

IX CONVEGNO ANNUALE DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI
PROFESSORI UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"
"PROBLEMI ATTUALI DELLA PROPRIETÀ NEL DIRITTO COMMERCIALE"

ALESSANDRO MORINI

Appunti sul "controllo involontario" e la "proprietà attenuata": un modello di "proprietà amministrata" per la governance societaria europea?

SOMMARIO: 1. Alcune premesse. 2. Gli effetti della crisi economica sugli strumenti a disposizione del legislatore in relazione agli assetti proprietari. 3. Il "banchiere involontario". 4. Se mi vuoi scalare dimmi almeno perché. 5. Il Golden Power statale e l'intrusione nel controllo delle strategie imprenditoriali. 6. Le controprove: l'applicazione della regola del più forte. I casi Saudi Aramco e Nordea Bank. 7. La neutralità della tecnica come strumento di intervento istituzionale nella governance societaria.

1. *Alcune premesse.*

Allo scopo di dare maggiore chiarezza alle considerazioni che verranno svolte nel succedersi del presente studio risulta necessario fornire alcune indicazioni - per quanto possibile sintetiche - in ordine ai presupposti concettuali che sono stati utilizzati per sviluppare le presenti osservazioni.

Rappresenta un risultato analitico ormai di comune accettazione che sussisterebbe una sostanziale antinomia tra diritto soggettivo e contratto, da un lato, e fenomeni associativi, dall'altro; i primi sarebbero il risultato dell'ipostatizzazione ottocentesca di proprietà e scambio mentre i secondi si pongono in una dimensione ultra-individuale ed oggettiva ⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Per una sintesi recente ed efficace di tali risultati cfr. D'ALESSANDRO, *Il fenomeno societario tra contratto ed organizzazione*, in *Giur, comm.*, 2017, I, 487: ovviamente i riferimenti teorici del testo concernono l'elaborazione teorica degli aa. che vanno da FERRO LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1969 a ANGELICI, *Società per azioni. I. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo, Milano, 2012.

Nonostante i tentativi di individuare un collegamento dogmatico tra i due fenomeni ⁽²⁾, la separatezza fra essi è stata preservata ⁽³⁾ e, per certi versi, si è accentuata ⁽⁴⁾; infatti, mentre gli istituti proprietari sono stati oggetto di una dinamica normativa che ha largamente compromesso l'autonomia organizzativa interna ⁽⁵⁾, al contrario, nelle società la potestà di

⁽²⁾ Remotamente la prospettiva veniva avanzata da CESARINI SFORZA, *Proprietà e impresa*, in AA. VV., *La concezione fascista della proprietà privata*, Roma, 1939, 361; ma soprattutto NICOLÒ, *Riflessioni sul tema dell'impresa e su talune esigenze di una moderna dottrina del diritto civile*, in *Riv. dir. comm.*, 1956, I, 177 e spec. 190 «la figura dell'imprenditore [...] si pone come la qualità correlativa alla titolarità del diritto di impresa». Non è causale che i maggiori spunti di riflessione mutuati dalla teoria di Nicolò si siano sviluppate nell'ambito della nazionalizzazione delle imprese elettriche; in particolare ZANELLI, *Il trasferimento delle imprese elettriche nella sistematica della circolazione dell'azienda e della successione nell'impresa*, in *Riv. soc.*, 1964, 327 e DI SABATO, *Alcuni aspetti privatistici della nazionalizzazione delle imprese elettriche*, in *Atomo, petrolio, elettricità*, 1963, 17.

⁽³⁾ Lamenta un mancato approfondimento dell'elaborazione di Nicolò, RESCIGNO, voce *Proprietà (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, Milano, 1988, XXXIII «Alla dottrina commercialistica dell'impresa ed a quella civilistica della proprietà deve rimproverarsi una non adeguata valutazione degli spunti offerti da Nicolò.»

⁽⁴⁾ Scontato, in questo caso, appare il richiamo alle problematiche relative alla c.d. sottocapitalizzazione della s.p.a. (PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in Colombo e Portale (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1**, 2004, 71) che rappresentano la prova del marcato allontanamento del diritto societario dalle logiche del diritto patrimoniale tradizionale; se, infatti «Nella visione dei legislatori dell'Ottocento la proprietà individuale costituisce il limite naturale del rischio che la persona affronta in relazione alle attività che imprende, e allo stesso tempo la garanzia delle obbligazioni che ne derivano» (RESCIGNO, voce *Proprietà (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, Milano, 1988, XXXIII), l'affermazione circa la rilevanza dei fenomeni di sottocapitalizzazione inverte radicalmente il rapporto ponendo al centro la regola di funzionamento (cioè l'adeguatezza del capitale rispetto all'iniziativa economica nella dimensione prospettata dalla clausola generale rappresentata dall'art. 1420 cod. civ.) rispetto al riferimento soggettivo di essa ed alla capacità patrimoniale complessiva; in altri termini tale teoria altro non sarebbe se non la diversa prospettazione – sotto il particolare angolo visuale del capitale sociale – della dimensione oggettiva ed ultra-individuale dei rapporti associativi.

⁽⁵⁾ Chiaro è il riferimento alla “funzione sociale” della proprietà ed alla lettura dell'istituto secondo l'interpretazione costituzionalmente orientata alla luce dell'art. 42 comma 2 Cost. su cui, ovviamente, cfr. RODOTÀ, *Note critiche in tema di proprietà*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1960, 1252 e NATOLI, *La proprietà. Appunti delle lezioni*, I, Milano, 1965, 116: in particolare di quest'ultimo a. si deve segnalare l'interpretazione della “funzione sociale” come immediata operatività di un controllo giudiziale sull'esercizio del diritto di

gestione interna all'organizzazione dell'attività ha visto incrementare la separatezza rispetto all'eventuale intervento di poteri di autorità ed eteronomia che dovrebbero – se rilevati – indicare l'esistenza della capacità della sfera pubblicistica di esercitare funzioni conformative sullo svolgimento dell'attività d'impresa ⁽⁶⁾. Si potrebbe, in altri termini affermare che, mentre si comprimevano gli spazi dell'autonomia nell'ambito proprietario, si accentuavano le aree di intangibilità e di insindacabilità all'interno dell'organizzazione associativa.

La giustificazione di dinamiche normative così antitetiche tra loro potrebbe essere individuata nel fatto che gli assetti proprietari delle società europee – ed in particolare di quelle italiane – erano (ed in parte lo sono tuttora), anche per quelle di maggiori dimensioni, caratterizzate dalla prevalenza, se non dall'univoca rappresentazione di una proprietà

proprietà. Per un quadro generale si rinvia a Breccia, *I quarant'anni del libro terzo del codice civile*, in *Riv. crit. dir. priv.* 1983, 337 e

⁽⁶⁾ Cfr. nt. precedente con riferimento al simmetrico potere di sindacato giurisdizionale sull'esercizio del diritto di proprietà. Si vuole qui alludere alla circostanza relativa alla sussistenza di una vera e propria prevenzione dal sindacato – da parte dell'autorità giurisdizionale o delle autorità di vigilanza – per quanto attiene alla *interna corporis* della società per azioni. A titolo di esempio, in relazione all'impiego della *business judgment rule*: ex multis cfr. AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e Business Judgment Rule*, in *Giur. comm.*, 2016, 643; FORTUNATO, *Il « sistema dei controlli » e la gestione dei rischi (a quindici anni dal T.U.F.)*, in *Riv. soc.*, 2015, 253: «Tuttavia occorre distinguere le regole aziendalistiche che attengono al merito della decisione gestoria/organizzativa dell'impresa, (...), da quelle che investono la ragionevolezza (...) e perciò la legittimità di quella scelta. Qui il tema si fa estremamente delicato, poiché le prime soggiacciono al principio della *business judgment rule*, cioè all'ambito di discrezionalità insindacabile dell'operare gestorio; »; ANGELICI, *Note minime sull'« interesse sociale»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 255: « quale significato che si voglia riconoscere alla (a quella che ci siamo abituati a chiamare) *business judgment rule*: la questione in sostanza se e in che limiti sia sindacabile, ed evidentemente soprattutto ai fini della responsabilità, lo spazio di discrezionalità di cui gli amministratori godono nella scegliere il punto di equilibrio con cui perseguire l'« efficienza » dell'impresa.» nonché anche ID., *Diligentia quam in suis e business judgement rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 690; BONELLI, *Gli amministratori di S.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, 183. Ovvero con riguardo al controllo giudiziario ed alla sua eccezionalità: nella manualistica SANFILIPPO, *Il controllo giudiziario sulla gestione*, in CIAN (a cura di), *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2016, 491 «Trattasi comunque di rimedio che, per il fatto di assegnare, come si vedrà, poteri inquisitori e discrezionali di intervento al giudice civile, ha natura eccezionale».

concentrata frutto della diretta riferibilità al fondatore dell'impresa, dei suoi successori, dello stato ⁽⁷⁾ o, in ultimo, all'esito di accordi parasociali.

Tale situazione rendeva più agevole al legislatore e/o al regolatore un proprio intervento diretto sui proprietari avvalendosi degli strumenti propri del regolamento giuridico dei beni piuttosto che organizzare un complesso di strumenti di controllo della gestione interna dell'impresa e, conseguentemente, monitorarne e/o condizionarne così le scelte.

2. *Gli effetti della crisi economica sugli strumenti a disposizione del legislatore in relazione agli assetti proprietari.*

Tuttavia, nel corso del tempo e, specificatamente, gli effetti della crisi economica hanno alterato il quadro di riferimento fino a quel momento noto al legislatore.

In particolare in alcuni settori – quali quelli bancario, assicurativo ed in generale finanziario – si è assistito, in funzione del rafforzamento patrimoniale, ad una ondata di operazioni straordinarie sul capitale di tali imprese, un processo di riorganizzazione e di consolidamento societario che ha largamente modificato il quadro degli assetti proprietari esistenti ⁽⁸⁾ anteriormente alla crisi economica e consolidatisi nel corso del tempo attraverso l'utilizzo di strumenti di *entrenchment* proprietario.

In numerosissimi casi si sono quindi modificati situazioni proprietarie esistenti ⁽⁹⁾ ed è venuto meno il controllo da parte dei soggetti che fino a quel momento lo avevano esercitato dando vita a società prive di controllati ovvero con capitale largamente disperso.

Il verificarsi delle occorrenze appena descritte ha posto il legislatore e/o i regolatori di fronte a scenari in precedenza non esaminati; ma, soprattutto, ha privato gli stessi della possibilità di potere utilizzare gli strumenti regolatori impiegati nel passato ⁽¹⁰⁾.

⁽⁷⁾ Cfr. GRANDIS, MATTEI, *The Governance model in the Italian public entities after more than a quarter of a century since the reform*, in *Corporate Ownership & Control*, 14(1), 128 (2016).

⁽⁸⁾ Cfr. CAPRIGLIONE, *Concentrazioni bancarie e logica di mercato*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, 293: « I processi di concentrazione, risolvendosi in una modifica dei profili strutturali del sistema finanziario, incidono ovviamente sulla definizione degli assetti proprietari delle banche, per cui dovranno risultare correlati anche alle prescrizioni della disciplina speciale sulle partecipazioni detenibili »

⁽⁹⁾ Cfr. GRIMALDI, *Ownership structure and turnaround processes: Evidences from Italian listed companies*, in *Corporate Ownership & Control*, 14(1), 117 (2016).

⁽¹⁰⁾ Circa tale evoluzione l'analisi – allo stato – è iniziata limitatamente all'ordinamento bancario che, più di ogni altro, è stato oggetto di tale rivoluzione; per un

Ciò è accaduto perché il venir meno del riferimento all'azionista di controllo ha impedito di utilizzare questa relazione diretta per implementare - sia nella dimensione normativa che in quella della *moral suasion* - strumenti di controllo che, nel passato, erano stati comunemente utilizzati per influenzare il comportamento imprenditoriale delle società destinatarie degli interventi da parte del potere pubblico senza tuttavia dover intervenire direttamente sulle scelte gestionali assunte nella piena autonomia operativa derivata dallo "schermo protettivo" che la presenza di azionisti di controllo faceva beneficiare agli amministratori ⁽¹¹⁾.

Si sono perciò andati delineando - per ora in forma episodica e priva di una vera e propria sistematicità - provvedimenti normativi o amministrativi che avevano lo scopo di intervenire direttamente nell'ambito della gestione dell'impresa laddove ragioni di interesse pubblico giustificassero tale tipo di intervento su contesti societari che risultavano privi di un azionista di controllo e, quindi, per i quali non si potessero utilizzare gli strumenti di conformazione dei poteri proprietari ovvero nel caso in cui i poteri proprietari risultassero indeboliti al punto di non poter esercitare un pieno e compiuto potere di reazione di fronte a minacce esterne.

Diviene pertanto utile cercare di individuare i singoli pezzi - che talora appaiono privi di scanalature tra loro combinabili - che concorrono a costruire una prima ed incompleta figura del *puzzle* che si va delineando della nuova dimensione di intervento esterno sulla *governance* interna delle società sia in Italia che più complessivamente in Europa.

3. Il "banchiere involontario".

Come è noto il Testo Unico Bancario ("TUB") prevede agli artt. 19 e 23 la necessità di ottenere la preventiva autorizzazione da parte della BCE in relazione all'acquisto di partecipazioni rilevanti in una banca ⁽¹²⁾; in

primo approccio cfr. AMOROSINO, *I modelli ricostruttivi dell'ordinamento amministrativo delle banche: dal mercato "chiuso" alla regulation unica europea*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, 391.

⁽¹¹⁾ Cfr. sul tema anche CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca nel diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2016, 537.

⁽¹²⁾ Cfr. art. 19 comma 1 «E' soggetta ad autorizzazione preventiva l'acquisizione a qualsiasi titolo in una banca di partecipazioni che comportano il controllo o la possibilità di esercitare un'influenza notevole sulla banca stessa o che attribuiscono una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al 10 per cento, tenuto conto delle azioni o quote già possedute»

particolare l'art. 19 comma 3 TUB prevede lo scrutinio da parte della BCE di una serie di elementi organizzativi dell'acquirente di una partecipazione in una banca laddove si verifichi, da parte di tale soggetto, oltre che la titolarità di una partecipazione che supera talune soglie quantitative ⁽¹³⁾, anche il controllo della banca stessa ⁽¹⁴⁾.

Vi sono due elementi significativi della disposizione – al di là dell'obbligo autorizzatorio –; il primo di essi è rappresentato dagli elementi che debbono essere scrutinati al fine del rilascio della autorizzazione. Infatti, nella sua versione originaria, la disposizione poneva unicamente la propria attenzione soltanto sulla “sana e prudente gestione”; si trattava, con tutta evidenza, di elementi giudicati “indeterminati” ⁽¹⁵⁾, ma soprattutto generici nel riferimento alle scelte gestionali che rimanevano ancorate alla generica conduzione della banca.

Al contrario nella sua attuale formulazione la disposizione poiché pone il proprio fuoco su “la qualità del potenziale acquirente e la solidità finanziaria del *progetto di acquisizione*” evidentemente impone che l'incremento quantitativo della partecipazione detenuta sia anticipato da un piano industriale cioè l'illustrazione in termini qualitativi e quantitativi delle future intenzioni gestionali relative alle strategie competitive

⁽¹³⁾ Sul ruolo di tali soglie cfr. BRESCIA MORRA, *Società per azioni bancaria: proprietà e gestione*, Milano, 2003, 33 nonché ANTONUCCI, *Assetti proprietari*, in ALPA E CAPRIGLIONE (a cura di), *Diritto bancario comunitario*, Torino, 2002, 1124.

⁽¹⁴⁾ Infatti l'art. 19 comma 5 TUB (comma sostituito dall'art. 1, comma 1, lettera d), n. 4, D.Lgs. 27 gennaio 2010, n. 21, successivamente modificato dall'art. 1, comma 10, lett. a), D.Lgs. 12 maggio 2015, n. 72 e, da ultimo, così modificato dall'articolo 1, comma 11, lett. e), D.Lgs. 14 novembre 2016, n. 223) prevede che: «L'autorizzazione e' rilasciata dalla BCE, su proposta della Banca d'Italia. La proposta e' formulata quando ricorrono condizioni atte a garantire una gestione sana e prudente della banca, valutando la qualita' del potenziale acquirente e la solidita' finanziaria del progetto di acquisizione in base ai seguenti criteri: la reputazione del potenziale acquirente ai sensi dell'articolo 25; l'idoneita', ai sensi dell'articolo 26, di coloro che, in esito all'acquisizione, svolgeranno funzioni di amministrazione, direzione e controllo nella banca; la solidita' finanziaria del potenziale acquirente; la capacita' della banca di rispettare a seguito dell'acquisizione le disposizioni che ne regolano l'attivita'; l'idoneita' della struttura del gruppo del potenziale acquirente a consentire l'esercizio efficace della vigilanza; la mancanza di un fondato sospetto che l'acquisizione sia connessa ad operazioni di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo. L'autorizzazione puo' essere sospesa o revocata se vengono meno o si modificano i presupposti e le condizioni per il suo rilascio»

⁽¹⁵⁾ Cfr. ANTONUCCI, *Assetti proprietari*, cit., loc. cit.

dell'azienda, le azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi strategici e soprattutto diffonde la stima dei risultati attesi.

Quindi una verifica - prevista dalla disposizione - relativamente alla "solidità" del progetto di acquisizione e la correlata declinazione dei criteri sulla base dei quali svolgere tali compiti conduce all'esame ed alla validazione da parte dell'autorità di vigilanza del piano stesso e, conseguentemente, della sua validità almeno a partire dagli assunti posti a fondamento del piano stesso. Ma, inoltre, posto che l'autorizzazione può essere successivamente "sospesa o revocata se vengono meno o si modificano i presupposti e le condizioni per il suo rilascio", è di evidenza implicita che, al fine di poter esercitare tale potere si renda necessario procedere alla verifica costante della rispondenza dell'attività di gestione rispetto agli obiettivi e delle metodiche indicati nel piano con correlato potere conformativo delle stesse laddove se ne individui la dissociazione.

E' stato notato che il rilascio dell'autorizzazione concerne due ipotesi che, tra loro, possono non essere coincidenti e cioè rispettivamente il superamento delle soglie percentuali di partecipazione o il controllo. Visto che le due circostanze possono ricorrere in momenti diversi potrebbe verificarsi che l'assunzione del controllo sia temporalmente dissociata dall'acquisizione di una partecipazione al di sopra della soglia minima per la quale è previsto l'obbligo di autorizzazione preventiva (cioè il 10%).

E' altresì noto ed è stato rilevato che la verifica delle condizioni concernenti l'influenza dominante può derivarsi anche da situazioni afferenti a partecipazioni di minoranza ⁽¹⁶⁾.

Da tale contesto consegue che un soggetto, autorizzato a detenere una partecipazione sopra la soglia minima, potrebbe involontariamente a seguito del frazionamento di altri pacchetti azionari ovvero in seguito a diluzioni di altri azionisti in presenza di aumenti di capitali, come peraltro è accaduto recentemente a seguito della febbre di aumenti c.d. iperdiluitivi ⁽¹⁷⁾, assumere senza alcuna propria volontà la qualifica di soggetto controllante la banca in relazione alla ricorrenza dei presupposti indicati dall'art. 23 TUB e, quindi, dover inoltre predisporre il piano industriale

⁽¹⁶⁾ Cfr. ROSA, *Patti parasociali e gestione delle banche*, Milano, 2010, 405.

⁽¹⁷⁾ Come è accaduto per gli aumenti di capitali Seat PG, Tiscali, Pirelli RE.

relativo alla futura gestione dell'attività, assoggettarlo alla verifica prevista se non si vuole correre il rischio di vedersi sospeso il diritto di voto ⁽¹⁸⁾.

Si ha quindi una inversione del percorso ordinario dell'azionista che non è normalmente obbligato da alcuna norma a specificare la ragioni dell'acquisto delle azioni né tantomeno a dover prospettare il futuro esercizio dei relativi diritti o in che modo intenderà gestire all'attività, il quale è obbligato a dimostrare, anche, di averne sia le capacità manageriali che la struttura finanziaria adeguata per farlo.

Si potrà certamente giustificare la scelta del legislatore prima comunitario e poi nazionale di far conseguire esiti così pervasivi nel controllo preventivo sulla gestione futura di una attività non già da specifiche scelte imprenditoriali del socio ma dal semplice ricorrere di circostanze esterne, quasi nella rilevanza della sola dimensione oggettiva del controllo; non si potrà però negare che ciò rappresenti una intrusione particolarmente profonda nell'area dell'autonomia gestionale.

4. *Se mi vuoi scalare dimmi almeno perché.*

Il tema dell'incremento delle partecipazioni attrae inevitabilmente l'interesse del legislatore soprattutto se associato ad operazioni che presentano profili di contatto con l'informazione e la politica.

Così dopo aver autorizzato il trasferimento del controllo di una *Pay TV* ⁽¹⁹⁾, dalle comunicazioni ex art. 120 T.U.F. si viene a conoscenza di un repentino incremento della partecipazione detenuta dal potenziale acquirente di tale *Pay TV* nella società venditrice ⁽²⁰⁾.

Sebbene si sia affermato da parte dell'autorità politiche che non si sarebbe dato luogo ad alcun intervento legislativo, trascorso il tempo necessario con decretazione d'urgenza ⁽²¹⁾ si metteva mano alla materia delle comunicazioni relative alle partecipazioni sociali introducendo un nuovo comma 4-bis nell'art. 120 T.U.F.

Occorre dire che, anche in altri contesti non influenzati ad alcuna situazione specifica, la materia delle comunicazioni relative all'acquisto di partecipazioni da parte di società bersaglio è divenuta attuale in ragione

⁽¹⁸⁾ Per tale fattispecie cfr. (almeno nella prospettazione quale tesi del ricorrente) T. Genova, 21 marzo 2017 (decr.), inedita.

⁽¹⁹⁾ Cfr. AgCom, Del. N. 315/16/CONS del 7 luglio 2016.

⁽²⁰⁾ Cfr. *Mediaset, Vivendi verso la soglia dell'Opa*, in *Il Sole 24 Ore* 22 dicembre 2016.

⁽²¹⁾ Art. 13 D. L. 16 ottobre 2017, n. 148, Disposizioni urgenti in materia finanziaria e per esigenze indifferibili.

dell'operare dei c.d. *Wolf Pack* cioè le tattiche di aggressione poste in essere da investitori attivisti allo scopo di scalare, in modo coordinato, altre società quotate ⁽²²⁾. Ed, infatti, per mitigare il disallineamento informativo tra l'acquirente le azioni e la società bersaglio da parte di aggressivi investitori tra loro coordinati nell'azione si è prospettata l'applicazione delle norme anti-cospirative contemplate dalla disciplina *antitrust* ⁽²³⁾ ovvero di altri strumenti in grado di attenuare l'impatto negativo conseguente al difetto di comunicazione che tali tattiche d'azione riescono a realizzare ⁽²⁴⁾.

La differenza sostanziale che intercorre tra tali proposte avanzate nel mercato del controllo societario nord-americano e quanto disposto dalle recenti modificazioni in materia del T.U.F. è rappresentato dal fatto che, anche laddove si prospettano interventi normativi atti a modificare l'efficacia delle comunicazioni relative al superamento delle soglie di partecipazione, non si giunge mai a richiedere di conoscere le finalità dell'acquisto, come, al contrario, accade nell'attuale formulazione dell'art. 120 comma 4-bis T.U.F. ⁽²⁵⁾.

Tale differenza appare sostanziale poiché l'obbligo di dare comunicazione di intenzioni future apre il campo alla possibilità - sia da parte dell'autorità di vigilanza che da parte del giudice - di compiere una verifica di merito sulle scelte dell'acquirente delle azioni soprattutto alla luce del fatto che l'eventuale incompletezza ovvero l'erroneità di tali indicazioni può essere oggetto di sanzione ai sensi dell'art. 190 comma 2 T.U.F. che contiene altresì la possibilità di disporre da parte della Consob

⁽²²⁾ Cfr. LU, *Unpacking Wolf Packs*, Yale LJ 125 (2015): 773.

⁽²³⁾ Cfr. TEVLIN, *The Conscious Parallelism of Wolf Packs: Applying the Antitrust Conspiracy Framework to Section 13 (d) Activist Group Formation*, Fordham L. Rev. 84 (2015): 2335.

⁽²⁴⁾ Cfr. Cfr. LU, *Unpacking Wolf Packs*, Yale LJ 125 (2015): 781.

⁽²⁵⁾ Art. 120 comma 4 bis T.U.F. «il soggetto che effettua le comunicazioni di cui ai commi 2 e seguenti del presente articolo deve dichiarare gli obiettivi che ha intenzione di perseguire nel corso dei sei mesi successivi. Nella dichiarazione sono indicati sotto la responsabilità del dichiarante: a) i modi di finanziamento dell'acquisizione; b) se agisce solo o in concerto; c) se intende fermare i suoi acquisti o proseguirli nonché se intende acquisire il controllo dell'emittente o comunque esercitare un'influenza sulla gestione della società e, in tali casi, la strategia che intende adottare e le operazioni per metterla in opera; d) le sue intenzioni per quanto riguarda eventuali accordi e patti parasociali di cui è parte; e) se intende proporre l'integrazione o la revoca degli organi amministrativi o di controllo dell'emittente.»

misure “attive” nei confronti del trasgressore rappresentate dall’ “eventuale indicazione delle misure da adottare e del termine per l’adempimento”.

Soprattutto gli obblighi informativi sono potenzialmente privi di un termine specifico e potrebbero protrarsi oltre l’iniziale periodo semestrale in relazione al fatto che ogni successivo cambio delle intenzioni da parte dell’investitore acquirente comporta “sulla base di circostanze oggettive sopravvenute, una nuova dichiarazione motivata deve essere senza ritardo indirizzata alla società e alla CONSOB e portata alla conoscenza del pubblico secondo le medesime modalità. La nuova dichiarazione fa decorrere nuovamente il termine di sei mesi (...)”.

Tali disposizioni costituiscono un evidente strumento di protezione della società bersaglio laddove il socio di controllo di essa sia in grado di esercitare influenza sull’autorità di vigilanza e, conseguentemente, indirizzarla verso l’assunzione di misure pro-attive nei confronti dell’acquirente e potenziale scalatore. In tal modo la neutralità del soggetto pubblico viene, in un certo senso, ad essere messa in crisi poiché i poteri ad esso attribuiti vengono esercitati allo scopo di garantire la posizioni di uno solo degli attori nella scalata societaria.

5. *Il Golden Power statale e l’intrusione nel controllo delle strategie imprenditoriali.*

Nella scala gradata della capacità di intrusione dei regolatori nella gestione interna dell’attività si va a collocare l’esercizio del c.d. *Golden Power* ⁽²⁶⁾.

Non è qui necessario segnalare che le disposizioni relative all’esercizio da parte del Governo degli speciali poteri contenuti nella legge sono state oggetto di modifica e di incremento contestualmente

⁽²⁶⁾ Cfr. D. L. 15 marzo 2012 n.21 convertito, con modificazioni, in legge 11 maggio 2012, n. 56 “*Norme in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell’energia, dei trasporti e delle comunicazioni*”. Per alcune indicazioni e l’illustrazione della normativa cfr. LAMANDINI, *Golden share e libero circolazione dei capitali in Europa e in Italia*, in *Giur. comm.*, 2016, 671; GASPARI, *Libertà di circolazione dei capitali, privatizzazioni e controlli pubblici. La nuova golden share tra diritto interno, comunitario e comparato*, Torino, 2015; COMINO, *Golden power per dimenticare la golden share: le nuove forme di intervento pubblico sugli assetti societari nei settori della difesa, della sicurezza nazionale, dell’energia, dei trasporti e delle telecomunicazioni*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, 2014, 1019; Bassan, *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell’intervento dello Stato sull’economia*, in *Studi sull’integrazione europea: Anno IX*, n. 1, 2014, 57.

all'introduzione dell'incremento degli obblighi informativi posti a carico dell'acquirente le azioni da parte dell'art. 120 T.U.F. Tale contemporaneità deriva dall'analogie delle situazioni sottostanti che, nel contingente, si intendevano tutelare.

Ma l'analogia con l'intervento sia in materia di obblighi informativi contemplati dalla nuova formulazione dell'art. 120 T.U.F. che con gli oneri motivazionali relativi all'assunzione del controllo di una banca previsti dal TUB non si fermano alle contingenze occasionali.

Anzi si potrebbe affermare che vi sia una continuità logica tra i vari provvedimenti visto che il complesso delle informazioni richieste al fine di autorizzare/informare appare nella sostanza – e fatto salvo il maggiore livello previsto dalla L. n. 56/2012 – appartenente al medesimo ambito.

Gli aspetti che qui vengono in rilievo sono di due ordini. Il primo attiene al carattere autoritativo delle disposizioni che attribuiscono pervasivi poteri di ingerenza nella *governance* societaria all'esecutivo (27). Il secondo concerne, invece, la circostanza che l'utilizzo concreto di essi potrebbe prestarsi non solamente per proteggere rilevanti interessi strategici nazionali ma fossero lo strumento per la protezione di specifici interessi proprietari.

Cioè, in altri termini, l'utilizzo di essi da parte per poter esecutivo verrebbe in gioco non già in relazione ad esigenze oggettive ma a protezione di interessi soggettivi.

Si verificherebbe, quindi, anche in questo caso quanto paventato in apertura; l'indebolimento dell'assetto proprietario produce l'effetto di trasferire il piano della tutela all'interno dell'assetto di governo e tale trasferimento avviene in favore dell'esercizio di poteri di conformazione di matrice pubblicistica.

6. *Le controprove: l'applicazione della regola del più forte. I casi Saudi Aramco e Nordea Bank.*

Per dimostrare la veridicità degli assunti esposti fino a questo punto occorre fornire delle controprove; cioè si tratta di indicare se ed in quali casi in situazioni di evidente debolezza nella possibilità di esercizio di poteri

(27) Cfr. COMINO, *Golden power per dimenticare la golden share: le nuove forme di intervento pubblico sugli assetti societari nei settori della difesa, della sicurezza nazionale, dell'energia, dei trasporti e delle telecomunicazioni*, cit., loc. cit., « La capacità di esercitare poteri speciali sulle operazioni societarie deriva oggi direttamente da una legge che dipinge chiaramente i tratti autoritativi dell'amministrazione».

autoritativi pubblici nella sfera interna della *governance* societaria, si sia optato per un rilassamento della regola.

Due recenti vicende societarie sono in grado di fornire tale controprova.

Anzitutto la situazione che tra coinvolgendo *Saudi Arabian Oil Company*. Si tratta della società statale saudita che detiene e gestisce le riserve petrolifere del maggior produttore mondiale di petrolio la quale dovrebbe essere oggetto di quotazione da parte del locale governo in relazione ai nuovi orientamenti industriali della monarchia regnante ⁽²⁸⁾.

La particolare natura nonché le caratteristiche dello stato che la controlla hanno accentuato i commenti sui connotati controversi della *governance* di questa società ⁽²⁹⁾, soprattutto per segnalare l'opacità.

Ciò avrebbe dovuto rappresentare una debolezza ai fini dell'individuazione della borsa presso la quale procedere all'offerta iniziale di vendita ed alla successiva quotazione delle azioni.

Tuttavia l'estrema rilevanza quantitativa di tale operazione nonché gli evidenti elementi reputazionali ad essa connessi hanno condotto la *Financial Conduct Authority* inglese ad avviare una consultazione destinata a proporre la modifica delle norme in materia di quotazione sul mercato londinese allo scopo di adeguare le stesse alle specificità della architettura amministrativa della Saudi Aramco e così, in ultima analisi, favorire il mercato locale affinché la società fosse ivi quotata ⁽³⁰⁾.

In estrema sintesi si proponeva di creare una nuova categoria di società quotate caratterizzate dal loro controllo statale e per esse prevedere due rilevanti deroghe rappresentate dal fatto che lo Stato controllante non dovrebbe essere considerato parte correlata e che ad esso non vengano applicate le norme previste per l'azionista di controllo ⁽³¹⁾.

Sebbene nel documento di consultazione Saudi Aramco non venga mai citata è evidente che tali proposte sono state avanzate proprio per

⁽²⁸⁾ Si veda per le prime notizie in merito WONG, *If a \$2 Trillion Saudi Aramco Goes Public, Will It Withstand Outsider Scrutiny?*, The New York Times on the Web, July 23, 2016.

⁽²⁹⁾ Cfr. RAMADY, *Saudi Aramco 2030: Post IPO challenges*, Springer, 2018, 167 e specificatamente per i meccanismi di governance p. 188.

⁽³⁰⁾ Cfr. FCA, *Proposal to create a new premium listing category for sovereign controlled companies*, Consultation Paper CP17/21** July 2017.

⁽³¹⁾ Cfr. FCA, *Proposal to create a new premium listing category for sovereign controlled companies*, cit., 9.

favorirne la quotazione a Londra: in questo senso è evidente intenzione dell'autorità di vigilanza di piegare le disposizioni protettive degli azionisti di minoranza in favore del prevalere del potere espresso dalla più grande società per dimensioni mondiali nonché del governo nazionale che la controlla.

Non molto dissimile appare la vicenda di Nordea Bank AB. Essa risulta a seguito di un processo di concentrazione bancaria avvenuta sul finire del secolo scorso tra numerose banche dei vari paesi scandinavi; attualmente la propria sede è situata in Svezia che è un paese che non fa parte dell'Unione Bancaria Europea.

In seguito alla crisi bancaria svedese occorsa tra il 1881 ed il 1992 attualmente talune disposizioni svedesi – in particolare quelli in materia di garanzia sui depositi bancari ed i relativi importi a garanzia nonché sulla deducibilità degli interessi corrisposti sugli strumenti finanziari assimilati al capitale ai fini regolatori – sono più conservative rispetto alle correlate disposizioni europee. Tale situazione ha condotto Nordea Bank a deliberare nel settembre 2017 il trasferimento della propria sede – attraverso un *reverse merger* nella propria controllata finlandese ⁽³²⁾ – nonché la trasformazione delle attuali controllate localizzate nei singoli paesi scandinavi in *branch* allo scopo di re-incorporare tutte le proprie attività bancarie in un paese che – unico tra i paesi scandinavi – appartiene all'unione bancaria europea.

Tale scelta ed i relativi benefici in termini di maggior valore per gli azionisti sono stati attentamente analizzati dalla banca ⁽³³⁾ dal quale è dato evincersi che nella prospettiva prescelta e nel relativo bilanciamento di effetti i maggior beneficiari di tale decisione saranno gli azionisti rispetto ai depositanti. Inoltre l'operazione comporta la sottrazione della banca alle singole autorità di controllo nazionali: il che comporta una evidente perdita di poteri di supervisione da parte dei singoli stati nazionali scandinavi ove essa opera ⁽³⁴⁾.

⁽³²⁾ Merger plan regarding the merger between Nordea Bank AB (publ) and Nordea Holding Abp, disponibile all'indirizzo: <https://www.nordea.com/Images/33-230085/Merger%20plan.pdf>

⁽³³⁾ Cfr. Nordea Bank AB, *Information regarding the proposed re-domiciliation to Finland*, disponibile all'indirizzo: <http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/43/E7/2D/wkr0010.pdf>

⁽³⁴⁾ Cfr. *Nordea Mega Branches Face More Oversight Across Scandinavia*, Bloomberg 6 novembre 2017.

Il particolare assetto della maggior parte dei paesi scandinavi per quanto attiene alla regolamentazione bancaria si è dunque risolto nel confronto con l'unica banca sistemi in essi presenti a sfavore dei primi ed a vantaggio della seconda che ha così potuto beneficiare grazie alla debolezza individuale dei singoli stati nazionali dei poteri di arbitraggio regolatorio che la propria organizzazione plurinazionale le consentiva, individuando così quello tra i paesi nel quale capitalizzare tutti i benefici economici e di *governance*.

7. *La neutralità della tecnica come strumento di intervento istituzionale nella governance societaria.*

Gli esempi brevemente analizzati nel testo sono indicativi dei due diversi sensi che la torsione legislativa può assumere quale reazione alle situazioni concrete che si vengono a verificare nell'ordinamento giuridico di appartenenza.

Nei casi in cui la dinamica normativa era, fino all'avvio della crisi economica, caratterizzata da un rapporto preferenziale con la disciplina degli assetti proprietari in ragione del fatto che tale relazione era facilitata dalla diffusione del modello della proprietà azionaria concentrata, come, in particolare accadeva in Italia, la circostanza che gli effetti della crisi abbiano inevitabilmente comportato un indebolimento dei ceti proprietari che sono stati in grado di fronteggiarla solo parzialmente ed al costo di dover ridurre sensibilmente la rilevanza percentuale del controllo fino a quel momento esercitata, ha fatto sì che il legislatore fosse obbligato ad intervenire con nuove norme a protezione di tali ceti proprietari.

Per realizzare tale risultato la tipologia dell'intervento legislativo non ha potuto avere a riguardo, come nel passato, alla disciplina degli assetti proprietari ⁽³⁵⁾ ma si è dovuta trasferire sul piano della gestione intervenendo in maniera autoritativa nell'area del governo societario che fino a quel momento poco o nulla era stato interferito da interventi a

⁽³⁵⁾ L'affermazione nel testo potrebbe esser parzialmente contraddetta dal fatto che, contemporaneamente, il legislatore ha provveduto a rimuovere i limiti fino a quel momento esistenti alle azioni a voto plurimo (artt. 20, comma 8-bis e 22 quinquies del D.L. 24 giugno 2014, n. 91) con il correlato intervento sull'art. 127 T.U.F. e sull'art. 2351 cod. civ. In realtà il fatto che solo un limitato numero di società si sia avvalso della facoltà di aumentare il diritto di voto ha rappresentato il presupposto di fatto per poi costringere il legislatore, di fronte, a singole contingenze di mercato ad introdurre nuove disposizioni protettive degli assetti proprietari esistenti.

carattere pubblicistico in ragione dell'autonomia organizzativa interna della società, area da sempre preservata all'interferenze esterne.

L'effetto di tali interventi normativi esterni ha prevalentemente avuto la finalità di puntello dell'assetto proprietario esistente sebbene si siano formulate giustificazioni formali di tale disposizioni fondati su ragioni di interesse pubblico nazionale.

Questi tipi di intervento normativo nascondono la propria portata politica sotto la veste dell'apparente neutralità tecnica ⁽³⁶⁾; ma proprio per la loro apparente neutralità si prestano ad essere utilizzati per qualsivoglia finalità divenendo, quindi, trans-politici. Ora, laddove l'azione legislativa si muove nella direzione degli assetti proprietari degli azionisti essa rientra nel novero degli interventi normativi sul diritto di proprietà, destinati a conformare la proprietà stessa agli interessi ritenuti prevalenti nel relativo giudizio di bilanciamento; diversamente se si sposta il fuoco dell'azione normativa dalla titolarità all'organizzazione si attua un intervento limitativo o, comunque, non neutrale, sui poteri di gestione che divengono oggetto di poteri d'imperio estranei alla sfera dell'autonomia organizzativa di cui fino ad oggi la società per azioni aveva beneficiato.

All'opposto, nei casi in cui le prerogative proprietarie dell'azionista sono tuttora in grado di esercitare in pieno i propri poteri individuali e soggettivi, il legislatore è costretto a subordinare gli interessi dei terzi alla protezione di tali interessi proprietari.

Addirittura sottraendoli all'applicazione di interi settori normativi in particolare di quelli che presiedono al contrasto dell'appropriazione dei benefici privati a favore dell'azionista di controllo ovvero sanciscono la sconfitta delle disposizioni più conservative nella battaglia per l'arbitraggio normativo.

Ciò rende testimonianza del fatto che l'apparente neutralità delle regole del governo societario è tale solo se non è in grado di condizionare od orientare - attenuando i poteri di gestione - le scelte gestionali interne della società. Diversamente esse divengono lo strumento per rendere prevalenti interessi e posizioni estranei all'autonomia gestione dell'attività d'impresa e tendenzialmente funzionali alla conservazioni degli assetti esistenti.

⁽³⁶⁾ Cfr. SCHMITT, *L'epoca delle neutralizzazioni e delle spoliticizzazioni*, in SCHMITT, *Le categorie del 'politico'*, Bologna, 1972, 167.

Abstract

La disciplina degli assetti proprietari delle società per azioni – soprattutto nelle aree oggetto di disciplina settoriale – è stata implicitamente pensata in funzione della presenza di un controllo societario stabile; tutto ciò nonostante si affermasse che gli schemi di proprietà diffusa – propri prevalentemente degli ordinamenti anglosassoni – meglio rappresentassero l’evoluzione del capitalismo moderno. In realtà i sistemi elitistici preferiscono avere a riferimento assetti proprietari stabili poiché rendono più agevole l’interlocuzione e la reciproca relazione tra proprietari e titolari del potere regolatorio.

A fronte della descritta situazione storica lo svilupparsi della crisi economica ha avviato un processo di alterazione del quadro economico materiale che, conseguentemente, ha reagito sulla disciplina esistente mettendone in evidenza i limiti e le incongruenze a fronte del divergente assetto economico di riferimento.

Sono quindi venute in evidenza situazioni in precedenza non immaginabili: soci nella detenzione di pacchetti azioni che – in passato – sarebbero stati considerati marginali acquisivano, senza alcuna volontà se non quella di conservare il valore iniziale dell’investimento effettuato, il ruolo di controllanti; investitori privati vedevano riqualficata la propria partecipazione. Si assisteva poi alla necessità di compiere scelte imprenditoriali immediate a fronte di contingenze regolatorie o politiche impreviste in grado di pregiudicare il valore economico complessivo delle iniziative economiche e diffondere quindi incertezza presso investitori istituzionali di altri paesi estranei alle scelte regolatorie o alle situazioni storiche determinatisi.

Tali situazioni di “incertezza negli assetti proprietari” sono state in grado di avviare un processo difficilmente prevedibile rappresentato dall’intervento dei legislatori nazionali nelle vicende relative al controllo proprietario di singole iniziative societarie quasi a realizzare una sorta di trasposizione in ambito societario delle iniziative legislative e degli orientamenti teorici che, nel contesto della disciplina della proprietà, condussero nel passato ad accentuare i profili di funzionalizzazione dell’istituto agli interessi pubblici sottolineandone, appunto, la funzione sociale.

L'indagine è quindi intesa a rappresentare come talune vicende societarie costituiscano l'epifania di un nuovo e divergente assetto frutto delle conseguenze della crisi economica nel quale, da un lato, si constata la parziale inefficienza delle precedenti regole relative agli assetti proprietari delle società per azioni - soprattutto nei settori regolati - in ragione del manifestarsi di progressive crepe nei presupposti di fatto che avevano condizionato la disciplina normativa - in particolare quelli concernenti il controllo proprietario isolato - e, dall'altro, che in tale quadro, la "debolezza" dell'assetto proprietario ha consentito alla regolazione di guadagnare spazi normativi in precedenza inaccessibili venendo a realizzare un modello di "proprietà amministrata" quasi a concretare, nell'ambito societario, gli esiti della proprietà conformata agli interessi pubblici che si evidenziarono, in passato, hanno caratterizzato una contingente temperia dell'istituto proprietario.