⁸⁷ Ci si riferisce, da ultimo, a Cassazione, sez. I Civile, 26 settembre 2013, n. 22099, pubblicata in *Giust. Civ. Mass.*, 2013; *Diritto e Giustizia*, 2013, 1207 con nota di VITERBO. In tale pronuncia si richiama quanto già sostenuto dalla medesima Corte in altre recenti sentenze (n. 14392/2012 in *Giust. Civ. Mass.*, 2012, 7-8, 1035; n. 14399/2012; n. 14400/2012 in *Giur. comm.*, 2013, 5, 793) le quali hanno espressamente affermato che "[...] qualora sia inadempito l'obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria, ai sensi dell'art. 106 del d.lgs. n. 58 del 1998, gravante - come

Altra parte di dottrina (oltre alla già menzionata sentenza della Corte di Appello di Milano) sostiene ci si trovi invece di fronte ad un'ipotesi di responsabilità extra contrattuale²⁹⁹. In tale ottica dall'art. 106 T.U.F. deriverebbe una regola di condotta volta a tutelare gli azionisti di minoranza, il cui mancato adempimento – integrando un comportamento *non iure* – darebbe origine ad una responsabilità aquiliana, “volta a ristorare una perdita di valori già appropriati alla sfera individuale altrui”³⁰⁰.

obbligo a contrarre - a carico dell'acquirente del pacchetto azionario che superi la soglia del trenta per cento, compete agli azionisti, cui l'offerta avrebbe dovuto essere rivolta, il diritto soggettivo al risarcimento del danno patrimoniale a titolo contrattuale (o ex lege), ove essi dimostrino di avere perso una possibilità di guadagno a causa della mancata promozione dell'offerta [...]”.

La sentenza in esame sottolinea poi la natura contrattuale della responsabilità ricordando che “la proposizione dell'offerta pubblica d'acquisto [...], non configura un mero onere per l'acquirente del pacchetto azionario che superi la soglia del trenta per cento, ma integra una vera e propria obbligazione ex lege. Ne fanno fede non solo la terminologia adoperata dal legislatore (nel comma 5, e nei novellati commi 4 e 5, dell'art. 106 del t.u.f. dove si parla di “obbligo di offerta”) e la ratio di tutela dei possessori di partecipazioni di minoranza espressa nel nono considerando della Direttiva 2004/25/Ce (successiva ai fatti ma ispirata da principi preesistenti), ma anche l'esistenza di sanzioni in caso di violazione”; nonché più oltre nel testo “si tratta di una responsabilità contrattuale per la violazione di un'obbligazione che la legge (artt. 1173 e 1218 c.c.) fa scaturire da un comportamento volontario (l'acquisto di azioni di società quotata idoneo a realizzare una partecipazione superiore alla soglia prevista) con cui taluno entra in contatto con una cerchia ben definita di soggetti (gli azionisti di minoranza) nell'interesse specifico dei quali la prestazione rimasta inadempita (consistente nel promuovere l'offerta) era dovuta”. In riferimento al danno si legge più oltre come l'inadempimento di un obbligo legale (e quindi contrattuale) “ha prodotto come conseguenza prevedibile e, quindi, risarcibile la perdita non di una mera aspettativa di fatto, ma di una chance, cioè di una concreta ed effettiva occasione favorevole di conseguire un determinato vantaggio, che rappresenta un'entità patrimoniale a sé stante giuridicamente ed economicamente valutabile”.

La finalità della disciplina, riconducibile come si è più volte ricordato non solo alla distribuzione del premio di controllo ma anche a consentire una possibilità di exit agli azionisti di minoranza, pare poi alla base della affermazione secondo la quale “L'obbligazione di cui si tratta non sorge genericamente nei riguardi dell'ordinamento o verso soggetti indeterminati, bensì nei confronti di coloro i quali siano, in quel momento, titolari di azioni emesse dalla società quotata del cui capitale l'obbligato ha acquistato la partecipazione superiore al trenta per cento. Il descritto meccanismo legale, pur se concepito per la realizzazione di finalità pubblicistiche inerenti al buon funzionamento del mercato finanziario, è destinato anche a realizzare il soddisfacimento di un interesse facente capo ai soci di minoranza, cui il legislatore vuole che l'offerta d'acquisto sia rivolta affinché essi possano scegliere se conservare la titolarità delle loro azioni, confidando in un futuro aumento del valore e della redditività delle stesse, o se monetizzarle per beneficiare anch'essi in qualche misura del premio di maggioranza”.

²⁹⁹ LISANTI, *Se l'OPA obbligatoria sia veramente tale*, in *Foro it.*, 1999, I, 2722, per il quale dall'art. 106 T.U.F. non discenderebbe un obbligo a contrarre ma solamente ad effettuare una proposta contrattuale; di conseguenza il socio di minoranza, pur non potendo godere di una posizione soggettiva qualificabile come diritto soggettivo, subirebbe dalla violazione dell'obbligo la perdita di una prospettiva di guadagno, configurabile come perdita di una *chance* e idonea dunque a fondare un'azione risarcitoria, avente tuttavia natura extracontrattuale; MORELLO, *Mancata promozione di OPA obbligatoria totalitaria e risarcimento del danno*, in *Società*, 2006, 408; GUIZZI, *Noterelle*, cit., 259 e s., per il quale la mancata proposizione dell'offerta viene in rilievo come “tipico comportamento non iure” in quanto contrario a specifica norma di condotta, e dunque fonte di una tutela aquiliana; POLIANI, *Risarcimento del danno*, cit., 1097 e ss.;

³⁰⁰ GUIZZI, *Noterelle*, cit., 260. In tale prospettiva l'obbligo imposto dalla legge sarebbe finalizzato alla conservazione delle prerogative degli investitori, cosicché la violazione dello stesso dovrebbe ricondursi nell'alveo della responsabilità extra contrattuale in quanto la mancata promozione dell'offerta costituirebbe una condotta non *iure* tale da interferire con l'esercizio di un potere dell'investitore protetto dall'ordinamento.

5.7.2 (*segue*) Ulteriori strumenti di tutela alternativa

Ove si ritenesse non direttamente applicabile la disciplina dell'OPA obbligatoria al caso di sollecitazione delle deleghe di voto con le caratteristiche più volte richiamate, resterebbe la possibilità di considerare comunque per se stesso meritevole di tutela l'interesse della minoranza a rivalutare la scelta del proprio investimento, ogni qualvolta muti il gruppo di controllo, garantendo a tutti i soci, in ogni caso, un diritto di *exit* o, in mancanza, un risarcimento del danno subito.

Seguendo tale ultima impostazione si dovrebbe dunque riconoscere in capo a colui che investe in azioni di società quotate - dal momento stesso in cui assume un partecipazione di minoranza - un'aspettativa giuridicamente tutelata dall'ordinamento consistente in un diritto di *exit* al verificarsi di ogni cambio del gruppo di controllo, indipendentemente dall'applicabilità o non della disciplina OPA (la quale, a mio parere, potrebbe assumere rilevanza quale indice della protezione nel nostro ordinamento di questo interesse, disciplinando proprio l'ipotesi più frequente di ricambio del controllo, ovvero quello mediante acquisto di partecipazioni).

Qualora si opti dunque per la soluzione da ultimo proposta, colui che - indipendentemente dallo strumento utilizzato - riesca ad ottenere il controllo di una società quotata dovrebbe offrire a tutti i soci, anche ove non si potessero ritenere integrati i presupposti per il sorgere di un obbligo di OPA ex art. 106 T.U.F., una possibilità di disinvestimento.

E chiaro che affermare l'esistenza di una tale aspettativa in capo ai soci di minoranza comporta necessariamente, non solo un onere molto gravoso, ma necessariamente anche una responsabilità³⁰¹ del nuovo controllante in mancanza di offerta.

5.8 Il rilievo dell'art. 2497^{quater} c.c. nella fattispecie in esame.

³⁰¹ Essa potrebbe essere configurata, secondo le opzioni di vertice che si compiano in materia, in termini contrattuali (se del caso, quale responsabilità da contatto sociale) o extracontrattuali. Sulle "origini" della responsabilità da contatto sociale, con riferimento alla responsabilità del medico dipendente ospedaliero nei confronti del paziente si vedano, senza pretesa di esaustività, CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, in *Scritti in onore di L. Mengoni*, Milano, 1995, I, 148, ss.; Cass. 22 gennaio 1999 n. 589 in *Foro it.*, I, 1999, 3332; in *Danno e resp.*, 1999, 294 con nota di CARBONE, *La responsabilità del medico ospedaliero come responsabilità da contatto*; in *Corr.giur.*, 1999, 441, con nota di DI MAJO, *L'obbligazione senza prestazione approda in Cassazione*; in *Giust. Civ.*, 1999, I, 999. Con riferimento al diritto societario è stata ricondotta a tale paradigma la responsabilità dell'amministratore di fatto, si veda sul punto Cass. 6 marzo 1999 n. 1925 in *Foro it.*, 2000, I, 2299; in *Corr. Giur.* 1999, 1396 con nota di PERRONE, *Un revirement della cassazione sulla responsabilità dell'amministratore di fatto*, in *Corr. Giur.* 1999, 1396; Per una recente analisi delle fattispecie riconducibili alla responsabilità da contatto sociale si veda FRANZONI, *La responsabilità precontrattuale è dunque... "contrattuale"?*, in *Contratto e impresa*, II, 2013, 283 e ss.

Indipendentemente dalla forma di responsabilità alla quale si scelga di ricondurre l'eventuale mancata offerta pubblica di acquisto – ovvero la tutela dell'aspettativa giuridicamente rilevante riconducibile ad un diritto di *exit* in ogni ipotesi di cambio del controllo – il problema effettivo risulta, come già ricordato, la determinazione del danno risarcibile, in mancanza di un prezzo pagato da colui che *acquista* il controllo.

Come anticipato nel corso dei precedenti paragrafi un suggerimento, non solo quale alternativa all' OPA, ma eventualmente anche al fine della determinazione di un parametro per stabilire il danno risarcibile, potrebbe forse derivare dalla disposizione di cui all'art. 2497*quater* c.c.

Questa norma potrebbe venire in considerazione sia ai fini di una sua eventuale applicazione diretta al caso in esame, ove non si ritengano percorribili gli itinerari argomentativi esposti in precedenza, sia al fine di individuare un criterio di determinazione del danno risarcibile in capo al socio di minoranza per lesione di quell'aspettativa giuridicamente rilevante, consistente in un diritto di *exit* in caso di mutamento del controllo.

La norma citata, dettata in tema di gruppi di società, pare infatti conferire ulteriore fondamento alla rilevanza centrale attribuita dal nostro legislatore al diritto ad un disinvestimento in capo ai soci di minoranza nelle ipotesi di modifica del soggetto *holding*, per lo meno nei casi in cui ciò alteri le condizioni di rischio dell'investimento (elemento, quest'ultimo, che è stato precedentemente, paragrafo 5.4, considerato rilevante ai fini della *ratio* dell' OPA obbligatoria).

L'art. 2497*quater*, lett. c, infatti, espressamente prevede il diritto di recesso per il socio di società soggetta ad altrui direzione e coordinamento all'inizio ed alla cessazione di quest'ultima, al ricorrere di determinate condizioni.

Per valutare un'eventuale applicazione diretta della disciplina in esame ad ipotesi legate all'utilizzazione di sollecitazioni di deleghe di voto occorre pertanto accertare, in primo luogo, se il presupposto in forza del quale sorge il diritto di recesso possa ritenersi integrato solo ove l'attività di direzione e coordinamento *inizi* o *termini* in senso assoluto, ovvero anche qualora semplicemente *muti* il soggetto che la esercita³⁰².

Sul punto si è affermato in dottrina l'orientamento che spetti il diritto di recesso al socio anche per la modifica del soggetto *holding*³⁰³, non solo in quanto una

³⁰² La norma potrà trovare applicazione solo in presenza di un'attività di direzione e coordinamento, che, peraltro, in base al disposto dell'art. 2497*sexies* c.c. si presume, salva prova contraria, sia esercitata dalla società o ente controllante ai sensi dell'art. 2359 c.c. Rileva perplessità circa il rimando a tale norma, con riferimento alla disposizione di cui all'art. 2497*quater*, lett. c, c.c. tra gli altri GALLETTI, *Commento all'art. 2497quater* c.c., in *Il nuovo diritto delle società*, Commentario a cura di Maffei Alberti, III, Padova, Cedam, 2005, 2404 e s.;

³⁰³ WEIGMANN, *Dalla società per azioni alla società per carati*, in Benazzo – Patriarca – Presti, *Il*

tale fattispecie potrebbe ricondursi ad un (nuovo) *inizio* dell'attività di direzione e coordinamento³⁰³, ma anche perché difficilmente può negarsi che sussista, anche in tale ipotesi, la medesima *ratio* posta a fondamento della disciplina, riconducibile ad un diritto di *exit* in caso di mutamento delle condizioni di rischio dell'investimento, che si può verificare non solo in caso di avvio e interruzione dell'attività di direzione e coordinamento, ma anche di mutamento del soggetto che tale attività esercita³⁰⁵.

Se, dunque, anche la sola modifica del soggetto che dirige e coordina è idonea a determinare il sorgere di un diritto di *exit* in capo al socio, restano da valutare gli ulteriori requisiti previsti dalla normativa in esame, per vagliarne, come si è anticipato, anzitutto un'eventuale applicazione diretta al caso oggetto di questo lavoro, ove si possa accertare un acquisto del controllo di fatto da parte del promotore (con conseguente presunzione di esercizio dell'attività di direzione e coordinamento).

Dato che la norma in esame consente al socio un diritto di recesso solo ove "*non si tratti di società con azioni quotate in mercati regolamentati*", ne derivi "*un'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento e non venga promossa un'offerta pubblica di acquisto*", occorre accertare se si richieda la sussistenza congiunta dei suddetti requisiti.

Ove, infatti, la disposizione dovesse essere interpretata nel senso che solo l'effettivo lancio di un'offerta pubblica di acquisto (obbligatoria o volontaria) sia idoneo ad evitare il sorgere di un diritto di recesso, parrebbe difficile escludere che in caso di mutamento del controllo³⁰⁴ realizzato tramite sollecitazione - e dunque in mancanza di un'offerta pubblica - possa escludersi il diritto, in capo al socio di

nuovo diritto societario tra società aperte e società private, Milano, Giuffrè, 172; SCOGNAMIGLIO, *I gruppi di società*, in AA.VV., *Diritto commerciale*, IV, Bologna, Zanichelli, 2004, 403; GALGANO, *Commento all'art. 2497quater c.c.*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna - Roma, Zanichelli, 1982, 160; TOMBARI, *I gruppi di società*, in *Le nuove s.p.a.*, a cura di Cagnasso - Panzani, Bologna, Zanichelli, 2010, 1790; MAUGERI, *Formazione del gruppo e diritti dei soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, 294 e s.; VENTORUZZO, *Brevi note sul diritto di recesso in caso di direzione e coordinamento di società (art. 2497quater, c.c.)*, in *Riv. soc.*, 2008, 1186; PENNISI, *La disciplina delle società soggette a direzione unitaria ed il recesso nei gruppi*, in *Il nuovo diritto delle società*, diretto da ABBADESSA - PORTALE, 3, 943; ID, *Il diritto di recesso nelle società soggette ad attività di direzione e coordinamento: alcune considerazioni*, in *RDS*, I, 2009, 41 e s.; ANNUNZIATA, *Commento all'art. 2497quater c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società* a cura di Marchetti - Bianchi - Ghezzi - Notari, Milano, 2008, 277; Cfr. GALLETTI, *Commento all'art. 2497quater c.c.*, cit., 2403; BALDISSEROTTO, *Commento all'art. 2497quater c.c.*, in *Commentario delle società* a cura di Grippo, Torino, Utet, 2009, 1175;

³⁰⁴ GALLETTI, *Commento all'art. 2497quater c.c.*, cit., 2403; VENTORUZZO, *Brevi note sul diritto di recesso*, cit., 1187, per il quale è l'inizio e la cessazione dell'attività di eterodirezione "*da parte di un particolare soggetto*" ad implicare una modifica delle condizioni di rischio dell'investimento e dunque giustificare il sorgere del diritto di *exit*.

³⁰⁵ Sulla *ratio* della disposizione in esame cfr., tra gli altri, ANNUNZIATA, *Commento all'art.2497quater c.c.*, cit., 377; NIUTTA, *La novella del codice civile in materia societaria: luci ed ombre della nuova disciplina sui gruppi di società*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 414;

³⁰⁶ Dato che si sta ipotizzando un'applicazione diretta dell'art. 2497quater, c.c., occorre anche che il cambio del controllo implichi modifica del soggetto che esercita attività di direzione e coordinamento e un'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento.

minoranza, di recedere dalla società. Una tale conclusione consentirebbe dunque di individuare, già in un'ottica *de iure condito*, una tutela forte per il socio di minoranza, anche ove il controllo (o meglio, la direzione e il coordinamento) muti in seguito a sollecitazione di deleghe.

Bisogna tuttavia ammettere che la lettura della norma in commento, che richiede la presenza congiunta dei requisiti, non è pacifica in dottrina. Benchè, infatti, si ritenga che la *ratio* sottesa alla disciplina sia quella di consentire un diritto di *exit* al mutamento delle condizioni di rischio derivanti dall'inizio e interruzione di un'attività di direzione e coordinamento, o di modifica del soggetto che la esercita, la ragione dell'esclusione di un tale diritto con riferimento alle società quotate si riconduce generalmente all'esistenza di un mercato idoneo a garantire, in ogni caso, un disinvestimento³⁰⁷.

In base a questa interpretazione della norma, il recesso è escluso per la mera esistenza di un mercato regolamentato ove siano quotate le azioni della società.

A ben vedere, tuttavia, non pochi Autori³⁰⁸ sembrano sostenere che sia, invece, proprio l'effettivo ricorrere nel caso concreto dei presupposti idonei al sorgere di un'

³⁰⁷ Si vedano in tal senso, tra gli altri, GALGANO, *Commento all'art. 2497quater c.c.*, cit., 160, per il quale in società quotata il socio potrebbe "agevolmente uscire dalla società cedendo le sue azioni"; VENTORUZZO, *Brevi note sul diritto di recesso*, cit., 1188; PAVONE LA ROSA, *Nuovi profili della disciplina dei gruppi societari*, in *Riv. soc.*, 2003, 778; RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Società*, 2003, 928; MAUGERI, *Formazione*, cit., 299 e ss., il quale pur ponendo il dubbio riguardo all'astratta configurabilità del diritto di recesso anche in capo al socio di società quotata in mancanza dei presupposti per il lancio di un' OPA obbligatoria, ritiene che la legge muova dall'assunto secondo cui l'azionista di minoranza possa in tal caso comunque reagire mediante cessione delle azioni sul mercato, affermando che il tenore letterale della norma "inequivocabilmente esclude dal proprio ambito di applicazione le società con azioni quotate in mercati regolamentati"; recesso e disciplina dell' OPA obbligatoria presentano anzi, per l'Autore, caratteristiche profondamente differenti sia dal punto di vista dei presupposti, quanto delle conseguenze di un'eventuale violazione; ID, *Riflessioni minime sul recesso dal gruppo*, in *Riv. dir. Comm.*, 2009, 895 e s.; GALLETTI, *Commento all'art. 2497quater c.c.*, cit., 2402; PENNISI, *La disciplina*, cit., 943; ANNUNZIATA, *Commento all'art. 2497quater c.c.*, cit., 278; CALLEGARI, *Commento all'art. 2497quater c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da Cottino – Bonfante – Cagnasso – Montalenti, Bologna, 2004, 2210; IRACE, *Commento all'art. 2497quater c.c.*, in *La riforma delle società*, Commentario a cura di Sandulli – Santoro, Torino, Giappichelli, 2003, 338 e s.; NIUTTA, *La novella*, cit., 413, il quale tuttavia, dopo aver affermato che il socio di società quotata sarebbe sempre in condizione di liquidare il proprio investimento alienando la partecipazione sul mercato, aggiunge "fuori dai mercati regolamentati, in effetti, l'acquisto di una quota sociale che risulti idonea a conferire il controllo non implica l'obbligo di lanciare un' OPA", così dando l'impressione di giustificare l'assenza di un diritto di recesso in capo al socio sulla base dell'esistenza di un' OPA obbligatoria in caso di mutamento del controllo; BRODASCA, *Commento all'art. 2497quater c.c.*, in *Codice commentato delle s.p.a.*, diretto da Fauceglia – Schiano di Pepe, Torino, Utet, 2007, 1654, per la quale i soci di minoranza esterni al gruppo di controllo sarebbero "sufficientemente tutelati dalla maggior facilità di vendere la propria partecipazione", nonché "ove ne ricorrano i presupposti", dall'istituto dell'offerta pubblica di acquisto.

³⁰⁸ SCOGNAMIGLIO, *I gruppi*, cit., 403 e 410; ID, *I gruppi di società*, consultato in data aprile 2014 al seguente indirizzo http://elearning2.uniroma1.it/pluginfile.php/113100/mod_resource/content/1/Gruppi%20di%20società%20.pdf; per la quale il recesso sarebbe escluso non solo dal fatto che, essendo la società quotata, l'*exit* sarebbe garantito dalla facile negoziabilità dei titoli, ma anche dalla necessaria promozione di un'offerta pubblica; il diritto sarebbe cioè "escluso o paralizzato dalla

OPA obbligatoria, oppure l'effettivo lancio di un' OPA volontaria, ad escludere il diritto di recesso per il socio di società quotata soggetta a direzione e coordinamento, allorquando ne muti il controllo³⁰⁰.

Mentre, infatti, per le società che non hanno azioni quotate in mercati regolamentati in dottrina si ritiene che il diritto di recesso ex art. 2497*quater*, lett. c, c.c. sorga esclusivamente qualora non sia stata lanciata un' OPA (volontaria), dovendosi tuttavia intendere l'esclusione limitata all'ipotesi in cui il prezzo offerto agli azionisti non sia comunque inferiore a quello che si sarebbe loro attribuito secondo i criteri previsti per il recesso³⁰⁰ – integrandosi, altrimenti, una violazione dell'art. 2437, ultimo comma, c.c. – con riferimento alle società quotate gli Autori si

*contemporanea e contestuale esistenza dei due presupposti indicati, quello della quotazione in borsa delle azioni della società e quello del lancio dell' OPA da parte dell'acquirente del controllo; mentre non è escluso dalla quotazione in borsa delle azioni, quando non vi sia stato lancio di OPA", per l'Autrice anzi l'istituto dell' OPA deve considerarsi un "succedaneo rispetto al recesso del socio di società appartenente ad un gruppo", tanto che il recesso, nelle ipotesi di ingresso in un gruppo è previsto "nei casi in cui non venga promossa, non sussistendone i presupposti, un'offerta pubblica di acquisto"; ANGELICI, La riforma delle società di capitali, Padova, Cedam, 2006, 88, afferma che il recesso sarebbe escluso "quando si tratta di società con azioni quotate in un mercato regolamentato e venga promossa un'offerta pubblica di acquisto", sottolineando così la necessaria coesistenza di entrambi i presupposti; pare sostenere la medesima tesi anche BALDISSEROTTO, Commento all'art. 2497*quater* c.c., cit., 1175, laddove afferma che "la circostanza che la società sia quotata agevola di per sé lo smobilizzo della partecipazione" aggiungendo tuttavia che "il disinvestimento è garantito in questo caso mediante adesione ad un'offerta pubblica d'acquisto obbligatoria, ai sensi degli artt. 106 e ss. T.U.F."; pare sostenere la medesima tesi anche GUIZZI, Partecipazioni qualificate e gruppi, cit., 353, ove giustifica il diritto di recesso del socio "là dove non esista un meccanismo alternativo che si renda garante della possibilità di mobilitazione", giustificando l'esenzione qualora le azioni siano "negoziare su mercati regolamentati e sia stata promossa un'offerta volontaria diretta a rilevare la totalità delle azioni".*

A ben vedere, forse, un indice a sostegno della tesi che esclude il recesso solo qualora l'*exit* sia garantito al socio attraverso un'offerta pubblica di acquisto – anche ove si tratti di società quotata – potrebbe individuarsi nell'art. 10, lett. d della legge delega 3.10.2001 n. 366, che indica quale direttiva della riforma "individuare i casi nei quali riconoscere adeguate forme di tutela al socio al momento dell'ingresso e dell'uscita della società dal gruppo, ed eventualmente il diritto di recesso quando non sussistono le condizioni per l'obbligo di offerta pubblica di acquisto". Un'ulteriore indicazione in tal senso può forse leggersi nell'art. 3 della Proposta di tredicesima direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, concernente le offerte pubbliche di acquisto, del 7 febbraio 1996 – COM (95) 655 def. – 9510341 (COD), reperibile in *Banca, borsa, titoli di credito*, 1996, I, 418 e ss., ove espressamente si alludeva all'offerta di acquisizione obbligatoria, ovvero ad "altri strumenti" idonei ad assicurare una tutela agli azionisti di minoranza "ogniquale volta una persona o un'entità assume il controllo di una società quotata in seguito all'acquisizione di una partecipazione", disposizione menzionata da GALLETTI, *Commento all'art. 2497*quater* c.c., cit., 2398.*

³⁰⁰ Ancora prima dell'introduzione della norma in commento si veda la critica di MONTALENTI, *Gruppi e conflitto di interessi nella riforma del diritto societario*, in *Giur. Comm.*, 2002, 629, ove l'Autore, perplesso sul diritto di recesso, ritiene invece soluzione preferibile affidare la tutela dei soci esclusivamente all'OPA obbligatoria, dovendosi a suo parere "rimeditare l'obbligo di OPA in caso di mutamento del controllo, anziché di superamento della soglia fissa".

³⁰⁰ Sottolineano, infatti, diversi Autori come, data l'alternativa tra OPA volontaria e diritto di recesso, il socio sarà idoneamente tutelato dalla prima solo ove sia promossa ad un prezzo almeno pari a quello che si sarebbe determinato ricorrendo ai criteri previsti per il recesso. Tra gli altri si vedano VENTORUZZO, *Brevi note sul diritto di recesso*, cit., 1189 e s.; MAUGERI, *Riflessioni minime sul recesso dal gruppo*, in *Riv. dir. Comm.*, 2009, 896; GALLETTI, *Commento all'art. 2497*quater* c.c., cit., 2403;* sul prezzo di OPA e recesso in relazione all'art. 2497*quater*, si vedano altresì MAUGERI, *Formazione*, cit., 307; ANNUNZIATA, *Commento all'art.2497*quater* c.c., cit., 280.*

dividono tra coloro che ritengono sufficiente, quale strumento di *exit*, l'esistenza di un mercato regolamentato sul quale facilmente dismettere la propria partecipazione, e chi ritiene invece che solo l'effettivo lancio di un' OPA volontaria o obbligatoria giustificerebbe l'esclusione del diritto di recesso in capo ai soci di minoranza, ai quali sarebbe solo in tal caso già stata offerta una effettiva possibilità di disinvestimento.

Con riferimento alla fattispecie oggetto di questo lavoro appare allora chiaro che, ove si volesse seguire l'impostazione di coloro che ritengono il diritto di *exit* dei soci di minoranza integrato solo in ipotesi di effettivo lancio di un'offerta pubblica, proprio l'impossibilità di ricondurre all'obbligo di lanciare un' OPA, in un'ottica *de iure condito*, la sollecitazione di deleghe che consenta la disponibilità di diritti di voto sopra soglia con prospettive di stabilità in una valutazione *ex ante* comporterebbe, di conseguenza, il sorgere di un diritto di recesso ai sensi dell'art. 2497*quater* lett. c. (se cambia il soggetto che esercita l'attività di direzione e coordinamento e se ne deriva un'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento).

Ove, invece, si volesse seguire l'opinione che ritiene che il diritto di recesso ex art. 2497*quater*, comma 1, lett. c, c.c. è escluso dal mero fatto della quotazione in mercati regolamentati, questa disposizione potrebbe comunque venire in considerazione per la seconda delle finalità sopra indicate, ovvero per individuare un criterio di determinazione del danno risarcibile in capo al socio di minoranza per lesione di quell'aspettativa giuridicamente rilevante, consistente in un diritto di *exit* in caso di mutamento del controllo.

Bisogna infatti riconoscere che, ove non siano state acquistate partecipazioni della società dal promotore della sollecitazione delle deleghe – come invece probabilmente accade nella maggioranza dei casi, nei quali la sollecitazione di deleghe rappresenta esclusivamente uno strumento per dominare l'assemblea evitando di superare la soglia rilevante del 30% - in un'ipotesi di sollecitazione di deleghe di voto idonea ad acquisire il controllo vi sono difficoltà, precedentemente segnalate, di stabilire il prezzo al quale l' OPA avrebbe dovuto essere lanciata (secondo la tesi precedentemente illustrata) e, di conseguenza, non è agevole determinare l'entità del danno in capo al socio di minoranza per lesione dell'aspettativa giuridicamente tutelata al disinvestimento.

A tale inconveniente potrebbe, allora, forse ovviarsi proprio ricorrendo al valore che spetterebbe al socio nel caso di recesso previsto dall'art. 2497*quater*, lett. c, c.c. Se, infatti, tale valore sembra doversi considerare quello che il legislatore ha deciso di garantire al socio in ipotesi di mutamento delle condizioni di rischio del suo investimento dovute ad un cambio del soggetto che dirige e coordina, allora il danno subito dal socio in caso di mancato lancio dell' OPA – in casi non direttamene

riconducibili all'art. 106 T.U.F. - potrebbe forse individuarsi nella differenza tra valore della partecipazione, secondo i criteri previsti per il recesso ai sensi del combinato disposto degli artt. 2497*quater*, lett. c., c.c. e 2437*ter*, comma 3, c.c., e quello di mercato al momento in cui cambia il soggetto che dirige e coordina.

A questo proposito occorre tenere presente la differenza fra gli artt. 2437*ter* e 2497*quater*, lett. c, c.c., da un lato, e 106 T.U.F., dall'altro, nella determinazione, rispettivamente, del valore di liquidazione dell'azione del socio che recede e del prezzo d' OPA. Nelle ipotesi di recesso, deve essere garantito all'azionista, ove la società sia quotata in mercati regolamentati, un valore pari alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi precedenti al fatto che determina il sorgere del diritto³¹¹, mentre per quanto concerne il prezzo dell'offerta pubblica obbligatoria in assenza di acquisti, esso non è inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi.

Ritornando quindi alla alternativa prevista, secondo parte della dottrina, dall'art. 2497*quater*, lett. c, tra lancio di un' OPA (volontaria o obbligatoria) e diritto di recesso, bisogna sottolineare come il corrispettivo ricevuto dal socio potrebbe non coincidere, dovendosi fare riferimento – ove si tratti di una società quotata e non siano stati effettuati acquisti idonei a determinare il prezzo – in caso di recesso alla media aritmetica dei prezzi di chiusura in un arco temporale di sei mesi, in caso di OPA obbligatoria al prezzo medio ponderato degli ultimi dodici mesi (mentre, in caso di OPA facoltativa, secondo la dottrina maggioritaria, il prezzo d'offerta non può essere inferiore al valore previsto in caso di recesso e precedentemente indicato³¹²).

Un'ulteriore differenza tra *exit* del socio tramite il riconoscimento di un diritto di recesso e *exit* mediante offerta pubblica di acquisto si rinviene con riferimento al soggetto sul quale gravano gli oneri dell'operazione. Se, infatti, la

³¹¹ Questo pare il ragionevole adattamento al caso dell'art. 2497*quater*, lett.c, c.c. della regola dettata dall'art. 2437*ter* c.c. Se infatti il diritto di recesso, ove "il fatto che legittima il recesso è diverso da una deliberazione" deve essere esercitato, ai sensi dell'art. 2437*bis*, comma 1, ultima parte, c.c., entro 30 giorni dalla sua conoscenza da parte del socio, si può forse ritenere che anche il periodo di riferimento per la determinazione del valore della partecipazione del recedente debba in qualche modo riferirsi – in assenza di una deliberazione e dunque di una convocazione assembleare - al verificarsi del medesimo fatto. Sul punto si veda VENTORUZZO, *Brevi note*, cit., 1193 e s. ove l'Autore chiarisce che la valutazione della partecipazione dovrà essere riferita "al momento in cui si verifica il fatto che legittima lo scioglimento unilaterale del rapporto sociale, senza che l'investitore possa né avvantaggiarsi né essere pregiudicato da quelle vicende del gruppo che lo inducono ad esercitare il proprio diritto di exit". L'esatta determinazione, non solo del valore da corrispondere al socio recedente, ma anche del momento a partire dal (ed entro il) quale il diritto può essere esercitato sono oggetto di particolare attenzione in dottrina. In argomento si vedano tra gli altri MAUGERI, *Riflessioni minime*, cit., 901 e ss. in particolare con riferimento alla prima questione; ANNUNZIATA, *Commento all'art.2497quater c.c.*, cit., 283, il quale espressamente sottolinea che il valore da attribuirsi all'azione non dovrà essere influenzato dalle vicende dell'attività di direzione e coordinamento; PENNISI, *Il diritto di recesso*, cit., 35 e ss.

³¹² Cfr., seppur incidentalmente, VENTORUZZO, *Brevi note sul diritto di recesso*, cit., 1189 nt. 14.

fattispecie risulta idonea ad integrare i presupposti per il sorgere di un OPA obbligatoria – ovvero qualora si opti per una OPA volontaria – i costi dell'operazione saranno sostenuti dal soggetto che lancia l'OPA, mentre l'esercizio del diritto di recesso garantito ai soci comporta necessariamente un costo per la società, ove le partecipazioni di questi ultimi non siano acquistati da altri soci o terzi.

CONCLUSIONI

Concludendo queste riflessioni dirette a riconoscere un diritto di *exit* ai soci di minoranza al verificarsi di acquisto del controllo tramite sollecitazione di deleghe di voto, (per chi ammette tale possibilità) le alternative percorribili credo possano così riassumersi.

Con riferimento alle società quotate in mercati regolamentati anzitutto occorre decidere se ricondurre la fattispecie in esame all'art. 106 T.U.F.

A) Ove infatti si propenda per un'applicazione *diretta* della norma, si configura in capo al promotore un obbligo di lanciare un'offerta pubblica totalitaria.

Quanto alla determinazione del prezzo di offerta, qualora la sollecitazione sia preceduta da acquisti effettuati dal promotore, si farà riferimento al maggior prezzo da quest'ultimo corrisposto nei dodici mesi precedenti, ai sensi dell'art. 106, comma 2, T.U.F.; ove invece non sia stato da lui compiuto alcun acquisto, troverà applicazione quanto disposto nella seconda parte del secondo comma ed il valore della partecipazione non potrà essere inferiore al prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi, o del minor periodo disponibile.

B) Se si nega l'applicazione dell'art. 106 T.U.F., credo sia necessario distinguere tra B1) ipotesi di cambio del controllo, realizzato tramite sollecitazione di deleghe di voto, riconducibili all'esercizio di attività di direzione e coordinamento con alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento e B2) ipotesi in cui il cambio del controllo a seguito di sollecitazione di deleghe di voto non presenti tali caratteristiche.

B1) Nel primo caso, ovvero in tutte le fattispecie nelle quali, ai sensi dell'art. 2497*sexies* c.c., *società o enti* siano tenuti al consolidamento dei propri bilanci, o comunque controllino altre società ai sensi dell'art. 2359 c.c. (salvo la prova contraria), sulla base delle considerazioni effettuate in questa sede, sembra potersi affermare il sorgere di un diritto di recesso in capo ai soci di minoranza, ai sensi dell'art. 2497*quater*, lett. c, c.c.

Optando infatti per quell'interpretazione della suddetta norma che attribuisce il diritto di recesso anche ai soci di società quotata ogni qualvolta non ricorrano i presupposti per il lancio di un'OPA obbligatoria, l'acquisto del controllo tramite sollecitazione di deleghe di voto, ove sia configurabile un'attività di direzione e coordinamento con variazione delle condizioni di rischio dell'investimento, dovrebbe comportare il sorgere di tale diritto di *exit* in capo ai soci di minoranza.

A favore di una tale interpretazione della disposizione di cui all'art. 2497*quater*, lett. c, c.c., a ben vedere, deve infatti considerarsi che la norma sembra escludere il diritto di recesso laddove l'*exit* sia da altro strumento adeguatamente tutelata. Parte della dottrina, come si è visto, ritiene che un'analoga tutela possa

considerarsi la mera esistenza di un mercato ove agevolmente scambiare le partecipazioni. Tale assunto, tuttavia, sembrerebbe muovere da un presupposto non condivisibile. Il diritto di recesso, indipendentemente dalla causa che ne origina il sorgere, deve garantire al socio un valore della partecipazione azionaria che non tenga conto, né in senso negativo né in senso positivo, delle conseguenze della decisione che lo ha giustificato³³. Il recedente, in altre parole, deve essere tenuto indenne dalle ricadute sul valore della partecipazione derivanti dal fatto che giustifica il recesso. Il fondamento di tale principio si rinviene nell'art 2437ter, comma 2, c.c., laddove si individua il criterio per la determinazione del valore da corrispondere al socio receduto, qualora l'azione sia quotata in mercati regolamentati, facendosi riferimento esclusivamente alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono, non la delibera, ma la pubblicazione, ovvero la ricezione, dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso. In tal modo si evita che le ricadute sul prezzo di mercato della partecipazione conseguenti alla (e dipendenti dalla) delibera assunta – e dunque alla (dalla) causa che giustifica il recesso – possano, sia in negativo che in positivo, condizionare il valore da corrispondere al recedente.

Se così è, nel caso in esame, la cessione sul mercato (che incorpora gli effetti del cambio del controllo) delle partecipazioni *non* rappresenta un via alternativa all'*exit* tramite recesso, tale da tutelare in modo analogo il socio che se ne valga. Nell'ipotesi contemplata dall'art. 2497quater, lett. c, c.c., infatti, ove il socio cedesse le proprie partecipazioni sul mercato a seguito dell'inizio o della cessazione dell'attività di direzione e coordinamento – ovvero di una modifica del soggetto che la esercita – non sarebbe, chiaramente, tenuto indenne dalle incidenze sul valore di borsa dovute a tale evento, siano esse negative o positive.

Se, dunque, l'esclusione del recesso ex art. 2497quater, lett. c, c.c., trova una giustificazione solo laddove sia garantita al socio una via di *exit* analoga al recesso, e posto che principio di fondo di tale diritto deve considerarsi la necessità che il recedente non subisca le conseguenze derivanti dall'evento che ne legittima il sorgere, ecco che parrebbe trovare ulteriore fondamento la tesi secondo la quale la sola esistenza di un mercato borsistico non legittima l'esclusione del diritto in commento nelle società quotate, ove non ricorrano i presupposti per – o, meglio, non venga *effettivamente* lanciata - un' OPA obbligatoria.

Nel caso di cambio del controllo tramite sollecitazione di deleghe, pertanto, volendosi seguire l'impostazione secondo la quale non sussistono i presupposti per il lancio di un' OPA obbligatoria, parrebbe doversi concludere che, ove sia

³³ Sul punto si veda DEMURO, *La determinazione della quota di liquidazione del socio receduto*, in *Giur. Comm.*, 2011, 137 e ss.

configurabile un'attività di direzione e coordinamento con alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento, la minoranza debba poter contare sul diritto di recesso ai sensi dell'art. 2497^{quater}, lett. c, c.c.

B2) Qualora la sollecitazione di deleghe sia invece idonea a configurare un acquisto del controllo senza che possa ritenersi sussistere attività di direzione e coordinamento, è sostenibile, quantomeno, il sorgere di un diritto al risarcimento del danno, in capo alle minoranze, per lesione di quell'aspettativa giuridicamente tutelata dal nostro ordinamento - tra l'altro, proprio dalla disciplina dell'OPA obbligatoria - ad un disinvestimento, ove cambino le condizioni di rischio a seguito del mutamento del soggetto controllante.

Quanto alla determinazione del danno risarcibile:

- nell'ipotesi A è pari alla differenza tra il valore della partecipazione in base all'art. 106, comma 2, T.U.F. e quello di mercato al momento in cui cambia il controllante;
- nell'ipotesi B (sia nell'ipotesi B1, nella quale l'art. 2497^{quater}, lett. c, c.c. viene applicato direttamente, sia nell'ipotesi B2, nella quale il criterio determinato da questa disposizione viene utilizzato per determinare il danno risarcibile) è pari alla differenza tra il valore della partecipazione in base all'art. 2437^{ter}, comma 3, c.c. (utilizzando come *dies a quo* per i sei mesi il giorno in cui si è verificato il fatto che ha giustificato il recesso) e quello di mercato al momento in cui cambia il controllante.

INDICE DEGLI AUTORI

- AGOSTINI, COLAGRANDE, LENOCI, MARINELLI, RORDORF, SALAFIA, *Il bilancio consolidato*, Milano, Ipsoa, 1993.
- ABRIANI, *L'assemblea*, in Abriani e altri, *Le società per azioni, Trattato di diritto commerciale* diretto da Cottino, IV, Padova, Cedam, 2010.
- AIELLO, *Commento agli artt. 136-138*, in *Il testo unico della finanza, Commentario* a cura di Fratini – Gasparri, II, Torino, Utet, 2012.
- ANELLO – RIZZINI BISINELLI, D.lgs. 58/1998. *Sollecitazione all'investimento e offerta pubblica di acquisto*, in *Società*, 5, 1998, 542 e ss.
- ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, Cedam, 2006.
- ANGELICI, *La società per azioni: principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo e continuato da Mengoni e Schlesinger, *La società per azioni*, I, Milano, Giuffrè, 2012.
- ANGELICI, *Le azioni*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da Schlesinger, Artt. 2348 e 2352, Milano, Giuffrè.
- ANGELICI, *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Rescigno, 16, Torino, Utet, 1985.
- ANGELICI, *La partecipazione azionaria nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Rescigno, 16, Torino, Utet, 1985.
- ANGELICI, *Sulla "inscindibilità" della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1985, 123 ss.
- ANNUNZIATA, *Commento all'art. 2497quater c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società* a cura di Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2008.
- ASCARELLI, *Comproprietà delle azioni e artt. 2372 e 2373 cod. civ.*, in *Foro. it.*, 1949, I, 516.
- ASCARELLI, *Rappresentanza assembleare dell'azionista da parte della stessa società o di una banca*, in *BBTC*, 1956, II, 243.
- ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1947, 12 ss.
- BALDISSEROTTO, *Commento all'art. 2497quater c.c.*, in *Commentario delle società* a cura di Grippo, Torino, Utet, 2009.
- BALZARINI, *La disciplina dei bilanci consolidati*, in *La nuova disciplina dei bilanci di società*, a cura di M. Bussoletti, in *Quaderni di diritto commerciale europeo*.
- BASSO, *Commento all'art. 109*, in *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* a cura di Alpa – Capriglione, Cedam.
- BENZAZZO, *I presupposti dell' OPA preventiva*, in *Giur. comm*, 1994, 116 ss.
- BERLANDA, *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 1995, 880 ss.

- BERTONE-NOTARI, *Commento all'art. 2359 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società* a cura di Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2008.
- BIANCA, *Luci ed ombre nella nuova disciplina della rappresentanza assembleare*, in *Riv. soc.*, 2004, 1197 ss.
- BIANCHI – CORRADI – ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la corporate governance delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori dei fondi comuni*, in *Banca impresa e società*, 2002, 3, 397 ss.
- BIANCHI D' ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il riporto*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo e continuato da Mengoni e Schlesinger, Milano, Giuffrè, 1969.
- BIANCHI, *L'area del consolidamento dopo il principio IFRS 10* (consultato al seguente indirizzo http://www.odcec.mi.it/Libraries/Materiale_Convegni/BIANCHI.pdf in data aprile 2014).
- BIANCHI, *La nuova definizione di società "controllate" e "collegate"*, in *La nuova disciplina dei bilanci di società*, Torino, Giappichelli, 1993.
- BIANCHI, *Note sulla nozione di controllo nei principi contabili internazionali IAS/IFRS in materia di bilancio consolidato*, in *Riv. soc.*, 2011, 252 ss.
- BIANCHI, *Commento all'art. 105*, in Marchetti – Bianchi, *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, D. Lgs 24 febbraio 1998 n. 58, Commentario, Milano, Giuffrè, 1999.
- BIANCHI, *Commento all'art. 109*, in Marchetti – Bianchi, *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, D. Lgs 24 febbraio 1998 n. 58, Commentario, Milano, Giuffrè, 1999.
- BISOGNI, *Pegno, usufrutto e sequestro delle azioni*, in *Commentario alla riforma delle società* a cura di Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, (art. 2352 c.c.), Milano, Giuffrè, 2008.
- BOCCHINI, *Della vendita a termine di titoli di credito*, in *Commentario del codice civile* diretto da Gabrielli, *Dei singoli contratti*, (artt. 1531-1536 c.c.), Milano, Utet, 2011.
- BORSA ITALIANA, *Osservazioni di Borsa Italiana al documento di consultazione recante il recepimento della direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e revisione della regolamentazione in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio*.
- BRODASCA, *Commento all'art. 2497quater c.c.*, in *Codice commentato delle s.p.a.*, diretto da Fauceglia – Schiano di Pepe, Torino, Utet, 2007.
- BUONOCORE, *Identificazione dei partecipanti, deleghe in bianco e rappresentanza dei soci da parte di banche nelle assemblee delle società per azioni*, in *Giur. merito*, 1970, I, 191 ss.
- BUSANI, *Il rappresentante designato per il conferimento delle deleghe di voto*, in *Società*, 2011, 307 e ss.
- BUSANI, *Più partecipazione all'assemblea delle società*, in *Società*, 2010, 401 e ss.
- BUTTARO, *In tema di rappresentanza degli azionisti da parte di banche*, in *BBTC*, 1967, I, 477 ss.

- CACCHI PESSANI, *Inadempimento dell'obbligo di OPA e risarcimento del danno: il caso Sai-Fondiaria approda in Cassazione*, in *Giur. comm.*, 5, 2013, 793 ss.
- CALLEGARI, *Commento all'art. 110*, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, Commentario diretto da Cottino, Torino, Utet, 1999.
- CALLEGARI, *Commento all'art. 2497quater c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da Cottino – Bonfante – Cagnasso – Montalenti, Bologna, 2004.
- CALVOSA, *L'intervento e il voto in assemblea dopo l'attuazione della Direttiva sull'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, in *RDS*, 2011, 348 ss.
- CAMPOBASSO, *Controllo e poteri della capogruppo*, in *I gruppi di società*, Atti del convegno internazionale di studi tenutosi a Venezia 16-17-18 novembre 1995, in *Collana della Riv. soc.*, Milano, Giuffrè, 1996.
- CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, II, Torino, Utet, 2009.
- CANDI, *Le partecipazioni reciproche dopo la riforma*, in *La disciplina dei gruppi di società nella "novella" del 1974*, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, Giuffrè, 1978.
- CANNELLA, *Commento all'art. 106*, in Marchetti – Bianchi, *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, D. Lgs 24 febbraio 1998 n. 58, Commentario, Giuffrè, Milano, 1999.
- CANNIZZARO, *Commento all'art. 106*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria a cura di Alpa – Capriglione*, Padova, Cedam, 1998.
- CARBONE, *La responsabilità del medico ospedaliero come responsabilità da contatto*, in *Danno e resp.*, 1999, 294 ss.
- CARBONETTI, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 1998, 1352 ss.
- CARBONETTI, *Commento all'art. 2359 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da D'Alessandro, Padova, Piccin, 2010.
- CARIELLO, *Controllo congiunto e accordi parasociali*, Milano, Giuffrè, 1996.
- CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, in *Scritti in onore di L. Mengoni*, Milano, 1995, I, 148 ss.
- CINCOTTI, *OPA obbligatoria e operazioni di prestito titoli*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 1007 ss.
- CIVERRA, *Esercizio del voto da parte del creditore pignoratizio secondo buona fede*, in *Società*, 2002, 204 ss.
- COLOMBO – OLIVIERI, *Il bilancio consolidato*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, VII, Torino, Utet, 1994, 668.
- CONSOB - Comunicazione n. 92005380 del 24 luglio 1992.

- CONSOB - *Note tecniche in tema di disciplina della sollecitazione e raccolta di deleghe di voto e del voto per corrispondenza*, Roma, 1998.
- CONSOB - Comunicazione n. 99024712 del 20 luglio 1999.
- CONSOB - Comunicazione n. 99061705 del 13 agosto 1999.
- CONSOB - *Consob informa – criteri per la determinazione del controllo di fatto*, in *Notiziario settimanale* - anno VII – n. 43 del 5 novembre 2001.
- CONSOB - Comunicazione n. 3074183 del 13 novembre 2003.
- CONSOB - Comunicazione n. 7091047 del 11 ottobre 2007, reperibile in *Giur. comm.*, II, 2008, 1004 ss.
- CONSOB - Comunicazione n. 8093480 del 9 ottobre 2008.
- CONSOB - *Position paper in tema di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash settled*, consultato al seguente indirizzo www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/posizione_paper_derivati_20091008.pdf in data aprile 2014.
- CONSOB - *Position paper in tema di short selling*, consultato al seguente indirizzo www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_mercati_20090529.pdf in data aprile 2014.
- CONSOB – Comunicazione n. 10055200 del 16 giugno 2010.
- CORRADO, *I contratti di borsa*, in *Trattato di diritto civile*, fondato da Vassalli, Torino, Utet, VII.
- COSTI – ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, Padova, Cedam, 2004.
- COSTI, *I sindacati di blocco e di voto nella legge sulle OPA*, in *BBTC*, 1992, 472 ss.
- COSTI, *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. comm. internaz.*, 1998, 65 ss.
- COSTI, *Il mercato mobiliare*, IV edizione, Torino, Giappichelli, 2006.
- COTTINO, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Milano, Giuffrè, 1958.
- COTTINO, *Diritto societario*, Padova, Cedam, 2006.
- COTTINO, *La rappresentanza in assemblea e le limitazioni convenzionali dell'esercizio del voto*, in *BBTC*, 1958, I, 188 ss.
- COTTINO, *Commento all'art 1550 c.c.*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna – Roma, Zanichelli, 2012.
- CUSMAI – D'AMBROSIO, *Riflessioni sull'istituto dell' OPA obbligatoria*, in *Riv. dir. comm.*, 1995, 407 ss.
- D'ALESSANDRO, *La nuova disciplina dei gruppi di società*, in *AA. VV.*, *La disciplina dei gruppi di società nella "novella" del 1974*, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, Giuffrè, 1978.

- D'AMBROSIO, *Commento agli artt. 109-112, in Il testo unico della intermediazione finanziaria*, Commentario a cura di Rabitti Bedogni, Milano, Giuffrè, 1998.
- DE CANTELLIS – GIUDICI – TERRILE, *Rassegna delle comunicazioni Consob in materia di offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2001, 521 ss.
- DE GIOIA - CARABELLESE, *La responsabilità in caso di violazione dell' OPA obbligatoria*, in *Società*, 2000, 1357 ss.
- DE GIOIA - CARABELLESE, *Responsabilità per violazione di OPA obbligatoria: epistemologia di un passaggio a nord-ovest*, in *Società*, 2005, 1137 ss.
- DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta" di azioni*, in *RDS*, 2, 2010, 312 e ss.
- DE LUCA, *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti*, in *BBTC*, 2010, I, 254 ss.
- DEMURO, *La determinazione della quota di liquidazione del socio receduto*, in *Giur. comm.*, 2011, 137 ss.
- DESANA, *Commento all'art. 106, in Corporate governance. La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati*, Commentario per *Giur.it.*, diretto da Cottino, in *Giur. it.*, 12, 1998.
- DESANA, *Tribunale versus Corte d'Appello nella vicenda Sai Fondiaria*, in *BBTC*, 2007, I, 593 ss.
- DI MAJO, *L'obbligazione senza prestazione approda in Cassazione*, in *Corr. giur.*, 1999, 441 ss.
- DI SABATO, *Manuale delle società*, VI edizione, Utet, 1992.
- DONVITO, *Commento all'art. 2359 c.c.*, in *Commentario delle società*, a cura di Grippo, Torino, Utet, 2009.
- ENRIQUES, *L' OPA per il controllo*, CEDIF Working Papers, WP 1/2000, consultato al seguente indirizzo www.cedif.org in data aprile 2014;
- ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell' OPA obbligatoria*, Bologna, Il mulino, 2002;
- FAUCEGLIA, *Commento all'art. 106, in Il testo unico della finanza*, Commentario a cura di Fratini – Gasparri, Torino, Utet, 2012.
- FERRARA – CORSI, *Gli imprenditori e le società*, X ed., Milano, Giuffrè, 1996.
- FERRARINI – MILLER, *A simple theory of takeover regulation in the United States and Europe*, in *Riv. soc.*, 2010, 680 ss.
- FERRARINI, *Le difese contro le OPA ostili: analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000, 737 ss.
- FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive. Atti del convegno internazionale di studi* –

- Venezia, 10-11 novembre 2006, Milano, Giuffrè, 2007.
- FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile*, fondato da Vassalli, Torino, Utet, 1985.
- FERRO LUZZI, *Il "concerto grosso"; variazioni sul tema dell' OPA*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 655 ss.
- FRANZONI, *La responsabilità precontrattuale è dunque... "contrattuale"?*, in *Contratto e impresa*, II, 2013, 283 ss.
- FRE, *Commento all'art. 2352 c.c.*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna – Roma, Zanichelli, 1982.
- FURGIUELE, *La disciplina dell'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate alla luce dell'art. 7 della direttiva 36/2007/CE*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2008, 989 e ss.
- GALGANO, *Commento all'art. 2497quater c.c.*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna – Roma, Zanichelli, 1982.
- GALLETTI, *Commento all'art. 2497quater c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, Commentario a cura di Maffei Alberti, III, Padova, Cedam, 2005.
- GAMBINO, *L' OPA e la circolazione endogruppo delle partecipazioni di controllo*, in *Riv. soc.*, 1992, 1249 ss.
- GATTI, *La rappresentanza del socio nell'assemblea*, Milano, Giuffrè, 1975.
- GATTI, *Mancata promozione di OPA obbligatoria e risarcimento del danno*, in *Giur. comm.*, II, 2005, 774 ss.
- GATTI, *OPA e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, Giuffrè, 2004;
- GHETTI, *La nozione di concerto nel diritto societario europeo: interferenze con i diritti degli azionisti e prospettive di riforma*, in corso di pubblicazione su *Giur. comm.*
- GHEZZI, *Commento agli artt. 136-138*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. D. lgs 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Marchetti e Bianchi, Milano, Giuffrè, 1999, II.
- GIUDICI, *Il private enforcement in caso di elusione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto*, in *Società*, 2, 2013, 180 ss.
- GIUDICI, *L'acquisto di concerto*, in *Riv. soc.*, 2001, 490 ss.
- GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano.
- GRANDE STEVENS, *Società controllate e collegate – rappresentanza in assemblea*, in *Riv. soc.*, 1974, 802 ss.
- GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, Jovene, 1963.
- GRONDONA, *Commento all'art. 2352 c.c.*, in *Codice commentato delle s.p.a.*, a cura di Fauceglia – Schiano di Pepe, Torino, Utet, 2006.
- GUACCERO – CIOCCA, *Commento all'art. 105*, in *Il testo unico della finanza*, Commentario a cura di Fratini – Gasparri, Torino, Utet, 2012.

- GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società*, Milano, Giuffrè, 2007.
- GUERRA, *Le società di partecipazione*, Milano, Giuffrè, 1957.
- GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, Giappichelli, 2004.
- GUERRIERI, (a cura di) *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, Commentario, in *NLCC*, 3, 2011, 485 e ss.
- GUERRIERI, *Il recepimento della direttiva Shareholders' rights: il legislatore scommette ancora sulla voce degli azionisti (di società quotate)*, in *NLCC*, 3, 2011, 485 e ss.
- GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *RDS*, 2011, 2 ss.
- GUIZZI, *Noterelle in tema di OPA obbligatoria, violazione dell'obbligo di offerta e interessi protetti*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, II, 251 ss.
- GUIZZI, *Partecipazioni qualificate e gruppi di società*, in *AA. VV.*, *Diritto delle società – manuale breve*, Milano, Giuffrè, 2005, 332 ss.
- HU – BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in *79 Southern California L. Rev.*, 2006, 824 ss.
- IRACE, *Il ruolo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate*, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, Giuffrè, 2001.
- IRACE, *Commento all'art. 2497quater c.c.*, in *La riforma delle società*, Commentario a cura di Sandulli – Santoro, Torino, Giappichelli, 2003.
- JAEGER – DENOZZA, *Appunti di diritto commerciale*, Milano, Giuffrè, 1997.
- JAEGER – DENOZZA – TOFFOLETTO, *Appunti di diritto commerciale*, Milano, Giuffrè, 2006.
- JAEGER – MARCHETTI, *Corporate governance*, in *Giur. Comm*, I, 1997, 625 ss.
- JAEGER, *Ammissibilità e limiti dell'accordo di "cessione" del voto in cambio di "corrispettivo" (con considerazioni in merito alla c.d. "vendita del voto")*, in *Giur. comm.*, 1997, II, 240 ss.
- JAEGER, *I "gruppi" tra diritto interno e prospettive comunitarie*, in *Giur. comm.*, 1980, I, 916 ss.
- JAEGER, *La nuova disciplina della rappresentanza azionaria*, in *Giur. comm.*, 1974, I, 554 ss.
- JAEGER, *Le deleghe di voto*, in *AA. VV. La riforma delle società quotate*, Milano, 1998.
- LAMANDINI, *Il controllo*, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, Giuffrè, 1995.
- LAMANDINI, *Qualche spunto esegetico sulla nozione di "controllo" ai fini del consolidamento integrale*, in *I gruppi di società*, Atti del convegno internazionale di studi di Venezia 16-17-18 novembre 1995, Milano, Giuffrè, 1996.

- LAMANDINI, *Commento all'art. 2359 c.c.*, in *Società di capitali*, Commentario a cura di Niccolini e Stagno D'Alcontres, Napoli, Jovene, 2004.
- LANFRANCHI, *Procedimento per la dichiarazione dello stato di insolvenza di imprese assoggettabili ad amministrazione straordinaria ed intervento volontario*, nota a Tribunale di Roma 29 luglio 1981, in *Giust. civ.*, 1981, 3046 ss.
- LENER, *Legittimazione all'intervento in assemblea, record date ed esercizio del diritto di voto dopo la SHRD. Appunti introduttivi*, in *Scritti in onore di Foschini*, Padova, Cedam, 2011, 329 e ss.
- LENER, *Le offerte obbligatorie*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di Stella Richter Jr., Torino, Giappichelli, 2011.
- LENER – GALANTE, *Elusioni (lecite?) dell'OPA obbligatoria*, in *Società*, 1995, 463 ss.
- LENER – TUCCI, *Commento all'art. 142*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Milano, 1998.
- LIBONATI, *Amministrazione straordinaria, pegno di azioni e controllo di società*, in *Giust. civ.*, 1982, I, 783 ss.
- LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, Giuffrè, 1999.
- LISANTI, *Se l'OPA obbligatoria sia veramente tale*, in *Foro it.*, 1999, I, 2722.
- LOLLI, *Normativa su bilancio e bilancio consolidato, art. 1*, in *Commentario* a cura di Maffei Alberti, Bocchini, Bianchi, NLCC, 1996, 201 ss.
- MACARIO, a cura di, *Prestito titoli*, in *Contratti. Formulario commentato*, Milano, Ipsoa, 2011, 1713 ss.
- MANZINI, *L'OPA totalitaria e le sue esenzioni*, in AA. VV. *Le offerte pubbliche di acquisto. La nuova disciplina delle OPA nel testo unico della finanza*, a cura di Belvedere – Mazzini e altri, Milano, Giuffrè, 2000.
- MARCHETTI, *Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*, in *Riv. soc.*, 1992, 2.
- MARCHETTI, *OPA obbligatoria e circolazione del controllo all'interno del gruppo*, in *Riv. soc.*, 1992, 1258 ss.
- MAUGERI, *Formazione del gruppo e diritti dei soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, 267 ss.
- MAUGERI, *Riflessioni minime sul recesso dal gruppo*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, 883 ss.
- MERUZZI, *Responsabilità da contratto, culpa in contrahendo e dintorni: il caso Sai-Fondiarìa*, in *Giur. merito*, 10, 2007, 2594 ss.
- MESSINEO, *L'esercizio del diritto di voto afferente ad azioni altrui*, in *Riv. soc.*, 1956, 205 ss.
- MESSINEO, *La sorte dei diritti accessori nel contratto di riporto*, in *Riv. dir. comm.* 1925, I, 328 ss.

- MIOLA, *Commento all'art. 93*, in *Commentario al T.U.F.* diretto da G.F. Campobasso, Torino, Utet, 2002.
- MONTALENTI, *Gruppi e conflitto di interessi nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2002, 624 ss.
- MONTALENTI, *Le offerte pubbliche di acquisto – le fattispecie obbligatorie*, Milano, Giuffrè, 1995.
- MONTALENTI, *OPA, la nuova disciplina*, in *BBTC*, 1999, I, 150 ss.
- MORANO, *La costituzione in pegno di azioni e quote di società di capitali*, in *Riv. not.*, 2004, 1137 ss.
- MORELLO, *Mancata promozione di OPA obbligatoria totalitaria e risarcimento del danno*, in *Società*, 2006, 408 ss.
- MORERA, *Commento all'art. 2352 c.c.*, in *Società di capitali, Commentario* a cura di Niccolini e Stagno D'Alcontres, Napoli, Jovene, 2004.
- MOSCA, *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell'obbligo di OPA*, in *Riv. soc.*, 2007, 1290 ss.
- MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e "azione di concerto"*, in *Riv. soc.*, 2013, 118 e ss.
- MOSCA, *Azione di concerto e OPA obbligatoria*, Milano, Egea, 2013.
- MUCCIARELLI, *Il risarcimento del danno per mancata proposizione dell'OPA obbligatoria: l'epilogo del caso SAI/Fondiaria?*, in *Giur. comm.*, II, 2013, 202 ss.
- MUCCIARELLI, *Società per azioni e offerta pubblica di acquisto*, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, Giuffrè, 2004.
- MUCCIARELLI, *Commento agli artt. 101/2 – 106 - 109*, in *Commentario al T.U.F.* a cura di Vella, Torino, Giappichelli, 2012.
- MUCCIARELLI, *Commento all'art. 93*, in Marchetti – Bianchi, *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza, D. Lgs 24 febbraio 1998 n. 58*, Commentario, Giuffrè, Milano, 1999.
- NIUTTA, *La novella del codice civile in materia societaria: luci ed ombre della nuova disciplina sui gruppi di società*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 373 ss.
- NOBILI – VITALE, *La riforma delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1975.
- NOTARI- BERTONE, *Commento all'art. 2359 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società* a cura di Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, Giuffrè, 2008.
- NOTARI, *La nozione di "controllo" nella disciplina antitrust*, Milano, Giuffrè, 1996.
- NOTARI, *Commento all'art. 7, l. 287/90*, in *Commentario breve alle leggi su proprietà intellettuale e concorrenza*, a cura di Marchetti – Ubertazzi, IV edizione, Cedam,

- 2007.
- NUZZO, *Il vincolo di voto nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1991, 478 ss.
- PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, VII, Torino, Utet, 1994, 313.
- PAVONE LA ROSA, *Le società controllate – I gruppi*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, II, Torino, Utet, 1994, 582.
- PAVONE LA ROSA, *Nuovi profili della disciplina dei gruppi societari*, in *Riv. soc.*, 2003, 765 ss.
- PENNISI, *Il diritto di recesso nelle società soggette ad attività di direzione e coordinamento: alcune considerazioni*, in *RDS*, I, 2009, 35 ss.
- PENNISI, *La disciplina delle società soggette a direzione unitaria ed il recesso nei gruppi*, in *Il nuovo diritto delle società*, diretto da Abbadessa - Portale, 3, Torino, Utet, 2006, 943 ss..
- PERNA, *La nuova disciplina del voto per delega ed il governo societario delle imprese italiane (parte prima)*, in *Società*, 1999, 270 ss.
- PERNA, *La nuova disciplina del voto per delega ed il governo societario delle imprese italiane (parte seconda)*, in *Società*, 1999, 414 ss.
- PERNA, *Public company e democrazia societaria*, Bologna, Il mulino, 1998.
- PERNA, *Mito e realtà della democrazia societaria. Il proxy voting nelle public companies statunitensi*, in *Giur. comm*, 1995, I, 537 ss.
- PERRONE, *Un revirement della cassazione sulla responsabilità dell'amministratore di fatto*, in *Corr. Giur.* 1999, 1396 ss.
- PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, Giuffrè, 1999.
- POLI, *Commento all'art. 2352 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, I, Padova, Cedam.
- POLI, *Il pegno di azioni*, Milano, Giuffrè, 2000.
- POLIANI, *Risarcimento del danno da mancata promozione di OPA obbligatoria*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 1097 ss.
- PRESTI, *La nuova disciplina delle deleghe di voto*, in *Banca impresa e società*, 1999, I, 35.
- RAINELLI, *OPA obbligatoria: rassegna degli orientamenti Consob*, in *Giur. comm.*, I, 2011, 621 ss.
- RAZZANTE - LIACE, (a cura di) *Prestito su titoli*, in *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, XII, Finanziamento alle imprese, Torino, Utet, 2005.
- Relazione allo schema di decreto legislativo per l'attuazione della IV direttiva (n. 78/660 del 25 luglio 1978) e per l'attuazione della VII direttiva (n. 83/349 del 13 giugno 1983) del Ministero di grazia e giustizia – Commissione per lo studio e l'attuazione delle*

- direttive Cee in materia di diritto delle società, in *Riv. soc.*, II, 1991, 1270 ss.
- RESCIO, *I sindacati di voto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, III, Torino, Utet, 1994, 691.
- RICCIARDIELLO, *La nuova disciplina in materia di sollecitazione di delle deleghe di vot: inizia la stagione italiana dei proxy fights?*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 151 ss.
- RICCIARDIELLO, *Commento agli artt. 136-138*, in *Commentario T.U.F.*, a cura di Vella, Torino, Giappichelli, 2012.
- RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, Giuffrè, 1965.
- RIVOLTA, *Pegno e usufrutto di quote di società a responsabilità limitata e diritto di voto*, *Riv. dir. comm.*, 1961, 205 ss.
- ROMAGNOLI, *Diritti dell'investitore e dell'azionista nell' OPA obbligatoria*, Padova, Cedam, 2005.
- ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, Padova, Cedam, 1996.
- ROMAGNOLI, *Responsabilità contrattuale per omissione d' OPA obbligatoria e tutela risarcitoria subordinata*, in *NLCC*, 2006, I, 435 e ss.
- RONDINONE, *I gruppi di imprese fra diritto comune e diritto speciale*, Milano, Giuffrè, 1999.
- RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Società*, 2003, 923 ss.
- S. ROSSI, *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Milano, 1997.
- SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea di s.p.a. – Profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, III, Torino, Utet, 1994, 350.
- SACCHI, *Sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto*, in *AA. VV. La riforma delle società quotate*, Milano, Giuffrè, 1998, 383.
- SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della direttiva azionisti*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 31 ss.
- SANDRELLI, *La nuova disciplina degli "strumenti finanziari derivati" nelle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2012, 129 ss.
- SANTINI, *Cessione di credito garantito da pegno di azioni e diritto di voto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1954, 299 ss.
- SANTOSUOSSO, *Sul collegamento societario nell'ambito dei poteri di fatto di società su società*, in *Giur. comm.*, 2002, 712 ss.
- SBISÀ, *Società e imprese controllate nel d.l. 9 aprile 1991 n. 127*, in *Riv. soc.*, 1992, 906 ss.
- SBISÀ, *Commento all'art. 2359 c.c.*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna – Roma, Zanichelli, 1997.
- SCHIUMA, *Controllo, governo e partecipazione al capitale*, Cedam, Padova, 1997.

- SCIMEMI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2003.
- SCOGNAMIGLIO, *I gruppi di società*, consultato al seguente indirizzo http://elearning2.uniroma1.it/pluginfile.php/113100/mod_resource/content/1/Gruppi%20di%20società%20.pdf in data aprile 2014.
- SCOGNAMIGLIO, *I gruppi di società*, in AA.VV., *Diritto commerciale*, IV, Bologna, Zanichelli, 2004, 403.
- SCOGNAMIGLIO, *Obblighi di comunicazione e concetto di partecipazione sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, 233 ss.
- SENA, *Il voto nella assemblea di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1961.
- SFAMENI, *Commento all'art. 143*, in Marchetti – Bianchi, *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, D. Lgs 24 febbraio 1998 n. 58, Commentario, Milano, Giuffrè, 1999.
- SPOLIDORO, *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in *Riv. soc.*, 1995, 475 ss.
- STELLA RICHTER JR, *“Trasferimento del controllo” e rapporti tra soci*, Giuffrè, Milano, 1996.
- TOLA, *OPA e tutela delle minoranze*, Jovene, Napoli, 2008.
- TOMBARI, *I gruppi di società*, in *Le nuove s.p.a.*, a cura di Cagnasso – Panzani, Bologna, Zanichelli, 2010, 1790;
- TRIMARCHI, *Invalidità delle deliberazioni di assemblea di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1958.
- TUCCI, *La responsabilità per violazione dell'obbligo di OPA al vaglio della Cassazione*, in *BBTC*, II, 2012, 736 ss.
- TUCCI, *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto*, Milano, Giuffrè, 2008.
- TUCCI, *Obbligo di offerta e responsabilità civile*, in *Riv. soc.*, 2007, 999 ss.
- VELLA, *“Attivismo” degli investitori istituzionali e riforma del diritto societario*, in *Banca impresa e società*, 1998, 3, 363 ss.
- VELLA, *Il prestito titoli tra mercato finanziario e governance societaria*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2009, 161 ss.
- VENTORUZZO, *Brevi note sul diritto di recesso in caso di direzione e coordinamento di società (art. 2497quater, c.c.)*, in *Riv. soc.*, 2008, 1179 ss.
- VENTORUZZO, *Approvata la direttiva sui diritti degli azionisti: record date e deleghe di voto*, in *Riv. soc.*, 2007, 1181 ss.
- WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, Milano, Giuffrè, 1978.
- WEIGMANN, *Dalla società per azioni alla società per carati*, in Benazzo – Patriarca – Presti, *Il nuovo diritto societario tra società aperte e società private*, Milano, Giuffrè, 172 ss.

WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, X, Torino, Utet, 1994.

WEIGMANN, *Commento all'art. 106 e 109*, in *Testo unico della finanza*, Commentario a cura di G.F. Campobasso, Torino, Utet.