

Quaderni giuridici

Il controllo societario nel Testo unico della finanza

Problemi e prospettive di riforma

G. Mollo, D. Montesanto



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

8

giugno 2015

Quaderni giuridici

Il controllo societario nel Testo unico della finanza

Problemi e prospettive di riforma

G. Mollo, D. Montesanto



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

8

giugno 2015

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers** sono documenti di consultazione su ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza.

Comitato di Redazione

Simone Alvaro (coordinatore), Doina D'Eramo, Giorgio Gasparri, Giovanni Mollo

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Consob

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

t 06.8477.1

f 06.8477612

e studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-1915 (online)

ISSN 1121-3795 (stampa)

Il controllo societario nel Testo unico della finanza

Problemi e prospettive di riforma

G. Mollo*, D. Montesanto**

Abstract

Il lavoro analizza i problemi interpretativi e applicativi connessi alla nozione di società controllata dettata dal Testo unico della finanza e dal codice civile (al quale lo stesso Testo unico fa ampio richiamo). Sia la definizione di controllo fornita dall'art. 2359 c.c. sia quella fornita dall'art. 93 del TUF si incentrano sul concetto di influenza dominante, concetto che rappresenta il comune denominatore di tutte le ipotesi del controllo, di diritto e di fatto, interno e esterno. Il lavoro mette in evidenza come la scelta del legislatore di individuare nell'influenza dominante il fulcro della nozione di controllo abbia determinato significativi problemi interpretativi e applicativi. Il lavoro ripercorre i numerosi casi in cui la Consob è stata chiamata a pronunciarsi in merito a fattispecie concrete al fine di valutare la sussistenza o meno di una situazione di controllo, valutazione che è il presupposto per l'applicazione e l'*enforcement* di un ampio spettro di norme in materia di emittenti (OPA, informativa *price sensitive*, assetti proprietari, *corporate governance* e sollecitazione). Alla luce degli elementi emersi in relazione a tale attività interpretativa e applicativa e al fine di promuovere il dibattito sul tema, il lavoro ipotizza alcune possibili linee di revisione dell'art. 93 del TUF.

Parole chiave: controllo societario, controllo di fatto, influenza dominante, controllo congiunto, controllo solitario, controllo contrattuale, controllo da patto parasociale.

* Consob, Divisione Studi. ** Consob, Divisione Strategie Regolamentari.

Si ringraziano il prof. Marco Lamandini, il prof. Gabriele Racugno e il prof. Emanuele Rimini per le osservazioni ad una prima bozza del lavoro, ma le responsabilità per eventuali errori e per le opinioni espresse è da attribuire esclusivamente agli autori. Si ringrazia il Dott. Dalmartello per la collaborazione relativamente alla parte sul diritto comparato. Le opinioni espresse nel presente Quaderno sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i contenuti del presente Quaderno, non è pertanto corretto attribuirli alla Consob o ai suoi Vertici.

Indice

Introduzione	5
PARTE PRIMA	
Il controllo nel diritto comune societario	
1 La nozione di controllo	7
2 L'evoluzione della definizione di controllo nel codice civile	11
3 Controllo e influenza dominante nell'art. 2359 c.c.: problemi interpretativi	16
PARTE SECONDA	
Il controllo nel Testo unico sull'intermediazione finanziaria	23
PARTE TERZA	
Il controllo nella prassi applicativa e nella regolamentazione secondaria Consob	
1 L'influenza dominante quale potere di nomina o revoca degli amministratori e di indirizzo della gestione della società controllata	35
2 Il controllo tramite clausole statutarie, accordi contrattuali e patti parasociali	37
3 L'accertamento del controllo	42
4 Il controllo nelle operazioni con parti correlate	49
PARTE QUARTA	
Conclusioni	51
Bibliografia	59

Introduzione

Il presente lavoro analizza la definizione di controllo societario dettata dalla disciplina speciale sull'intermediazione finanziaria all'art. 93 del Testo unico della finanza (D.Lgs. 58/1998, d'ora in poi Tuf), valutandone le implicazioni ai fini dell'applicazione delle norme in materia di società emittenti dettate dallo stesso Tuf.

La collocazione di tale articolo nell'ambito delle Disposizioni generali del Titolo I della Parte IV (rubricata "Disciplina degli Emittenti") del Tuf ne fa il punto di riferimento per l'applicazione di tutte quelle norme contenute nella stessa Parte IV del Tuf in materia di sollecitazione, OPA, assetti proprietari, *corporate governance*, informativa contabile e *price sensitive* che, a loro volta, richiamano, a vario titolo, la definizione di controllo¹. La definizione di controllo dettata dall'art. 93 del Tuf ha,

1 Il richiamo alla nozione di controllo nelle norme del TUF in materia di emittenti ricorre nei seguenti casi:

- A *Informazioni rese al pubblico da parte degli emittenti quotati*. Secondo l'art. 114 del Tuf gli emittenti quotati hanno l'obbligo, fermo quanto disposto in materia da specifiche disposizioni di legge, di comunicare al pubblico le informazioni privilegiate di cui all'art. 181 del Tuf che riguardano non solo direttamente detti emittenti ma anche le società controllate. La legge attribuisce alla Consob il potere di richiedere, anche in via generale, agli emittenti che siano resi pubblici notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico. Tale potere, però, può essere esercitato dalla Consob anche nei confronti dei soggetti che controllano un emittente. Al fine di vigilare sulla correttezza delle informazioni, inoltre, la Consob, ai sensi dell'art. 115 del Tuf, può richiedere agli emittenti, ai soggetti che li controllano ed alle società da essi controllate la comunicazione di notizie e documenti. La Consob può, ancora, assumere notizie, anche mediante la loro audizione, direttamente dagli emittenti, dalle società controllate e controllanti. Alla Consob, infine, è riconosciuto il potere di eseguire ispezioni presso i medesimi soggetti ora elencati al fine di controllare i documenti aziendali e di acquisirne copia. La violazione degli obblighi di comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, di cui all'art. 114 Tuf, espone gli emittenti, ai sensi dell'art. 193 Tuf, a specifica sanzione amministrativa.
- B *Patti parasociali*. Il legislatore, così come prescritto dagli artt. 122 e ss. del Tuf, ha richiesto una totale trasparenza di tali patti imponendo che gli stessi siano comunicati, entro cinque giorni dalla loro stipulazione, alla Consob; siano pubblicati per estratto nella stampa quotidiana; siano depositati presso il registro delle imprese del luogo ove la società ha la sua sede legale; siano comunicati alle società con azioni quotate. I patti su cui cade l'obbligo di trasparenza sono quelli che hanno ad oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano. La stessa disciplina si applica anche ai patti che istituiscono obblighi di preventiva consultazione per l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano; che pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse; che prevedono l'acquisto delle azioni o degli strumenti finanziari, o che prevedono l'acquisto delle stesse azioni o degli stessi strumenti finanziari ora citati. Agli stessi obblighi di trasparenza sopra citati sono sottoposti anche i patti che hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante sulle società quotate o sulle società che le controllano. A fronte di tale articolata disciplina è posto in capo alla Consob lo stesso dovere di vigilanza e le sono riconosciuti gli stessi poteri già visti in tema di informativa societaria. La violazione delle comunicazioni aventi ad oggetto i patti parasociali, ora in sintesi descritte, sono puniti con una specifica sanzione amministrativa, ai sensi dell'art. 193 co. 2 del Tuf.
- C *Partecipazioni reciproche*. Secondo l'art. 121 Tuf se un soggetto detiene una partecipazione superiore al due per cento (ovvero 5 per cento nel caso di PMI) del capitale in una società con azioni quotate, questa o il soggetto che la controlla non possono acquisire una partecipazione superiore a tale limite in una società con azioni quotate controllata dal primo. Anche in questo caso, esistono specifiche sanzioni in caso di inosservanza del citato divieto. In tal caso, infatti, il diritto di voto inerente alle azioni eccedenti il limite indicato dall'art. 121 del Tuf è sospeso. Se non è possibile accertare quale dei due soggetti ha superato il limite successivamente, la sospensione del diritto di voto si applica a entrambi salvo diverso accordo. In caso di inosservanza del divieto di esercizio di voto la delibera è impugnabile e l'impugnativa può essere proposta anche dalla Consob.
- D *Acquisto di azioni proprie*. Secondo la disciplina speciale, di cui all'art. 132 del Tuf, gli acquisti di azioni proprie effettuati ai sensi gli artt. 2357 e 2357-bis del c.c. da società quotate devono essere eseguiti in modo da assicurare la parità di trattamento tra gli azionisti. Tale regola si applica anche agli acquisti, effettuati secondo l'art. 2359-bis del c.c., da parte di una società controllata di azioni della società controllante quotata. Per la violazione di tale disposizione il legislatore ha previsto delle sanzioni molto severe. Secondo l'art. 172 del Tuf, infatti, gli amministratori di società con azioni quotate o di società da queste controllate che acquistano azioni proprie o

quindi, un forte impatto trasversale su larga parte dell'impianto normativo del Tuf nonché importanti riflessi sulla stessa attività istituzionale della Consob, poiché l'applicazione della disciplina e il relativo *enforcement* hanno proprio come presupposto la conoscenza dell'esistenza di una situazione di controllo.

della società controllante in violazione di quanto disposto dal citato art. 132 del Tuf sono puniti con la reclusione e con la multa.

- E *Requisiti di indipendenza dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo.* Secondo l'art. 147-*quinquies* e 148 del Tuf, non possono essere eletti sindaci e se eletti decadono dall'ufficio, tra gli altri, gli amministratori, il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori delle società da questa controllate, delle società che la controllano e di quelle sottoposte a comune controllo; coloro che sono legati ai soggetti ora elencati o alla società o alle società da questa controllate od alle società che la controllano od a quelle sottoposte a comune controllo da rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale o professionale che ne compromettano l'indipendenza.
- F *Doveri dei sindaci e degli amministratori.* Secondo gli artt. 150 e ss. del Tuf, gli amministratori hanno il dovere di riferire al collegio sindacale sull'attività svolta e sulle operazioni di maggior rilievo economico, finanziario e patrimoniale effettuate non solo dalla società ma anche dalle società controllate. Ai sindaci è riconosciuto il potere di richiedere, anche individualmente, notizie sull'andamento delle operazioni sociali o su determinati affari delle società controllate, nonché di rivolgere le medesime richieste di informazione direttamente agli organi di amministrazione e di controllo delle società controllate. Il collegio sindacale, inoltre, può scambiare informazioni con i corrispondenti organi delle società controllate in merito ai sistemi di amministrazione e controllo e all'andamento generale dell'attività sociale. Doveri e poteri analoghi sono previsti dalla legge anche nei sistemi di amministrazione e controllo alternativi. Gli organi di controllo – collegio sindacale, consiglio di sorveglianza o comitato per il controllo sulla gestione – se hanno fondato sospetto che gli amministratori, in violazione dei loro doveri, abbiano compiuto gravi irregolarità che possano arrecare danno alla società o a una o più società controllate, possono denunciare i fatti al tribunale ai sensi dell'art. 2409 c.c.. Allo stesso tempo, la Consob se ha fondato sospetto di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri di vigilanza del collegio sindacale, del consiglio di sorveglianza o del comitato per il controllo sulla gestione può denunciare i fatti al tribunale ai sensi dell'art. 2409 c.c..
- G *Appello al pubblico risparmio.* In base all'art. 95 del Tuf, sono tenuti al rispetto delle norme di correttezza individuate dai regolamenti Consob non solo l'emittente, l'offerente e chi colloca i prodotti finanziari, ma anche coloro che si trovano in rapporto di controllo o di collegamento con tali soggetti. La violazione delle ora citate regole di comportamento è punita, ai sensi dell'art. 191 co. 2 del Tuf da sanzione amministrativa pecuniaria (da 5.000 a 500.000 euro).
- H *Azione di concerto.* Secondo l'art. 101-*bis*, co. 4, Tuf, infatti, per "persone che agiscono di concerto" si intendono i soggetti 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 controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento di un'offerta pubblica di acquisto o scambio. Secondo il co. 4-*bis* della stessa norma sono in ogni caso persone che agiscono di concerto, tra gli altri, un soggetto, il suo controllante e le società da esso controllate; le società sottoposte a comune controllo. Gli effetti sul corrispettivo di un'offerta pubblica degli acquisti di prodotti finanziari, oggetto della stessa offerta, effettuati dalle persone che agiscono di concerto – dopo che la decisione oppure il sorgere dell'obbligo di promuovere la stessa offerta pubblica di acquisto o di scambio siano stati comunicati alla Consob e resi pubblici, realizzati in pendenza dell'offerta o nei sei mesi successivi alla chiusura della stessa offerta – sono disciplinati con regolamento Consob. Allo stesso modo le persone che agiscono di concerto sono solidamente tenute a promuovere un'offerta pubblica totalitaria di cui all'art. 106 Tuf ovvero sono tenute all'obbligo di acquisto di cui all'art. 108 Tuf quando vengano a detenere, a seguito di acquisti effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore alle percentuali indicate rispettivamente nelle disposizioni ora citate.
- I *OPA obbligatoria.* La definizione di controllo rileva ai fini dell'applicabilità delle esenzioni previste dall'art. 106, co. 5, del Tuf, precisamente nei casi di superamento della soglia rilevante in presenza di uno o più soci che detengono il controllo, ovvero nell'ipotesi di trasferimento dei titoli tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione, nonché al fine di determinare se l'acquisto indiretto di una partecipazione rilevante in una società quotata, mediante acquisto del controllo di una società non quotata, comporti l'obbligo di OPA "a cascata" (articoli 106, comma 3, lett. a), del Tuf, e 45 del Regolamento Emittenti).
- J *Rapporti con società estere che hanno sede legale in Stati che non garantiscono la trasparenza societaria.* L'art. 165-*ter* comma 2, del TUF prevede che le disposizioni in tale materia si applichino alle società italiane emittenti azioni quotate in mercati regolamentati, o emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, che controllino o siano controllate da società aventi sede legale in Stati i cui ordinamenti non garantiscono la trasparenza della costituzione, della situazione patrimoniale e finanziaria e della gestione delle società, applicandosi a tal fine la nozione di controllo prevista dall'art. 93.

In ragione del fatto che la nozione di controllo contenuta nell'art. 93 del Tuf fa ampio rinvio alla definizione di controllo contenuta nell'art. 2359 c.c., il presente studio analizza, in primo luogo, l'evoluzione della disciplina del controllo nel diritto comune societario e i problemi interpretativi che questa stessa disciplina ha posto (Parte I). Successivamente il lavoro, dopo aver analizzato la nozione di controllo contenuta nell'art. 93 (Parte II), ricostruisce in maniera sistematica la storia dei principali interventi interpretativi e delle comunicazioni in materia di controllo societario che la Consob ha emanato al fine di affrontare specifici casi emersi nell'ambito dell'attività di vigilanza (Parte III). Infine, alla luce delle ricostruzioni del dibattito dottrinario e dell'esperienza applicativa maturata, il lavoro propone alcune possibili linee di riforma dell'art. 93 del Tuf (Parte IV).

Il controllo nel diritto comune societario

PARTE
PRIMA

1 La nozione di controllo

Nel dibattito dottrinario il tema del controllo è stato affrontato in relazioni a tre principali tematiche: 1) i gruppi societari; 2) il controllo assembleare; 3) i rapporti contrattuali tra imprese.

Per ciò che riguarda la prima tematica, il legame tra gruppo e controllo consiste nel fatto che il gruppo – quale “aggregazione di imprese societarie formalmente autonome ed indipendenti l'una dall'altra, ma assoggettate tutte ad una direzione unitaria”² – si realizza principalmente (seppur non esclusivamente) tramite l'assunzione di partecipazioni³. Il controllo può essere, infatti, una manifestazione del fenomeno economico del gruppo ed è possibile identificarlo nel rapporto, in senso verticale, che lega le società all'interno di un gruppo⁴. Tuttavia, dal punto di vista giuridico, il controllo, pur essendo condizione necessaria, non è di per sé anche condizione sufficiente per la ricorrenza di un gruppo, di modo che le due nozioni nel nostro ordinamento non coincidono⁵.

2 G. F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale 2 Diritto delle società*, a cura di M. CAMPOBASSO, Torino, 2010, pag. 289.

3 G. F. CAMPOBASSO, cit., pag. 289. Cfr., inoltre, A. GRAZIANI, G. MINERVINI, U. BELVISO e V. SANTORO, *Manuale di diritto commerciale*, Padova, 2013, pag. 297, i quali offrono una diversa definizione di gruppo ma sempre incentrata sulla nozione di controllo: «<l'espressione gruppo [...] per richiamare il fenomeno di più società legate da particolari relazioni, pur sempre incentrate sul controllo>>».

4 Cfr. in tal senso già C. PASTERIS, *Il controllo nelle società collegate e la partecipazione reciproca*, Milano, 1957, pag. 4.

5 Così F. DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano, 2005, pag. 563. Cfr. inoltre, A. GRAZIANI, G. MINERVINI, U. BELVISO e V. SANTORO, cit., pag. 297, secondo cui la soluzione al problema se la nozione di gruppo e di controllo coincidano dipende dall'esame delle singole disposizioni che richiamano la nozione di gruppo. Secondo tale interpretazione è possibile sostenere che in linea di massima la presenza di controllo è sufficiente, anche in assenza di una situazione di una direzione unitaria, ad assicurare l'esistenza di un gruppo. Solo in casi eccezionali, singole disposizioni speciali, fanno dipendere l'esistenza di un gruppo non da una situazione di controllo ma da altre circostanze.

Infatti, come noto, con la riforma del diritto societario del 2003, il legislatore ha introdotto un complesso organico di norme riferite al concetto di "direzione e coordinamento di società" che, come sarà ampiamente illustrato di seguito, si affiancano e ulteriormente qualificano la nozione di controllo intesa come esercizio di un'influenza dominante. Come si vedrà, uno dei problemi più dibattuti in materia è appunto quello di stabilire il rapporto fra le norme codicistiche che regolano la presunzione di una direzione e coordinamento (artt. 2497-*sexies* e segg.) e quelle specifiche sul controllo societario (artt. 2359 e seg.).

Se nella prima tematica affrontata il rapporto tra controllo e gruppo rileva essenzialmente su un piano extra-sociale, viceversa, nella seconda tematica, concernente il controllo assembleare, il controllo esplica i suoi effetti sul piano endosocietario e si ricollega alla tematica più generale del rapporto che lega "iniziativa e rischio o, in termini giuridicamente più precisi, [il rapporto che esiste] tra potere di gestione e responsabilità"⁶.

Nel sistema societario previsto dal codice civile, l'iniziativa è proporzionata alla responsabilità e viceversa, e tale rapporto costituisce il discrimine tra i diversi tipi sociali. Nel caso in cui "il potere di gestione del socio è immediato e diretto, la sua responsabilità è illimitata; dove invece il potere del socio si esplica esclusivamente attraverso gli organi sociali, la sua responsabilità è limitata al conferimento"⁷. In tale contesto, anche nel tipo "società per azioni", dove i diritti sociali sono tendenzialmente attribuiti in proporzione diretta alla partecipazione sociale, la proporzione che esiste tra potere e responsabilità è evidente, per cui "ai soci che rappresentano la maggioranza del capitale sociale spetta in definitiva l'amministrazione della società"⁸. I recenti interventi normativi che hanno introdotto nel nostro ordinamento le azioni con diritto di voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto (per effetto dell'articolo 20 del d. l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito con modificazioni dalla l. 11 agosto 2014, n. 116) possono, tuttavia, consentire deroghe significative al principio generale di proporzionalità fra potere e rischio, deroghe che peraltro, per le società quotate, erano già state ammesse con le azioni di risparmio con la l. 216 del 1974 e, più recentemente, con le novità introdotte con la riforma del diritto societario del 2003⁹.

Nelle società per azioni (che non siano parte di un gruppo o comunque soggette a direzione e coordinamento da parte di terzi), questo principio va tuttavia ben inquadrato alla luce delle scelte compiute dal legislatore della riforma del diritto societario del 2003 che, sia pure avallando un orientamento dottrinario e giurisprudenziale prevalente anche prima della riforma, ha definitivamente escluso ogni competenza gestoria in capo all'assemblea dei soci, riservando tale ruolo esclusiva-

6 G. FERRI, *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1956, pag. 36. Sull'evoluzione del rapporto potere controllo sull'impresa sociale cfr.: M. LAMANDINI, *Il "Controllo" nozioni e "tipo" nella legislazione economica*, Milano, 1995, pag. 3; F. GALGANO, *Le istituzioni dell'economia capitalistica*, Bologna, 1976.

7 G. FERRI, *Potere e responsabilità*, cit., pag. 37.

8 G. FERRI, *Potere e responsabilità*, cit., pag. 37.

9 Per una discussione più ampia del tema si veda S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCIANO, "La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo", *Quaderni Giuridici CONSOB*, 2014.

mente all'organo amministrativo. Il potere del socio di controllo di incidere sulla gestione è dunque, almeno teoricamente (qualora cioè le modalità concrete di esercizio del potere corrispondono al modello legale e la società venga in considerazione nella sua individualità atomistica e non come componente di una struttura di gruppo), indiretto e mediato e si può estrinsecare solo tramite il canale assembleare, manifestandosi esclusivamente nel potere di nomina e revoca degli amministratori, non potendo questi impartire direttamente agli amministratori disposizioni puntuali sulla gestione dell'impresa; naturalmente, il potere di revoca degli amministratori garantito dal dominio assembleare è, in concreto, lo strumento che assicura che gli amministratori seguano gli indirizzi operativi e strategici che il socio di controllo volesse attuare. Ciò ora è reso manifesto con l'introduzione, nel 2003, dell'art. 2497-sexies, che ricollega al controllo assembleare una presunzione di direzione e coordinamento. Naturalmente, è possibile che il socio di controllo, pur avendo nominato gli amministratori, decida di non interferire con le scelte gestionali.

Il secondo possibile significato attribuibile al concetto di "controllo" è dunque il potere riconosciuto a chi rappresenta la maggioranza del capitale di determinare la volontà sociale avendo la possibilità di assumere decisioni che la legge attribuisce all'assemblea ordinaria con gli artt. 2364 e ss. c.c.¹⁰. In questo senso il controllo rappresenta un potere in assemblea e non invece un potere diretto sulla gestione dell'impresa. Come prima illustrato, è evidente, tuttavia, che il potere in assemblea è sintomatico di un controllo potenziale sulla gestione dell'impresa, poiché il potere di nomina e revoca degli amministratori conferisce la possibilità di esercitare un'indiretta influenza sulle scelte operative e strategiche della controllata¹¹.

Nella realtà delle grandi società per azioni si riscontra che il rapporto iniziativa-responsabilità, per le ragioni più diverse¹², è di fatto inoperante, e che i poteri che sono attribuiti dal codice civile ai soci che rappresentano la maggioranza assoluta del capitale possono essere, invece, "riservati agli azionisti che rappresentano normalmente una minoranza, e talora una minoranza esigua"¹³ del capitale. La divaricazione fra potere di controllo e diritti patrimoniali rappresenta una conseguenza del funzionamento della società di capitali con azioni diffuse fra il pubblico e, in particolare, delle società per azioni quotate¹⁴. Quindi, il controllo può identificare il

10 In merito all'evoluzione delle competenze dell'assemblea ordinaria non più genericamente quale organo che determina la volontà sociale vedi F. Di Sabato, *Diritto delle società*, cit., 304.

11 In questo senso, cfr. M. Lamandini, sub Art. 93, in M. Fratini-G. Gasparri (a cura di), *Commentario al Testo Unico della Finanza*, 2012, Torino, pag. 1041-1044.

12 Già C. PASTERIS, *Il controllo nelle società collegate*, op. cit., pag. 6, individuava alcuni motivi della mancata attuazione nelle grandi società della proporzione iniziativa-responsabilità. Secondo l'autore nelle società a grande base azionaria la mancata attuazione della citata proporzione è dovuta alla presenza tra gli azionisti di coloro che considerano la loro partecipazione alla società quale forma di impegno di capitale e non quale partecipazione all'impresa sociale. Tale tipologia di soci, continua Pasteris, si interessa unicamente dei corsi delle azioni "e non già dell'attività di gestione e, quindi, della partecipazione alla formazione della volontà sociale attraverso l'esercizio del diritto di voto". Pasteris individua, poi, quale ulteriore ostacolo all'attuazione della proporzione iniziativa-responsabilità nelle maggiori difficoltà che il singolo azionista ha rispetto ai grandi azionisti nel partecipare alle assemblee, e ciò a causa della disparità di mezzi disponibili.

13 G. FERRI, *Potere e responsabilità*, cit., pag. 41.

14 T. ASCARELLI, *Proprietà e controllo della ricchezza, controllo minoritario*, in *Problemi giuridici*, Milano, 1959, II, pag. 883. Tale tipo sociale, secondo l'Autore, consente di cumulare la possibilità di raccogliere quantità di risorse finanzia-

potere¹⁵ riconosciuto ai soci di assumere le decisioni che la legge attribuisce all'assemblea ordinaria, con gli artt. 2364 e ss. c.c., anche là dove questi non rappresentino necessariamente la maggioranza assoluta del capitale sociale.

In generale, il termine "controllo interno" si riferisce sia alla situazione in cui i soci in grado di assumere tali decisioni rappresentino la maggioranza del capitale sociale sia al caso in cui i soci rappresentino, invece, una minoranza azionaria. Nel primo caso il controllo interno è detto di diritto, mentre nel secondo caso è detto di fatto o minoritario¹⁶.

In proposito, è interessante sottolineare quanto già evidenziato da risalente e autorevole dottrina, e cioè che spesso la coalizione di soci che controlla la società potrebbe essere "precostituit(a) e non certo frutto di occasionali incontri di opinioni nell'assemblea, la quale in via generale non fa che sanzionare quanto predisposto dal gruppo che, quand'anche di minoranza, ha il controllo della società e dispone, direttamente o per procura, della maggioranza dei voti presenti nell'assemblea"¹⁷. I contratti parasociali sono, ad esempio, uno strumento per conseguire il controllo di società¹⁸. In tal caso, il controllo sulla società viene "esercitato da due o più soggetti tra loro giuridicamente ed economicamente indipendenti, ma effettivamente e stabilmente coordinati in virtù di accordi parasociali"¹⁹.

Per ciò che attiene alla terza tematica sopra indicata, relativa ai rapporti contrattuali fra imprese, il concetto di controllo può essere identificativo di relazioni che la società intrattiene con terzi e che, di norma, vengono consacrate in un contratto. Tali contratti possono essere contratti in forza dei quali la società si obbliga ad agire secondo quanto deciso da un terzo (c.d. contratti di dominio) ovvero contratti di natura commerciale.

Con riferimento ai contratti di dominio²⁰ è possibile distinguere i contratti di dominio forte, con i quali la società si obbliga ad eseguire le indicazioni del terzo

rie che un singolo individuo difficilmente riuscirebbe a raggiungere, "con un sostanziale controllo della gestione in poche mani, data la necessità, a sua volta, di una concentrazione della direzione dell'impresa". Tale ultimo aspetto determina l'alterazione della proporzione tra potere e responsabilità. La suddivisione del capitale in azioni e la loro diffusione tra il pubblico finalizzata alla raccolta di ingenti risorse finanziarie determina, per l'appunto, "una profonda dissociazione tra quella che è la proprietà economica della ricchezza e quello che è il suo controllo. Ascarelli a supporto delle sue affermazioni scrive: «Non è invero un segreto per nessuno che la maggioranza assembleare non corrisponde affatto necessariamente alla maggioranza del capitale azionario e persino a prescindere da pratiche (incette di procure, riporti ecc.) che possono accentuare la discrepanza. Non è un segreto per nessuno che quanto più diffuse nel pubblico le azioni [...], tanto più facile che il gruppo che detiene il controllo della società sia, nei riguardi della percentuale sul capitale, un gruppo di minoranza".

15 Per la definizione di controllo quale potere cfr. A. PAVONE LA ROSA, *Le società controllate - I Gruppi*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G. E. COLOMBO e G. B. PORTALE, Torino, 1991, 2**, *Azioni Gruppi*, pag. 584.

16 A. PAVONE LA ROSA, *Le società controllate - I Gruppi*, cit., pag. 582.

17 T. ASCARELLI, *Proprietà e controllo della ricchezza*, cit., 885. Nello stesso senso sembrerebbe M. S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in *Riv. soc.*, 1995, pag. 466; in senso sostanzialmente difforme sembrerebbe M. LAMANDINI, *Il controllo*, op. cit., pag. 102.

18 V. CARIELLO, *Controllo congiunto e accordi parasociali*, Milano, 1997, pag. 1.

19 V. CARIELLO, cit., pag. 15.

20 Per l'ampia e complessa discussione in tema si rinvia a P. ABBADESSA, *Rapporto di dominio ed autonomia privata nel diritto societario italiano*, in *Banca e Borsa*, I, 1999, pag. 545 e ss.; G. SCOGNAMIGLIO, *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, 1996; P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: prin-*

anche se tali indicazioni le arrechino pregiudizio, rispetto ai contratti di coordinamento o di dominio debole, con i quali la società si obbliga ad eseguire gli ordini del terzo solo se non siano in contrasto con il proprio interesse. I contratti di dominio forte, secondo la prevalente dottrina, sono da ritenersi nulli, poiché in contrasto con quanto disposto dagli artt. 2373 e 2391 c.c., secondo cui agli amministratori e ai soci è fatto divieto di perseguire obiettivi in contrasto con l'interesse sociale²¹. L'introduzione nel nostro ordinamento del citato art. 2497-*septies*, che riconosce la possibilità di esercitare l'attività di direzione e coordinamento di società sulla base di un contratto con le società medesime o di clausole dei loro statuti, non sembra fare venire meno la non liceità dei contratti di dominio forte, poiché il contratto cui si riferisce il citato articolo avrà un oggetto lecito solo nella misura in cui le direttive che realizzano l'attività di direzione e coordinamento non siano pregiudizievoli per la società controllata²². Tale norma si riferisce dunque, all'evidenza, ai contratti di dominio debole.

E' possibile, ancora, che una società stipuli con un altro soggetto dei contratti commerciali che la pongono, rispetto a quest'ultimo, in una situazione di oggettiva dipendenza economica, "tale da comprometterne esistenza e sopravvivenza"²³.

2 L'evoluzione della definizione di controllo nel codice civile

La nozione di controllo, sconosciuta al codice di commercio del 1882, fu introdotta per la prima volta nell'ordinamento italiano con il codice civile del 1942, il cui art. 2359 (all'epoca rubricato "acquisto di azioni da parte di società controllate") imponeva il divieto assoluto a una società di investire il proprio capitale in azioni della società che esercitava il controllo su di essa o di altre società controllate dalla medesima società²⁴.

La finalità di tale norma, come si legge nella Relazione del Ministro Guardasigilli al Libro del Lavoro del Codice civile²⁵, doveva "limitarsi a proibire l'impiego del

cipi e problemi, in *Riv. soc.*, 2007, pag. 317 e ss.; R. SANTAGATA, *Autonomia privata e formazione dei gruppi nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA e G. B. PORTALE, 3, Torino, 2007, pag. 799 e ss.; M. MAUGERI, *Formazione del gruppo e diritti dei soci*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2007, pag. 354 e ss..

21 In tal senso vedi G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale 2 Diritto delle società*, cit., pag. 293; M. LAMANDINI, *sub artt. 2359-2359quinquies*, in NICCOLINI e A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali, Commentario*, Napoli, 2004.

22 Cfr. M. LAMANDINI, *Art. 93*, cit., pag. 1044.

23 Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, cit., 29; M. LAMANDINI, *Il "Controllo"*, cit., pag. 185, l'A. in proposito evidenzia che per ritenere sussistente una relazione giudica di controllo non basta "una generica situazione di dipendenza, occorrendo invece che tale dipendenza economica (che funziona da substrato pregiudiziale della fattispecie e, eventualmente, da indizio o presunzione probatoria di controllo) si concretizzi sul piano giuridico fattuale nell'influenza (dominante, appunto) sull'attività globalmente intesa dell'impresa dominata"; nello stesso senso cfr. B. LIBONATI, *Il gruppo insolvente*, Firenze, 1981, 68. Si veda anche E. RIMINI, *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002.

24 L'articolo 2359 del c.c. 1942 recitava: «sono considerate società controllate quelle in cui una società possiede un numero di azioni tale da assicurare la maggioranza dei voti nelle assemblee ordinarie o quelle che, in virtù di particolari vincoli contrattuali, sono sotto l'influenza dominante di altre società».

25 Pubblicato in G. U. 5 febbraio 1941 n. 31-septies.

capitale delle società controllate nelle azioni della società che la controlla: doveva mirare cioè ad impedire che si verificasse nell'ambito del gruppo quell'incrocio di capitali, a cui si riferisce il secondo divieto, assoluto questo – posto a qualsiasi sottoscrizione reciproca di azioni, per il riflesso che con queste operazioni si possono moltiplicare all'infinito i capitali in un gioco di rifrazioni finanziarie inconsistenti come il castello di carte che ne è la risultante".

Tale articolo subì una prima modifica nel 1974 con il d.l. 8 aprile 1974, n. 95, convertito nella l. 7 giugno 1974 n. 216, che tuttavia non portò ad una alterazione sostanziale dell'impianto normativo del 1942 delineato dagli artt. 2359 e 2360 (quest'ultimo relativo al divieto di sottoscrizione reciproca di azioni). L'intervento del 1974 si limitò a una rivisitazione della disciplina (senza peraltro utilizzare i risultati già acquisiti all'epoca da importanti progetti di riforma come quelli De Gregorio e Marchetti)²⁶ mediante un ampliamento degli effetti considerati dalla norma sul controllo, che passarono da quelli inerenti all'annacquamento del capitale sociale a quelli concernenti anche il regolare svolgimento delle assemblee.

Come chiari la Relazione della VI Commissione permanente Finanze e Tesoro della Camera dei Deputati in sede di conversione del citato d. l. 8 aprile 1974, n. 95, la riforma era infatti volta a "contenere gli effetti di distorsione che possono conseguire dagli incroci azionari, tanto sotto il profilo patrimoniale, in quanto attraverso i medesimi può verificarsi, sia pure in forma indiretta, il rimborso del capitale o della riserva con conseguente annacquamento di questi ultimi; tanto sotto il profilo del regolare svolgimento delle assemblee in dipendenza della reciproca possibilità delle società partecipanti di influire sulle rispettive deliberazioni".

In estrema sintesi, la riforma del 1974 introdusse una definizione più articolata di società controllata, definì per la prima volta la nozione di società collegata e superò la regola del divieto assoluto di acquisto di azioni della società controllante da parte della controllata, prevedendo che tale tipo di acquisto potesse essere effettuato con somme prelevate dalle riserve, esclusa la riserva legale. Nella nuova formulazione, il controllo venne chiaramente suddiviso in controllo interno di diritto, che ricorre qualora una società dispone della maggioranza richiesta per le deliberazioni dell'assemblea ordinaria, e di fatto, che si ha quando una società risulta sotto l'influenza dominante di un'altra società in virtù delle azioni o quote da queste possedute o di particolari vincoli contrattuali con essa²⁷.

Una ulteriore rivisitazione dell'art. 2359 c.c. avvenne nel 1991 con il decreto di attuazione delle direttive societarie IV e VII (d. lgs. 9 aprile 1991 n. 127). In particolare, la VII direttiva in materia di obbligo di redazione dei conti consolidati

26 Sul punto, per tutti, cfr. G. FANELLI, *Le partecipazioni reciproche dopo la miniriforma del 1974*, in *Giur. Comm.* 1976, I, pag. 177 e ss..

27 Sono definite come società controllate: "1) le società in cui un'altra società, in virtù delle azioni o quote possedute, dispone della maggioranza richiesta per le deliberazioni dell'assemblea ordinaria; 2) le società che sono sotto l'influenza dominante di un'altra società in virtù delle azioni o quote da queste possedute o di particolari vincoli contrattuali con essa; 3) le società controllate da un'altra società mediante le azioni o quote possedute da società controllate da questa. Sono considerate società collegate le società nelle quali si partecipa in misura superiore al decimo del loro capitale, ovvero in misura superiore al ventesimo se si tratta di società con azioni quotate in borsa".

(83/349/CEE) prevedeva la sussistenza di una situazione di controllo nelle situazioni in cui alternativamente: a) l'impresa madre aveva la maggioranza dei diritti di voto spettanti agli azionisti dell'impresa figlia (anche in base ad un accordo con questi), ovvero il diritto di nominare o revocare la maggioranza dei membri dell'organo di amministrazione, di direzione o di vigilanza dell'impresa; b) sussisteva il diritto in capo all'impresa madre di esercitare un'influenza dominante in virtù di un contratto stipulato con l'impresa figlia o di una clausola dello statuto di questa²⁸ (sempre che il diritto da cui è regolata l'impresa figlia permetta che la stessa sia soggetta a tali contratti o clausole statutarie); c) la maggioranza dei membri degli organi di amministrazione, direzione o controllo dell'impresa figlia, in carica durante l'esercizio in corso e l'esercizio precedente e sino alla redazione del bilancio consolidato, fosse stata nominata in virtù del solo esercizio dei diritti di voto dell'impresa madre.

La VII direttiva, rappresentando una disciplina di armonizzazione minima, consentì agli Stati Membri di scegliere liberamente quali dei citati indici rivelatori del controllo adottare nei rispettivi ordinamenti. Il legislatore italiano del 1991 confermò la previgente definizione di controllo contenuta nel codice civile, senza fare alcun riferimento esplicito alla nomina della maggioranza dei componenti dell'organo amministrativo.

Elemento non trascurabile della novella legislativa del 1991 fu rappresentato dal fatto che la definizione di società controllata, contenuta nel nuovo testo dell'art. 2359 c.c., non fu più circoscritta esclusivamente agli obiettivi legati al contenimento dei potenziali effetti distorsivi patrimoniali e amministrativi degli incroci azionari (per i quali, appunto, tale definizione era stata fornita nel 1974). Infatti, come si legge nella relazione allo schema di decreto legislativo per l'attuazione delle citate direttive, «nell'affrontare il problema della definizione delle imprese "controllate" ai fini del consolidamento è sembrato necessario procedere preliminarmente ad una riscrittura della norma del codice civile (art. 2359) che definisce la fattispecie «società controllate», sì da rendere quella definizione da un lato più precisa nella formulazione e più completa, dall'altro meglio idonea a richiami parziali ai fini dell'individuazione dell'ambito del consolidamento".

In estrema sintesi, le modifiche apportate dal citato d. lgs. n. 127/91 all'art. 2359 furono le seguenti: 1) nel controllo di diritto non si fa più riferimento alla maggioranza richiesta per le deliberazioni dell'assemblea ordinaria ma alla maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria; 2) il controllo di fatto interno e il controllo di fatto esterno che prima erano disciplinati unitariamente assumono autonoma rilevanza e, per tale via, vengono meglio specificati; 3) viene specificata la modalità di controllo indiretto; 4) in merito alle società collegate viene conservata la presunzione già contenuta nel vecchio testo, ma viene posta un'affermazione di

²⁸ Peraltro, l'art. 1, par. 1, lett. c), seconda parte, della direttiva, conferiva agli Stati membri la facoltà di non prescrivere che l'impresa madre fosse azionista o socio dell'impresa figlia.

principio secondo cui sono società collegate le società sulle quali un'altra società esercita un'influenza notevole²⁹.

Il testo così modificato dell'art. 2359 è quello tutt'ora in vigore, salvo che per la modifica introdotta con il d. lgs. 28 dicembre 2012, n. 310, che ha sostituito il termine "borsa" con la più corretta espressione "mercati regolamentati".

Dall'analisi comparata degli ordinamenti dei principali Paesi europei emerge l'adozione di due differenti schemi normativi per definire il controllo di società.

Il primo modello, presente in Germania, è quello che definisce il controllo quale potere generale di esercitare un'influenza dominante³⁰. Il secondo modello, ricorrente in Francia e Spagna, invece, si caratterizza per una specifica individuazione delle situazioni in cui ricorre il controllo, consistente nella nomina della maggioranza dei componenti dell'organo di amministrazione unita alla durata in carica di questi per almeno due esercizi consecutivi³¹. In una posizione intermedia si colloca

29 Il nuovo testo dell'art. 2359 c.c. così recitava: «sono considerate società controllate: 1) le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria; 2) le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria; 3) le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa. Ai fini dell'applicazione dei numeri 1) e 2) del primo comma si computano anche i voti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persona interposta; non si computano i voti spettanti per conto terzi. Sono considerate collegate le società sulle quali un'altra società esercita un'influenza notevole. L'influenza si presume quando nell'assemblea ordinaria può essere esercitato almeno un quinto dei voti ovvero un decimo se la società ha azioni quotate in borsa».

30 Nell'ordinamento tedesco la definizione di controllo è contenuta nel § 17 dell'*Aktiengesetz*. Tale definizione qualifica come dipendente l'impresa soggetta all'influenza dominante di un'altra impresa. La ricorrenza dell'influenza dominante è presunta, nell'ipotesi prevista dal secondo comma, ove la controllante disponga della maggioranza dei diritti di voto della controllata. La definizione in esame è posta a fondamento della disciplina dei gruppi di società (*Konzern*, cfr. § 18) e delle partecipazioni reciproche (cfr. § 19). La nozione di influenza dominante ricorre, inoltre, nella definizione di controllo rilevante ai fini del consolidamento contabile, contenuta nel § 290 dell'*Handelsgesetzbuch*. Quest'ultima disposizione chiarisce, al comma secondo, che l'influenza dominante di una impresa su un'altra ricorre quando si disponga: della maggioranza dei diritti di voto; del diritto di nominare o revocare la maggioranza dei membri degli organi di amministrazione, direzione o sorveglianza e la controllante è socia della medesima società; del diritto di determinare la politica finanziaria o la gestione, in ragione di un contratto di dominazione ovvero di una clausola statutaria dell'impresa controllata.

31 Secondo la nozione di controllo offerta dall'ordinamento francese (L233-3, L233-6 e sL233-29 e ss) ricorre l'ipotesi del controllo di diritto quando la società detenga una partecipazione che attribuisca la maggioranza dei diritti di voto nelle assemblee generali della stessa società; l'ipotesi del controllo per il tramite di patti parasociali (di tipo accrescitivo), invece, quando la società disponga da sola della maggioranza dei diritti di voto nella società controllata in virtù di un accordo concluso con gli altri soci o azionisti a condizione che tale accordo non sia contrario all'interesse della società.

Il controllo di fatto ricorre, in assenza di un riferimento al concetto di influenza dominante, quando la società determini in fatto, in virtù dei diritti di voto di cui essa dispone, le decisioni nelle assemblee generali della società controllata, nonché nell'ipotesi in cui un socio o azionista della società controllata disponga del potere di nominare o di revocare la maggioranza dei membri degli organi di amministrazione, di direzione o di controllo della società controllata. In ogni caso è prevista una presunzione di controllo quando una società disponga di una percentuale di diritti di voto superiore al 40% e non ci sia altro socio che detenga una percentuale maggiore. Ai fini dell'applicazione della disciplina in materia di assetti proprietari e partecipazioni reciproche si prevede espressamente la fattispecie del controllo congiunto di fatto, quale determinazione in fatto delle deliberazioni assunte dall'assemblea dei soci.

Quanto all'obbligo di redazione del bilancio consolidato, l'art. L233-16 del *Code de commerce* precisa che il controllo ricorre allorché sia riscontrata: la detenzione diretta o indiretta della maggioranza dei diritti di voto in un'altra impresa; la designazione, per due esercizi successivi, della maggioranza dei membri degli organi d'amministrazione, di direzione o di controllo di un'altra impresa, comunque presumendo tale designazione allorché la società controllante disponga di una partecipazione superiore al 40% dei diritti di voto e nessun altro socio o azionista detenga, una percentuale superiore; nonché, da ultimo, ove la società abbia il diritto di esercitare un'influenza dominante in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, a condizione che siano consentiti dal diritto applicabile. Anche in

l'ordinamento del Regno Unito, ove sono presenti elementi comuni ad entrambi i modelli³².

Si deve tuttavia ricordare come nell'ultimo decennio circa si sono succedute numerose direttive relative alle società quotate e al settore dei mercati mobiliari (in particolare, in materia di OPA, abusi di mercato, diritti degli azionisti e trasparenza dell'informativa societaria) che hanno affrontato il tema del controllo societario. Una definizione puntuale di controllo nell'ambito della disciplina comunitaria sugli emittenti quotati è tuttavia rinvenibile solo nella direttiva sulla trasparenza dell'informativa societaria (direttiva 2004/109/CE o cosiddetta direttiva *Transparency*) e nei principi contabili internazionali IAS/IFRS.

In particolare, la direttiva *Transparency*, all'art. 2 definisce come impresa controllata, alternativamente, l'impresa: « i) nella quale una persona fisica o giuridica ha la maggioranza dei diritti di voto; o ii) della quale una persona fisica o giuridica ha il diritto di nominare o rimuovere la maggioranza dei membri dell'organo di amministrazione, di direzione o di controllo e, nello stesso tempo, è azionista o socio dell'impresa in questione; o iii) della quale una persona fisica o giuridica è azionista o socio e nella quale esercita da sola, in virtù di un accordo concluso con altri azionisti o soci dell'impresa in questione, il controllo sulla maggioranza dei diritti di voto degli azionisti o rispettivamente dei soci; o iv) sulla quale una persona fisica o giuridica ha il potere di esercitare o esercita effettivamente un'influenza dominante o un controllo».

tale definizione è attribuito autonomo rilievo al controllo congiunto, definito quale condivisione del controllo di un'impresa esercitata da un numero limitato di soci o azionisti.

La definizione di controllo societario nell'ordinamento spagnolo è essenzialmente contenuta nell'art. 42 del *Código de comercio* in materia di conti consolidati, anche tenuto conto del rinvio a questa operato dall'art. 18 della *Ley de Sociedades de Capital*, con riferimento alla definizione del gruppo di società.

L'art. 42, ora citato, prevede che il controllo si presume in caso di titolarità della maggioranza dei diritti di voto o nel caso in cui si disponga del potere di nomina della maggioranza dei membri dell'organo amministrativo. Nel definire il controllo di fatto è rilevante la designazione della maggioranza dei membri del consiglio d'amministrazione, avendo a riferimento il consiglio in carica al momento della formulazione dei conti consolidati e nell'esercizio precedente. Anche in tale sistema, quindi, il controllo di fatto è correlato alla nomina degli amministratori, senza riferimento al più ampio concetto di influenza dominante.

L'ordinamento della Spagna si segnala, peraltro, per una particolarità concernente la disciplina dell'OPA obbligatoria. Diversamente dal sistema adottato dalla quasi totalità degli Stati membri dell'UE (inclusi quelli di cui si è detto), che prevede l'obbligo di OPA unicamente al superamento di una determinata soglia percentuale del capitale con diritto di voto, l'art. 4, comma 1, lett. b), del *Real Decreto* 1066/2007 prevede tale obbligo, in aggiunta al superamento della soglia del 30% anche qualora nei 24 mesi successivi all'acquisizione di una partecipazione inferiore al 30% dei diritti di voto l'acquirente nomini più della metà dei componenti dell'organo di amministrazione della società.

32 Con riguardo alla nozione di controllo nel Regno Unito, secondo il sec. 1159 del *Companies Act* del 2006, si ha controllo di diritto allorché una società disponga della maggioranza dei diritti di voto nella società controllata. Secondo la stessa disposizione il controllo di fatto va inteso quale titolarità del diritto di nominare o revocare la maggioranza dei componenti dell'organo amministrativo. L'ambito di applicazione è funzionale all'applicazione della disciplina delle partecipazioni reciproche (sec. 136 e ss.) e ulteriori disposizioni del *Companies Act* che richiamano le definizioni di *subsidiary* e *holding company*.

Ulteriore nozione di controllo contenuta nell'ordinamento inglese è quella di cui al sec. 1162 del *Companies Act* del 2006, che definisce le nozioni di "*Parent*" e "*Subsidiary undertakings*".

A tal fine rilevano, oltre al controllo di diritto, anche il potere di nomina/revoca del *board*, tale intendendosi il diritto di nominare o revocare gli amministratori in possesso della maggioranza dei diritti di voto nelle sedute del consiglio, nonché il controllo per effetto di una *dominant influence*, conseguente alla presenza di una clausola statutaria, alla conclusione di un *control contract*, ovvero tramite patto parasociale.

Tale disposizione rileva ai fini dell'applicazione della disciplina contabile (sec. 399 e ss. *Companies Act* 2006) ed è, altresì, richiamata nella legislazione finanziaria del Regno Unito (sec. 420, *Financial Services and Market Act*).

In definitiva, ritornando all'ordinamento domestico, l'attuale versione dell'art. 2359 c.c., dopo i rilevanti interventi del 1974 e del 1991, non ha più subito alcuna rivisitazione (neanche in occasione della riforma del diritto societario del 2003) e dunque non riflette, se non marginalmente, l'ampia e profonda evoluzione del quadro normativo che invece si è registrata a livello comunitario nell'ultimo decennio, soprattutto in materia di diritto dei mercati mobiliari e delle società quotate.

3 Controllo e influenza dominante nell'art. 2359 c.c.: problemi interpretativi

La vigente definizione di controllo contenuta nell'art. 2359 c.c. ha posto agli studiosi numerosi problemi interpretativi. In particolare, la dottrina si è interrogata su quale sia il contenuto da attribuire all'influenza dominante e su quali siano le differenze esistenti tra le diverse tipologie di controllo previste nella citata disposizione civilistica. Gli interpreti si sono chiesti, altresì, se, e in quali termini, la stabilità sia un elemento caratterizzante l'influenza dominante.

Con riferimento al primo problema, e cioè alla determinazione del contenuto stesso dell'influenza dominante, secondo una dottrina ad oggi prevalente, l'influenza dominante costituisce l'essenza stessa della nozione di controllo³³. Il controllo di diritto, di cui al n. 1) del co. 1, dell'art. 2359, rappresenta, secondo la citata dottrina, una esemplificazione "del più generale concetto di influenza dominante, che è dunque il fondamento essenziale del controllo"³⁴.

Tale interpretazione, però, è stata criticata da altra dottrina perché non riuscirebbe a dare un contenuto operativo all'influenza dominante³⁵. A tale scopo, sarebbe necessario prima definire che cosa si debba intendere per controllo di diritto e, poi, considerare dominante quell'influenza, frutto di partecipazioni o di particolari rapporti contrattuali, che consentirebbe di esercitare gli stessi poteri riconosciuti a chi detiene la maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria³⁶. La stessa dottrina ha ritenuto necessario, per fornire un contenuto all'influenza dominante, compiere una interpretazione teleologica dell'art. 2359 c.c., domandandosi quale debba essere lo scopo di tale ultima norma. Poiché, come prima illustrato, scopo originario dell'art. 2359 c.c. era quello di impedire l'annacquamento del capitale sociale tramite le partecipazioni reciproche e la modificazione degli ordinari equilibri all'interno dell'assemblea della controllante, secondo la dottrina in parola, l'influenza dominante deve essere intesa "in senso ristretto, come capacità non solo di impedire che siano assunte decisioni o compiute operazioni contrarie al proprio volere, ma anche di imporre il proprio punto di vista, in particolare nella decisione di acquisto e

33 Per tutti cfr.: G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale 2 Diritto delle società*, cit., pag. 292; B. LIBONATI, *Diritto commerciale Impresa e società*, Milano, 2005, pag. 272; M. MIOLA, *Le garanzie intragruppo*, Napoli, 1993, pag. 34.

34 Così riassume tale interpretazione M. S. SPOLIDORO, op. cit., 468.

35 M. S. SPOLIDORO, cit., 468, nt. 36.

36 M. S. SPOLIDORO, cit., 468.

nella gestione delle quote o azioni della società controllante da parte della controllata³⁷.

Poiché la competenza delle decisioni in materia di acquisto di partecipazioni spetta agli amministratori, secondo sempre la stessa dottrina, "il nucleo del controllo è la possibilità di piegare alla propria volontà l'organo amministrativo attraverso i due strumenti specificamente richiamati dall'art. 2359 c.c.: attraverso la leva del voto dell'assemblea ordinaria (quando si dispone del potere di nominare o revocare a proprio piacimento tanti membri dell'organo amministrativo quanti ne occorrono per decidere sugli investimenti in partecipazioni) oppure attraverso lo strumento contrattuale"³⁸. Ne deriva, secondo la stessa dottrina, che la controllante va individuata in chi "ha il potere di nominare e revocare gli amministratori", indipendentemente dalla disponibilità di voti – di maggioranza o di minoranza che sia – nell'assemblea della società controllata³⁹.

Altri studiosi hanno, invece, argomentato che le due diverse forme di controllo di fatto si differenzierebbero perché diverso sarebbe il destinatario dell'influenza dominante. Nel caso del controllo interno di fatto "l'angolo di visuale è dato dalla posizione dei soci e perciò il referente dell'influenza dominante è l'assemblea"⁴⁰. Nel caso invece del controllo esterno di fatto "la prospettiva è quella dei rapporti tra le due società" e l'influenza si esercita direttamente sulla società⁴¹.

La questione è stata affrontata anche alla luce della disciplina in tema di direzione e coordinamento, di cui agli artt. 2497 e ss. c.c., introdotta nel 2003, evidenziando differenze concettuali fra controllo interno ed esterno⁴². La lettura dell'art. 2359 c.c., secondo la dottrina in esame, non dovrebbe essere necessariamente collegata alle sole finalità specificamente individuate agli artt. 2359-bis e segg. c.c., in quanto il concetto di influenza dominante avrebbe una valenza autonoma rispetto all'obiettivo di impedire l'annacquamento del capitale sociale e di garantire gli ordinari equilibri assembleari. Secondo tale interpretazione, infatti, mentre l'influenza dominante di cui al n. 3 dell'art. 2359 c.c. coinciderebbe con quel potere di effettivo indirizzo strategico e gestionale che l'art. 2497-septies qualifica, di per sé, proprio come attività di direzione e coordinamento⁴³, diverse sarebbero le conclusioni con riferimento all'influenza dominante espressamente prevista al n. 2 dell'art. 2359 e, implicitamente, invocata al n. 1 dello stesso art. 2359 c.c.. Tale ultimo tipo di influenza dominante, infatti, riguarderebbe esclusivamente il potere in assemblea e non, invece, il potere sulla società nel suo complesso, con particolare attenzione al com-

37 M. S. SPOLIDORO, cit., 479

38 M. S. SPOLIDORO, cit., 480.

39 M. S. SPOLIDORO, cit., 480.

40 G. SBISÀ, *Società controllate e società collegate*, in *Contr. Impr.*, 1997, pag. 344.

41 G. SBISÀ, cit., pag. 344.

42 M. LAMANDINI, *sub artt. 2359-2359quinquies*, op. cit., pag. 399; ID. *sub art. 23, sub art. 23*, in *Testo unico bancario, Commentario* a cura di M. PORZIO, F. BELLÌ, G. LOSAPPIO, M. RISPOLI FARINA e V. SANTORO, Milano, 2010, 226.

43 Sebbene la norma non fornisca una definizione precisa di direzione e coordinamento, la dottrina si è orientata nel senso di affermare che la configurazione della direzione unitaria possa basarsi sull'accertamento di un flusso costante di istruzioni, che la società controllante impartisce alla controllata, su modalità gestionali, sul reperimento di mezzi finanziari, su politiche di bilancio, sulla scelta dei contraenti ecc.

portamento gestionale dei suoi amministratori. Poiché il potere in assemblea consente, però, la nomina o la revoca degli amministratori e, tramite loro, attribuisce una influenza indiretta sull'indirizzo strategico e gestionale della controllata, risulta chiaro che il potere in assemblea è sintomatico di controllo e, quindi, può essere considerato indice presuntivo di esso. Secondo la stessa dottrina, tale affermazione troverebbe conferma nel vigente art. 2497-*sexies*, là dove attribuisce il valore di presunzione di direzione e coordinamento al controllo interno. Tuttavia, permarrebbe una differenza tra influenza dominante effettiva sulla società e influenza dominante potenziale ed effettiva in assemblea. "Il legislatore [,infatti,] correttamente ammette il controllante interno (che, come si è visto, è qualificato in base alla ricorrenza dell'influenza in assemblea) a provare [...] che esso non esercita influenza dominante effettiva (o «direzione unitaria» o «direzione e coordinamento») sulla società e cioè sulle scelte strategiche e gestionali inerenti all'azione complessiva della società"⁴⁴. In definitiva, la nozione di direzione e coordinamento si concretizza in *qualcosa di più intenso rispetto al mero controllo e non si appiattisce in questo*⁴⁵, poiché mentre ai fini del controllo ciò che rileva è la mera possibilità di esercitare un'influenza dominante su una o più società, un'attività di direzione e coordinamento può sussistere allorché sia (anche presuntivamente) accertato *l'esercizio effettivo* di tale influenza (c.d. principio dell'effettività)⁴⁶. Pertanto, può accadere che vi sia controllo senza direzione e coordinamento, ad esempio quando sia provato che l'influenza dominante è rimasta ad uno stato potenziale, superando la presunzione ex art. 2497-*sexies*; ovvero, all'opposto, vi può essere direzione unitaria senza controllo societario, nei casi previsti dall'art. 2497-*septies* (che appunto trova applicazione "*al di fuori delle ipotesi previste dall'art. 2497-*sexies**")⁴⁷.

44 M. LAMANDINI, *sub artt. 2359-2359quinquies*, cit., 400.

45 Cfr. P. MONTALENTI, *Le società per azioni*, in N. ABRIANI, S. AMBROSINI, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI, *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, vol. 4, I, 2011, pag. 1039. L'idea che il controllo fosse una figura connessa ma concettualmente distinta dal gruppo, come possono esistere situazioni di controllo che non danno luogo a rapporti di gruppo e gruppi che non derivano da relazioni di controllo, era già sostenuta da P. ABBADESSA, *I gruppi di società nel diritto italiano*, in A. PAVONE LA ROSA (a cura di), *I gruppi di società*, 1982, pag. 103 e ss.

46 Cfr. P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, cit., pag. 315 e ss. Cfr. sul punto Cass., 26 febbraio 1990, n. 1439, *Foro it.*, 1990, I, c. 1188, ove si afferma che "la direzione unitaria si differenzia dal semplice controllo, in quanto quest'ultimo costituisce una situazione potenziale di esercizio di influenza dominante, mentre per l'esistenza del gruppo è necessario l'esercizio effettivo di detta potenzialità"

47 Sul punto cfr. anche M. NOTARI - J. BERTONE, *sub art. 2359*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, pag. 705, secondo i quali l'esercizio del potere che integra il controllo nulla aggiunge alla nozione di controllo in quanto tale. L'effettivo esercizio comporta la conferma dell'esistenza del potere ma nulla aggiunge sul piano della definizione. Altro è poi indagare se l'effettivo esercizio del potere di controllo configuri ulteriori nozioni, quale la direzione e coordinamento di società. La differenza sostanziale tra controllo e attività di direzione sembra peraltro corroborata dal dato testuale dell'art. 4, comma 1, 2°cpv. del d.lgs. 24 marzo 2006, n. 155, recante la disciplina dell'impresa sociale, che sembra introdurre una presunzione assoluta di direzione e coordinamento per il sol fatto del controllo ("Si considera, in ogni caso, esercitare attività di direzione e controllo il soggetto che, per previsioni statutarie o per qualsiasi altra ragione, abbia la facoltà di nomina della maggioranza degli organi di amministrazione"); cfr., altresì, V. DONATIVI, *Struttura proprietaria e gruppi di "imprese sociali"*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010, pag. 1079.

Un caso emblematico di possibile interferenza tra disciplina del controllo e direzione e coordinamento di società è rappresentato dall'ipotesi in cui al socio di maggioranza venga, di fatto, precluso il potere di assumere le decisioni di competenza dell'assemblea ordinaria, qualora le stesse coincidano con quelle che un soggetto esterno ha il potere di influenzare in base ad un accordo con la medesima società o in forza di una clausola statutaria. Seguendo un certo indirizzo interpretativo, si potrebbe trattare di un caso di controllo plurimo disgiunto (o "controllo concorrente"): entrambi i soggetti potrebbero essere ritenuti controllanti della società nella misura in cui ciascuno sia in grado di

Pertanto, in base agli orientamenti dottrinari discussi, il tratto unificante delle varie nozioni di controllo contenute nell'art. 2359 c.c. andrebbe identificato nel potere di influenza dominante sulla società controllata, precisando, però, in forza di quanto previsto dall'art. 2497-*sexies*, che tale potere "non coincide con la «direzione unitaria» o la «direzione e coordinamento» ed è rilevante nelle ipotesi di «controllo interno» già come semplice possibilità di influire in modo determinate sulla nomina in assemblea dell'organo amministrativo [...], mentre nel caso di controllo esterno esso è un potere effettivo nei confronti della società e in tal modo devia dal «normale» meccanismo di trasmissione degli impulsi decisionali dal socio o dai soci che detengono la maggioranza azionaria agli amministratori che è preso in considerazione dai primi due numeri dell'art. 2359"⁴⁸.

Secondo altri orientamenti, la logica che sottende l'art. 2359 c.c. e che consente di comprenderne il suo contenuto sarebbe quella della "ricerca della effettiva consistenza giuridica dell'unica impresa. [...] Il momento su cui l'attenzione è fermata è la capacità per la società partecipante di esercitare potere di direzione sulla partecipata e perciò potere di gestione dell'unica impresa. La maggioranza nell'assemblea ordinaria assicura per prima cosa la potestà decisionale su chi saranno gli amministratori della partecipata, i quali amministratori sono competenti della gestione. L'influenza dominante per vincoli contrattuali (un contratto a sensi del quale la società B si impegna, in cambio di vantaggi particolari, a rispettare le direttive gestionali della società A) rappresenta combinazione di potere non diversa anche in assenza di investimento di ricchezza della controllante nella controllata"⁴⁹.

Tale conclusione troverebbe supporto tanto nell'art. 2497-*sexies* c.c. – in forza del quale, salvo prova contraria, l'attività di direzione e coordinamento di società si presume in capo alla società controllante ai sensi dell'art. 2359 c.c. –, quanto nello stesso art. 2359, co. 2, c.c., che, ai fini dell'applicazione dei n. 1 e 2 del co. 1 – quindi ai fini dell'accertamento dell'esistenza di un controllo di diritto o di fatto – dispone che si debbano computare anche i voti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persone interposte⁵⁰ al chiaro fine di volere ricostruire l'effettiva "consistenza dell'unica impresa"⁵¹.

Passando ad affrontare la questione del requisito della stabilità o continuità, secondo l'orientamento dominante esso costituisce caratteristica essenziale dell'influenza dominante e, più in generale, del controllo⁵².

sterilizzare le decisioni altrui, sebbene l'ammissibilità del controllo plurimo disgiunto presupponga necessariamente che, ai fini dell'attribuzione della qualifica di controllante secondo l'articolo 2359, comma 1, nn. 1 e 2, c.c., si possa fare a meno dall'accertamento in concreto della posizione di dominio, trattandosi di presunzione assoluta. Sull'argomento si rinvia a M. LAMANDINI, *sub artt. 2359 - 2359quinquies*, op. cit. pag. 396; V. DONATIVI, *I "confini" del controllo congiunto*, in *Giur comm.* 1996, I, pag. 553 e ss.

48 M. LAMANDINI, *sub artt. 2359-2359quinquies*, op. cit., pag. 400.

49 B. LIBONATI, *Diritto commerciale Impresa e società*, op. cit., pag. 272.

50 Art. 2359, co. 2., c.c.: «<Ai fini dell'applicazione dei n. 1 e 2 del primo comma si computano anche i voti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a interposta persona: non si computano i voti spettanti per conto terzi>>.

51 Cfr. in tal senso B. LIBONATI, *Diritto Commerciale Impresa e società*, op. cit., pag. 272.

52 C. PASTERIS, *Il controllo nelle società collegate*, op. cit., pag. 32; B. LIBONATI, *Il gruppo insolvente*, cit., 64; Id., *Diritto Commerciale Impresa e società*, cit., pag. 272; M. LAMANDINI, *sub art. 23*, cit., pag. 216; M. NOTARI, *La nozione di*

Le ragioni di tale impostazione si basano sull'argomentazione per cui l'influenza dominante non può essere valutata in relazione a singoli atti, ma con riferimento all'intera attività dell'impresa dominata. Il controllante è tale se è in grado indirizzare stabilmente secondo i propri interessi l'attività del controllato⁵³.

Per aversi una situazione di controllo è, quindi, necessario "che il soggetto attivo sia posto nella possibilità di determinare a proprio arbitrio l'attività del controllato, in modo stabile e continuo"⁵⁴, requisito quest'ultimo richiesto dalla stessa nozione di influenza dominante. Infatti, poiché l'influenza dominante è finalizzata ad indirizzare l'intera attività di gestione del soggetto dominato, "è evidente come ciò richieda una certa continuità"⁵⁵. Naturalmente, non è richiesta una durata minima perché si debba ritenere sussistente l'esistenza del controllo; ciò che è, invece, necessario è l'assenza di soluzioni di continuità dello stato di soggezione nel quale si trovi il soggetto dominato⁵⁶. Secondo tale interpretazione, quindi, il controllo va inteso come uno stato permanente di soggezione durante il quale il soggetto dominante ha la possibilità di esercitare una influenza dominante nella formazione della volontà del soggetto controllato.

Sembra utile svolgere alcune considerazioni di sintesi con riferimento ai concetti di controllo interno e di influenza dominante.

La definizione di controllo contenuta nell'art. 2359 c.c., alla luce dei numerosi richiami operati dalle leggi speciali e in altre disposizioni dello stesso codice civile, costituisce, oggi, nel nostro ordinamento "l'archetipo della definizione di controllo"⁵⁷.

Per questa ragione, pare corretta la tesi della dottrina sopra menzionata secondo cui non sarebbe possibile limitare l'operatività dell'art. 2359 c.c. all'interno dei confini previsti in passato, ossia alla tutela dell'integrità del capitale sociale e del corretto funzionamento dell'assemblea della società controllata. Svincolata la definizione di controllo di cui all'art. 2359 c.c. dai citati obiettivi, è possibile sostenere che il controllo interno si estrinseca, essenzialmente, nel potere di nomina e/o revoca della maggioranza degli amministratori della controllata e di influenza sulle scelte operative e gestionali dell'organo amministrativo.

Come prima ricordato, alla luce delle scelte effettuate con la riforma del diritto societario del 2003 relative alla esclusione di ogni potere gestorio in capo all'assemblea dei soci (salvo che per le materie espressamente previste nello statuto), il potere del socio di controllo nell'indirizzare la gestione strategica e operativa si concretizza non solo attraverso il potere di nomina degli amministratori, garantito dal

<<controllo>> nella disciplina antitrust, Milano, 1996, 340; A. CANDI, *Le partecipazioni reciproche dopo la riforma*, in *La disciplina dei gruppi di società nella <<novella>> del 1974*, Milano, 1978, 68.

53 C. PASTERIS, *Il controllo nelle società collegate*, op. cit., pag. 35.

54 C. PASTERIS, *ibidem*.

55 C. PASTERIS, *ibidem*.

56 C. PASTERIS, *ibidem*.

57 L. A. BIANCHI, *La nuova definizione di società controllate e "collegate"*, in M. BUSSOLETTI (a cura di), *La nuova disciplina del bilancio di società (commento al d. lg. 9 aprile 1991, n. 127)*, Torino, 1995, pag. 5.

controllo assembleare, ma anche attraverso il potere di revoca degli stessi, che un controllo assembleare duraturo nel tempo pure garantisce.

La situazione di potere nella quale si estrinseca l'influenza dominante non cambia fra controllo interno ed esterno, ma ciò che muta, invece, è lo strumento tramite il quale il risultato viene raggiunto: in luogo del rapporto di partecipazione, vi sarà un rapporto contrattuale che inciderà non sul meccanismo ordinario di scelta degli amministratori, bensì sull'attività propria degli stessi amministratori.

Il rapporto di controllo disciplinato dall'art. 2359, c. 1, n. 3, c.c. si fonda infatti sull'esistenza di particolari vincoli contrattuali tra due società in forza dei quali la prima, c.d. controllante, riesce ad esercitare un'influenza dominante sulla seconda, c.d. controllata. In dottrina si è affrontato il problema di individuare quali siano i "particolari vincoli contrattuali" e, più in generale, quali siano le caratteristiche dell'influenza dominante per potersi avere un controllo contrattuale⁵⁸.

Secondo un primo orientamento, il controllo contrattuale presuppone un dominio di una società nei confronti di un'altra tale da non lasciare a quest'ultima alcun margine di autonomia⁵⁹. Alcuni dei sostenitori di tale tesi ritengono che l'espressione "particolare vincoli contrattuali" richieda la presenza nei contratti commerciali di clausole speciali in grado di influire sull'attività della controllata nel suo complesso e di indirizzarne "talune fondamentali scelte gestorie"⁶⁰, non ritenendo sufficienti la presenza di clausole che incidano semplicemente su alcuni comportamenti della controllata. Sulla base di tale principio, sono state specificamente individuate alcune clausole o vincoli contrattuali in presenza dei quali si determinerebbe una situazione di controllo⁶¹.

Secondo altro orientamento, l'influenza dominante da controllo esterno farebbe riferimento a situazioni di dipendenza economica, cioè a situazioni in cui la sussistenza stessa del rapporto contrattuale risulta essenziale per la sopravvivenza di una delle controparti⁶². Parte dei sostenitori di tale tesi ha individuato i contratti commerciali astrattamente in grado di determinare una situazione di tale tipo⁶³. Seguendo tale interpretazione sarebbe possibile, quindi, individuare *a priori* i contratti in presenza dei quali si determinerebbe una situazione di controllo esterno⁶⁴.

Secondo, ancora, altra interpretazione, l'influenza dominante da contratto farebbe riferimento a situazioni, giuridicamente rilevanti, che si sostanzierebbero in

58 Per una ricostruzione di tali posizioni cfr. E. RIMINI, *Il controllo contrattuale*, cit. 2002.

59 Così, C. PASTERIS, *Il controllo nelle società collegate*, cit., pag. 32.

60 In tal senso G. SCOGNAMIGLIO, *Autonomia e coordinamento*, cit., pag. 111.

61 G. SCOGNAMIGLIO, *ibidem*. Per una più ampia ricostruzione di tali clausole cfr. E. RIMINI, *Il controllo contrattuale*, cit., pag. 25 e ss.

62 In tal senso vedi G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale 2*, op. cit., pag. 293; P. ABBADESSA, *I gruppi di società nel diritto italiano*, op. cit., pag. 110. Per una ampia ricostruzione della dottrina che sostiene tale tesi cfr. E. RIMINI, *Il controllo contrattuale*, op. cit., pag. 22, nota 16.

63 In merito si rinvia a E. RIMINI, ult. cit., pag. 25 e ss.

64 Così E. RIMINI, ult. cit., pag. 27 e ss.

un'influenza gestionale e strategica di un'impresa su di un'altra⁶⁵. Il contratto avrebbe normalmente ad oggetto un potere di direzione a favore della controllante⁶⁶. In alcuni casi, secondo la stessa interpretazione, il potere di direzione potrebbe anche essere l'effetto di un contratto avente un oggetto diverso. In tali casi, però, lo stato di dipendenza economica derivante da tale contratto determinerebbe una situazione di controllo solo se genera in concreto il trasferimento all'esterno del potere di gestione della società⁶⁷.

Altra interpretazione, infine, nella convinzione della non proficuità di una ricerca dei possibili contratti in presenza dei quali si determinerebbe una situazione di controllo, ha concentrato i propri sforzi nella ricerca di quelle pattuizioni che, se pure inserite in contratti non aventi ad oggetto il trasferimento del potere di gestione da una impresa ad un'altra, possono comunque costituire indici rilevatori di un trasferimento del controllo⁶⁸.

Proprio in quest'ottica, una caso di particolare rilievo può essere rappresentato dai contratti di finanziamento rispetto al fenomeno della cosiddetta *debt governance* o *lender governance*, indicando con tale terminologia la possibilità che un creditore possa influire sulla gestione della società debitrice⁶⁹. La *lender governance* trova concreta attuazione principalmente attraverso l'inserimento di specifiche clausole, dette *debt* o *loan covenant*, all'interno dei contratti di finanziamento "con cui l'impresa finanziata assume nei confronti del debitore obblighi positivi (di *facere*) o negativi (di non *facere* o di *pati*) da adempiere dopo la concessione del finanziamento"⁷⁰. I *covenant* possono assumere molteplici forme, ma lo scopo sottostante

65 Così M. LAMANDINI, *sub artt. 2359-2359-quinquies*, op. cit., pag. 407. Nello stesso senso vedi M. NOTARI - J. BERTONE, *sub art. 2359*, op. cit., pag. 688.

66 Così M. LAMANDINI, *sub artt. 2359-2359-quinquies*, op. cit., pag. 407. L'A. evidenzia che alla luce della disciplina vigente in tema di attività di direzione e coordinamento e di gruppo paritetico cooperativo, l'oggetto dovrà essere considerato lecito se le direttive pongono in essere un'attività che, complessivamente considerata, non è pregiudizievole dell'interesse della controllata.

67 Così M. LAMANDINI, *sub artt. 2359-2359-quinquies*, op. cit., pag. 407.

68 E. RIMINI, *Il controllo contrattuale*, op. cit., pag. 65 e 74 e ss. Secondo tale dottrina, il primo aspetto da prendere in considerazione è dato dall'accertamento dell'esistenza o meno di una dipendenza economica in capo alla presunta controllata. Un secondo aspetto sul quale porre l'attenzione è dato dalla durata del contratto, e ciò nella convinzione che la stabilità costituisca un requisito essenziale dell'influenza dominante. Da una attenta analisi tale dottrina giunge alla conclusione che non è possibile inferire dalla durata del contratto la stabilità dell'influenza, e ciò in forza della constatazione che contratti di lunga durata, o addirittura a tempo indeterminato, relativi ad aspetti fondamentali della vita dell'impresa possono essere caratterizzati da grande instabilità, o anche da grande incertezza, al punto da capovolgere i ruoli di controllante e controllata. Pertanto il dato della durata del contratto andrebbe valutato insieme agli altri indici che qui si stanno elencando. Un ulteriore indice andrebbe individuato nella presenza all'interno del contratto di clausole anormali rispetto alla prassi consolidata. Un'elencazione esaustiva di tali clausole è evidentemente di non facile realizzazione, anche sulla considerazione che la "normalità" può variare al variare del settore di elezione dell'attività di impresa. La verifica va effettuata esaminando, quindi, in concreto il contratto ed ricostruendo lo scenario nel quale esso viene concluso ed eseguito. In ogni caso, però, il contratto dovrà essere tale da determinare il condizionamento dell'attività di gestione della società controllata globalmente intesa, e ciò considerando che tale effetto può determinarsi anche portando all'esterno soltanto alcune fondamentali scelte gestorie. Punto centrale, in tale costruzione, resta quello dell'identificazione degli aspetti fondamentali dell'attività dell'impresa che se diventa oggetto del rapporto contrattuale sono in grado di minare l'autonomia gestionale del contraente debole.

69 Per ricostruzione aggiornata del fenomeno, dei problemi connessi e delle possibili soluzioni interpretative si rinvia a L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni*, Milano, 2013.

70 Così L. PICARDI, op. ult. cit., pag. 6.

resta quello di garantire al creditore la conservazione della capacità di assolvere alle proprie obbligazioni da parte del debitore⁷¹. Dubbi, invece, sussistono in merito ai limiti entro cui legittimamente può essere esercitata la *lender governance*. Dubbi di legittimità sussistono, in particolare, con riferimento a quelle clausole che, superando il puro controllo finalizzato in via diretta alla garanzia del finanziamento concesso, si traducano in un'attività di controllo stabile e sistematico della gestione della società finanziata⁷².

Il controllo nel Testo unico sull'intermediazione finanziaria

PARTE SECONDA

La definizione di controllo contenuta nell'art. 93 del Tuf riproduce sostanzialmente quella dettata dall'articolo 26 del d.lgs. 9 aprile 1991, n. 127⁷³. In particolare, l'art. 93 fornisce una definizione di controllo che si fonda sul rinvio all'art. 2359, co. 1 n. 1-2, c.c., quanto al controllo interno di diritto e di fatto (in ordine ai quali si rinvia a quanto illustrato nella Parte I), ed aggiunge due ulteriori fattispecie di controllo, ossia quello esercitato *"in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, quando la legge applicabile consenta tali contratti o clausole"* (lett. a) e quello che ricorre ove *"un socio, in base ad accordi con altri soci, dispone da solo di voti sufficienti a esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria"* (lett. b).

In ordine all'ambito soggettivo di applicazione della definizione, al contrario di quanto previsto dall'articolo 2359 c.c., che si riferisce esclusivamente alle società, l'articolo 93 prevede che possa essere qualificato come controllante qualsiasi *"soggetto"*, anche diverso da una *"società"* e, pertanto, anche un'associazione, una fondazione, un imprenditore individuale, nonché una persona fisica⁷⁴. Conseguentemente,

71 Così L. PICARDI, op. ult. cit., pag. 81, nota 1.

72 In proposito si rinvia a L. PICARDI, ult. cit., 139 e ss.

73 In ordine a tali considerazioni, cfr. AA.VV., Quaderni di finanza Consob, n. 29/1999, Lavori preparatori per il Testo Unico della finanza, pag. 40 e ss., in cui si è affermato che "ipotizzare una disciplina particolare dei gruppi per le società quotate potrebbe determinare il risultato di impedire che norme quali quelle sul conflitto d'interessi e principi quali quello della rilevanza dell'interesse della singola società al compimento di determinate operazioni possano trovare applicazione, oltre che per le società in genere, anche per le società quotate. [...] Sulla base di questi presupposti gli interventi potrebbero limitarsi a norme che definiscano l'ambito del gruppo rilevante facendo ricorso al rapporto di controllo come regolato dalla disciplina sul bilancio consolidato, con il riferimento all'art. 2359, primo comma, n. 1 e 2 e con la previsione della rilevanza di accordi stipulati con altri soci che consentono ad un soggetto di esercitare da solo un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria della società (nell'art. 26, comma secondo, lett. b) del D.Lgs. 127/1991 si parla di accordi con altri soci in base ai quali un'impresa controlla da sola la maggioranza dei diritti di voto)".

74 Tale conclusione è corroborata dal rilievo che il rinvio all'articolo 2359, primo comma, numeri 1-2, c.c., operato dall'art. 93, comma 1, e integrato dalle ulteriori fattispecie previste dalle successive lettere a) ("*le imprese, italiane o estere, su cui un soggetto*") e b) ("*le imprese, italiane o estere, su cui un socio*"), pone "sullo stesso piano" tutte le figure di controllo da esso previste, cfr. in questi termini G. MUCCIARELLI, *sub art. 93*, in P. MARCHETTI e L. A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 199, I, pag. 33. Tale rinvio operato va interpretato, conformemente alla *ratio* della disposizione in esame, in senso funzionale a prescindere dal modello di organizzazione adottato dal soggetto cui tale potere è esercitato, cfr. M. MIOLA, *sub art.*

l'ambito soggettivo di applicazione dell'articolo in esame risulta essere più ampio, sia rispetto alla nozione di controllo prevista dall'articolo 2359 c.c. sia rispetto alla nozione di controllo rilevante ai fini del consolidamento contabile ai sensi del citato articolo 26 del d.lgs. n. 127/1991.

Per ciò che riguarda, invece, il soggetto controllato, l'articolo in esame utilizza la locuzione "*imprese controllate*", nonostante nella medesima Parte IV del Tuf non si faccia mai riferimento alla categoria concettuale di *impresa*, bensì a quella di *società* ovvero, a seconda dei casi, di *emittente*⁷⁵. L'aver individuato nell' "*impresa*" il soggetto passivo del rapporto di controllo (come previsto ai fini del consolidamento dall'articolo 26 del d.lgs. n. 127/1991) è stata considerata la soluzione maggiormente idonea a identificare una definizione onnicomprensiva del rapporto di controllo, includendo nel suo perimetro anche organizzazioni imprenditoriali non aventi la forma giuridica societaria. Con tale scelta si è voluto così evitare che, optando per scelte maggiormente restrittive, si potesse giungere a un minor grado di trasparenza dell'informativa societaria⁷⁶.

Particolare attenzione da parte degli interpreti ha avuto il tema della riconducibilità del controllo plurimo congiunto nell'ambito della definizione di controllo fornita dall'articolo 93 del Tuf, questione questa che, in linea di massima, risulta analoga a quella che si è posta in relazione all'articolo 2359 c.c.. Nella sua formulazione letterale, l'articolo 93 del Tuf sembra, infatti, far riferimento unicamente al controllo solitario o esclusivo, ovvero al caso in cui sia un unico soggetto ad esercitare il controllo laddove altre norme contenute nel Tuf evocano forme di controllo di tipo plurisoggettivo (cfr. art. 101-*bis*, co. 4, art. 106, co. 5, e 122, co. 5, lett. *d*, del Tuf). Per questa ragione risulta tuttora non univoco in dottrina se, ai fini delle disposizioni che qui interessano, il controllo possa essere esercitato congiuntamente da più soggetti, anche sulla base di un patto parasociale rilevante⁷⁷.

In ordine al controllo interno, di diritto e di fatto, un'ulteriore problematica interpretativa riguarda la tipologia dei titoli che attribuiscono il diritto di voto in assemblea ordinaria. In particolare, non è immediatamente chiara la rilevanza, ai fini del controllo, che possono avere le categorie di azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni (art. 2351,

93, in *Testo Unico della Finanza (d. lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, Commentario, diretto da G. F. CAMPOBASSO, Torino, 2001, pag. 766.

75 Salvo quanto previsto dall'art. 154-*ter* (*Relazioni finanziarie*), comma 5, che fa riferimento alle "imprese controllate".

76 Cfr. M. LAMANDINI, *Art. 93*, op. cit., pag. 1038, ove si ritiene che la maggiore ampiezza soggettiva del termine passivo del controllo, voluta dalla definizione dettata dall'art. 93, possa in concreto rendere utilmente rilevanti, specialmente in relazione a realtà imprenditoriali estere, fattispecie non societarie, meritevoli tuttavia di piena ricomprensione nell'alveo applicativo delle singole discipline del Testo unico che si servono, ai loro fini, della definizione di controllo.

77 L'orientamento maggioritario tende a negare la rilevanza del controllo congiunto sostenendo che la norma in esame, così come l'art. 2359 c.c., prenda in considerazione quale ipotesi generale il controllo solitario e, solo eccezionalmente, sarebbe ammissibile il controllo congiunto, cfr. M. MIOLA, *Art. 93*, op. cit., pag. 775; P. MARCHETTI, *Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*, in *Riv. soc.*, 1992, I; G. MUCCIARELLI, *Art. 93*, op. cit., pag. 55; con riferimento all'analoga disposizione del d.lgs. 127/91, cfr. G. SBISA, *Società e imprese controllate nel d.l. 9 aprile 1991 n. 127*, *Riv. soc.*, 1992, pag. 925. Altra interpretazione si orienta nel senso della non irrilevanza del controllo congiunto entro una più ampia nozione di controllo, cfr. M. LAMANDINI, *Art. 93*, op. cit., pag. 1046; Id. *Appunti in tema di controllo congiunto*, in *Giur. Comm.*, I, 1993, pag. 230, nonché, *Il controllo*, op. cit., pag. 145 ss..

co. 1, c.c.)⁷⁸, nonché degli strumenti finanziari forniti di diritti amministrativi che possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specifici e a favore dei quali può prevedersi la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o dell'organo di controllo (art. 2351, ult. co., c.c.). Un certo indirizzo interpretativo ritiene che le citate categorie di azioni possano essere rilevanti ai fini del controllo nella misura in cui il diritto di voto (*limitato*, ovvero subordinatamente al verificarsi della condizione) possa essere esercitato ai fini della nomina e della revoca degli amministratori⁷⁹.

Peraltro, sembrerebbe doversi escludere che attraverso l'emissione di strumenti finanziari partecipativi si possa pervenire al risultato di attribuire a soggetti estranei alla compagine sociale il potere di nominare la maggioranza degli amministratori; tali strumenti, ove sottoscritti dai soci, possono eventualmente dar luogo ad un consolidamento di una posizione di controllo, ovvero ad un depotenziamento⁸⁰. Tale ricostruzione appare, peraltro, in linea con il disposto dell'articolo 105, co. 2, del Tuf, nella misura in cui chiarisce che, ai fini della disciplina dell'OPA obbligatoria, per "*partecipazione*" si intende una quota, detenuta anche indirettamente per il tramite di fiduciari o per interposta persona, dei "*titoli*" emessi da una società quotata che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori (o del consiglio di sorveglianza), inclusi, quindi, gli strumenti finanziari partecipativi.

Un'altra questione interpretativa riguarda il tema della dissociazione tra la titolarità del diritto di voto e la titolarità delle relative azioni (c.d. appartenenza in senso sostanziale)⁸¹, come ad esempio nei casi di pegno, usufrutto e sequestro delle

78 In tali categorie, vi possono rientrare, ad esempio, le azioni che attribuiscono il diritto di voto limitatamente all'azione di responsabilità verso gli amministratori, ovvero le azioni che conferiscono il diritto di voto in seno alle assemblee convocate ai sensi dell'art. 104 del Tuf per autorizzare misure volte a contrastare un'OPA.

79 In questo senso cfr. M. LAMANDINI, *Art. 93*, op. cit., pag. 1041.

80 In questo senso cfr. M. Lamandini, *Art. 93*, op. cit., pag. 1041. Non è, comunque, univoco se il diritto di voto attribuito da strumenti finanziari partecipativi possa essere esercitato nell'assemblea dei soci ed eventualmente concorrere con il voto di questi ultimi, ovvero debba essere esercitato in "assemblee separate", tra i numerosi commenti cfr. N. Abriani, *Partecipazione azionaria, categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, in N. Abriani, O. Cagnasso e P. Montalenti, *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. 4, *Le società per azioni*, I, 2011, pag. 342 e ss.; M. Cian, *Strumenti finanziari e poteri di voce*, in *Quaderni di Banca borsa*, Milano, 2006, 26, pag. 65 e amplius pag. 82 e ss.; M. Notari – A. Giannelli, *Art. 2346, 6° comma*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2008; L. Enriques, *Quartum non datur: Appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi"* in *Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca borsa*, 2005, 02, pag. 166 e ss. Secondo il Consiglio Notarile di Firenze (12/2010, risposta a quesito), a ciascuna categoria rappresentativa della minoranza del capitale sociale può essere riconosciuto il diritto di nominare soltanto una componente minoritaria degli organi sociali e l'insieme di tali categorie può vedersi riconosciuto il diritto di nominare, complessivamente, la maggioranza dei consiglieri (o dei sindaci) qualora dette categorie rappresentino, nel loro insieme, almeno la metà del capitale sociale. L'autonomia statutaria potrà regolare liberamente il procedimento di formazione della volontà sociale in ordine alla nomina degli organi sociali, prevedendo, alternativamente, una votazione separata nell'ambito dell'assemblea ordinaria (generale) ovvero una deliberazione dell'assemblea speciale o più deliberazioni delle rispettive assemblee speciali. La deliberazione dell'assemblea speciale, potrà essere configurata quale: a) nomina diretta ed immediatamente efficace; b) nomina diretta, ma condizionata nella sua efficacia all'approvazione dell'assemblea generale, che in tale sede potrà unicamente operare un riscontro della legittimità del procedimento; c) mera designazione dei componenti che saranno formalmente nominati dall'assemblea generale.

81 Cfr. M. LAMANDINI, *Art. 93*, op. cit., pag. 1040; A. PAVONE LA ROSA, *Tipologia dei vincoli di controllo e dei gruppi societari*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO – G. B. PORTALE, vol. VII, tomo 1, Torino, 1994, pag. 585-586.

azioni, tenuto conto di quanto previsto dal comma 2 dell'articolo 93 del Tuf, laddove si riferisce ai "diritti spettanti a società controllate o esercitate per tramite di fiduciari o di interposte persone" ed esplicitamente indica la non rilevanza dei "diritti spettanti per conto di terzi"⁸². Nel concetto di "fiduciari o di interposte persone", l'orientamento giurisprudenziale prevalente ritiene che vadano inclusi i fenomeni di interposizione reale⁸³ di azioni che, pur essendo intestate a terzi, siano state acquistate da un soggetto, o per conto del medesimo, con l'obbligo del terzo di trasferirle quando questi lo richieda. Sarebbe, invece, da escludere, secondo certa dottrina⁸⁴, la disponibilità di voti in via di fatto o senza obbligo di restituzione del diritto da parte del soggetto interposto. Con riferimento alla disciplina dell'Opa e degli assetti proprietari, la Consob nella sua prassi applicativa, così come di seguito si vedrà, riconduce qualsiasi dissociazione tra titolarità formale e sostanziale dei diritti di voto all'interposizione di cui all'articolo 93, co. 2, del Tuf.

La disponibilità dei diritti di voto derivante da un accordo con altri soci rileva nell'ipotesi prevista dall'articolo 93, co. 1, lett. b), che ricorre ove "un socio, in base ad accordi con altri soci, dispone da solo di voti sufficienti a esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria". Tale fattispecie, non prevista dall'articolo 2359 c.c., manifesta la volontà del legislatore del Tuf di considerare l'ipotesi in cui un singolo socio può trovarsi nelle condizioni di esercitare il controllo di diritto o di fatto, oltre che per effetto della partecipazione di cui egli dispone, anche tramite un accordo accrescitivo stipulato con altri soci.

Secondo un'interpretazione estensiva del termine "accordi"⁸⁵, in esso dovrebbero essere ricompresi i patti parasociali e ogni altro accordo o clausola statutaria che attribuiscono ad un socio la disponibilità dei diritti di voto in misura sufficiente ad esercitare l'influenza dominante nell'assemblea ordinaria. Nel caso dei patti parasociali, la norma sembrerebbe riferirsi unicamente agli accordi relativi all'esercizio del

82 A differenza dell'art. 2359, co. 2, c.c., che rende operante la proprietà transitiva solo nelle ipotesi di controllo interno di diritto e di fatto nell'anello "intermedio" della catena di controllo, l'art. 93, co. 2, del Tuf, vi ricomprende anche le ulteriori ipotesi previste dal comma 1, lett. a) e b). Secondo la disposizione codicistica se A controlla B e B controlla C, anche A controlla C a condizione che il legame intercorrente tra B e C sia un controllo interno (di diritto o di fatto). Per converso, nel testo dell'articolo 93 non si fa differenza alcuna tra i vari tipi di controllo, sia perché la disposizione si riferisce espressamente a tutte le ipotesi previste dal comma 1, sia perché in essa rilevano i "diritti" e non solo i "voti". Sul punto si rinvia a M. MIOLA, *sub art. 93*, op. cit., pag. 778; G. MUCCIARELLI, *sub art. 93*, op. cit., pag. 66.

83 Secondo Cass., Sez. II, 6 maggio 2005, n. 9402, (conf. Cass. n.13261/1999), l'intestazione fiduciaria di titoli azionari (o di quote di partecipazione societaria) integra gli estremi dell'interposizione reale di persona, per effetto della quale l'interposto acquista (a differenza che nel caso di interposizione fittizia o simulata) la titolarità delle azioni o delle quote, pur essendo - in virtù di un rapporto interno con l'interponente di natura obbligatoria - tenuto ad osservare un certo comportamento convenuto in precedenza con il fiduciante, nonché a ritrasferire i titoli a quest'ultimo ad una scadenza convenuta, ovvero al verificarsi di una situazione che determini il venir meno del rapporto fiduciario. In giurisprudenza, hanno escluso che il fenomeno fiduciario integri un'ipotesi di simulazione, Cass. 1 aprile 2003, n. 4886, in Giust. civ., 2004, I, pag. 1591; Cass. 27 novembre 1999, n. 13261, in Società, 2000, pag. 702, nonché in Banca borsa, 2001, II, pag. 268.

84 Cfr. M. MIOLA, *sub art. 93*, op. cit., pag. 779; G. MUCCIARELLI, *sub art. 93*, op. cit., pag. 66; G. SBISÀ, *Società e imprese controllate*, op. cit., pag. 915.

85 Secondo L. VOLPE, *sub art. 93*, in G. ALPA - F. CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, t. 2, Padova, 1999, pag. 872, la comprensività del termine "accordi" sembra includere anche situazioni di "effettività" degli accordi quand'anche suscettibili di incorrere nella sanzione della nullità ex art. 122, co. 3, del Tuf.

diritto di voto (c.d. sindacati di voto)⁸⁶, le cui deliberazioni debbano essere adottate a maggioranza dei soci aderenti e non a quelli che prevedono l'unanimità (in questi ultimi, infatti, risultano depotenziate le posizioni di coloro che rappresentano la maggioranza all'interno del sindacato)⁸⁷.

Per quanto riguarda l'ipotesi di controllo prevista dall'articolo 93, co. 1, lett. a), del Tuf (che si riferisce alle "*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*"), la dottrina⁸⁸ ha ritenuto di ricondurre nel novero delle clausole cui fa riferimento tale disposizione, gli speciali poteri di controllo spettanti allo Stato o ad altri enti pubblici ai sensi del d. l. 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla l. 30 luglio 1994, n. 474, ovvero ai sensi dell'articolo 2449 c.c. Siffatti poteri, consacrati negli statuti delle società partecipate, consentono al socio pubblico di esercitare il diritto di veto sul compimento di singole operazioni, il diritto di esprimere il gradimento in ordine alla circolazione di partecipazioni in misura rilevante e alla stipula di patti parasociali rappresentativi di una quota qualificata del capitale sociale, oppure il diritto di nominare membri dell'organo direttivo e di controllo. Inoltre, a tali poteri si accompagna la previsione di specifici tetti al possesso azionario, al fine di cristallizzare gli assetti proprietari delle società partecipate. La disciplina è stata modificata per effetto del decreto l. 15 marzo 2012, n. 21, convertito con modificazioni dalla l. 11 marzo 2012, n. 56 (c.d. *golden power*), che ha conferito poteri speciali al Governo in settori strategici dell'economia (difesa, sicurezza nazionale, energia, trasporti e comunicazioni), in presenza di una minaccia effettiva di grave pregiudizio per gli interessi pubblici⁸⁹. Per effetto dell'entrata a regime della nuova disciplina (a seguito dell'emanazione dell'ultimo dei regolamenti delegati previsti in materia), il citato decreto ha previsto la cessazione dell'efficacia delle clausole in materia di poteri speciali presenti negli statuti delle società coinvolte.

Circa la natura dei contratti idonei a determinare l'esercizio di un'influenza dominante, è opportuno considerare che l'articolo 93 del Tuf non contiene alcun rinvio al controllo c.d. "esterno" previsto dal comma 1, n. 3, dell'articolo 2359 c.c.

86 Come chiarito da Cass. Sez. I, 18 luglio 2007, n. 15963, i sindacati di voto, mediante i quali uno o più soci si impegnano ad esercitare in un determinato modo il voto in assemblea, non sono vietati e sono comunque destinati ad operare su di un piano obbligatorio, vincolante per le parti dell'accordo ma pur sempre diverso e separato da quello sul quale operano gli organi della società e si esplicano le relative deliberazioni; talché non si esclude però che quei medesimi patti possano risultare illegittimi qualora, in una specifica fattispecie, il vincolo assunto dai contraenti si ponga in contrasto con norme imperative o appaia comunque tale da configurare uno strumento di elusione di quelle norme o dei principi generali dell'ordinamento che ad esse sono sottesi.

87 Cfr. M. MIOLA, *sub art. 93*, op. cit., pag. 776.

88 In questo senso, si rinvia a M. MIOLA, *sub art. 93*, op. cit., pag. 775.

89 Il nuovo catalogo dei poteri speciali spettanti allo Stato non annovera né il potere di opposizione alla conclusione di patti parasociali che aggregano partecipazioni rilevanti nelle imprese strategiche, né il potere di nomina di un amministratore senza diritto di voto. L'operatività della nuova disciplina non presuppone, peraltro, alcuna specifica clausola statutaria della società partecipata, né la partecipazione dello Stato al capitale della stessa. Si è previsto, infatti, che i citati poteri operino (*iure imperii*) unicamente sul piano pubblicistico, mediante apposito decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, non anche sul piano dei rapporti societari, che restano disciplinati dai principi di diritto comune. Sulle novità introdotte e sulla comparazione con altri ordinamenti, si rinvia a A. SACCO GINEVRI e F. M. SBARBARO, *La transizione dalla golden share nelle società privatizzate ai poteri speciali dello Stato nei settori strategici: spunti per una ricerca*, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, n. 1, 2013, pag. 109 e ss.

Quest'ultima fattispecie ricorre, come illustrato nel par. 3 della Parte I, allorché la società sia posta sotto l'influenza dominante di un'altra in virtù di "particolari vincoli contrattuali", per tali intendendosi le pattuizioni inserite nei contratti di natura commerciale che abbiano per effetto l'esercizio di un'influenza dominante nei confronti della società contraente. Secondo l'orientamento prevalente, tuttavia, i contratti ai quali fa riferimento l'articolo 93, co. 1, lett. a), del Tuf, sarebbero unicamente i c.d. *contratti di dominio*, validi nel caso di società estere controllate da una società italiana, laddove la legge del paese d'origine riconosca la validità a quest'ultimo⁹⁰.

Il mancato richiamo al controllo esterno come definito dall'articolo 2359, co. 1, n. 3, c.c. (derivante da contratti di tipo commerciale) nell'articolo 26 del d. lgs. n. 127/1991, in materia di consolidamento contabile (a sua volta derivante dall'art. 1, par. 1, lett. c), della VII Direttiva societaria), si giustifica sulla base del rilievo che l'influenza dominante fondata su vincoli contrattuali, essendo caratterizzata da un maggior grado di indeterminatezza rispetto al controllo azionario, non giustifica di per sé il consolidamento dei bilanci di tali controllate⁹¹. Avendo il legislatore del Tuf riprodotto pressoché fedelmente la definizione di controllo dettata dall'articolo 26 del d.lgs. n. 127/1991, sono risultate quindi escluse dall'articolo 93, co. 1, lett. a), del Tuf, le ipotesi in cui, tramite un contratto di tipo commerciale un soggetto sia in grado di esercitare un'influenza dominante e, quindi, il controllo su una società⁹².

90 Cfr., tra gli altri, M. MIOLA, *Art. 93*, cit., pag. 772; P. M. SALIMEI, *Commento all'art. 93*, in C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria, Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998, pag. 554; L. VOLPE, *sub art. 93*, cit., pag. 874. L'ipotesi *de qua*, in sostanza, sarebbe idonea ad includere nel perimetro del controllo ex art. 93, comma 1, lett. a), del Tuf, le società estere controllate da società italiana in base ad un contratto di dominio disciplinato da legge diversa da quella italiana. Nel medesimo senso, cfr. P. BALZARINI, S. SARCONI e A. FILIPPINI, *Commento agli artt. 25, 26, 27, 28*, in M. BUSSOLETTI (a cura di), *La nuova disciplina dei bilanci di società (commento al d. lg. 9 aprile 1991, n. 127)*, Torino, 1995, pag. 168; G. OLIVIERI, *Il bilancio consolidato*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO - G. B. PORTALE, vol. VII, tomo 1, Torino, 1994, pag. 682; G. SBISÀ, *Società e imprese controllate*, op. cit., pag. 919. Come già chiarito in precedenza, non sarebbero ammissibili i c.d. *contratti di dominazione* nel novero delle forme negoziali che possono dar luogo al rapporto di controllo (rilevante ai sensi dell'art. 93) del Tuf, quanto meno nei casi in cui la società dominata sia contrattualmente obbligata ad eseguire le direttive pregiudizievoli per questa. Ad esempio, nel diritto tedesco (cfr. § 308 AktG) gli amministratori della società controllata in forza della stipulazione di un contratto di dominio sono obbligati ad eseguire le direttive della controllante, anche se pregiudizievoli per la controllata. Come illustrato nella Parte I, tale contratto sarebbe, invero, da considerarsi nullo per il nostro ordinamento, in quanto in contrasto con la disciplina del conflitto di interessi (artt. 2373 e 2391 c.c.) che vieta ai soci ed agli amministratori di agire in difformità degli interessi della propria società. Sull'argomento cfr. U. TOMBARI, *Riforma del diritto societario e gruppo di imprese*, in *Giur. comm.*, I, 2004, pag. 61 e ss.; G. SBISÀ, *Società controllate e società collegate*, op. cit., pag. 343; G. F. CAMPOBASSO, *Controllo societario e poteri della capogruppo nei gruppi e nei gruppi bancari*, in AA.VV., *I gruppi di società, Atti del convegno internazionale di studi*, organizzati dalla Rivista delle Società, Venezia 16-17-18 novembre 1995, II, Milano, 1996, pag. 787 e ss. Altra e più recente interpretazione ritiene che il combinato disposto degli articoli 2359, co. 1, n. 3, e 2497-septies, c. c. e dell'articolo 93, co. 1, lett. a), del Tuf, sembrerebbe ora ammettere che l'influenza dominante possa aver luogo in situazioni più circoscritte che si traducano anche in un'influenza gestionale e strategica, ossia un potere di direzione che può essere l'oggetto del contratto o della clausola statutaria, cfr. M. LAMANDINI, *Art. 93*, cit. pag. 1044, che si riferisce espressamente ai regolamenti di gruppo ovvero alle clausole statutarie che prevedano la soggezione all'altrui direzione e coordinamento.

91 Cfr. E. RIMINI, *Il controllo contrattuale: spunti per una riflessione*, in AA.VV., *I gruppi di società, Atti del convegno internazionale di studi*, organizzati dalla Rivista delle Società, Venezia 16-17-18 novembre 1995, III, Milano, 1996, pag. 1903. Tale interpretazione comporta l'esclusione altresì di quelle fattispecie, di diritto o di fatto, ove si può realizzare un'influenza di fatto c.d. *extracontrattuale*. In senso critico rispetto alla scelta compiuta dal legislatore, cfr. M. MIOLA, *Art. 93*, cit., pag. 771.

92 In senso contrario all'opinione prevalente descritta nel testo, cfr. L. DE ANGELIS, *Garanzie e controlli in tema di bilancio consolidato*, in AA.VV., *I gruppi di società, Atti del convegno internazionale di studi*, organizzati dalla Rivista delle Società, Venezia 16-17-18 novembre 1995, II, Milano, 1996, pag. 1099. Secondo l'Autore, la disposizione contenuta nell'articolo 26, comma 2, lett. a), del d. lgs. 127/1991 (analoga a quella dell'articolo 93 del Tuf) dovrebbe intendersi

In sintesi, l'adozione di una definizione di controllo pressoché identica a quella prevista dalla disciplina sul bilancio consolidato (che, come visto, per taluni significativi aspetti si discosta da quella codicistica) è stata ritenuta più funzionale all'esigenza di fornire un'adeguata informativa per ciò che concerne i fatti rilevanti della gestione delle società controllate, gli assetti proprietari e le operazioni infra-gruppo rilevanti, evitando l'introduzione nell'ordinamento di una ulteriore definizione del rapporto di controllo e l'introduzione di elementi di asimmetria tra le società in genere e le società quotate, con particolare riferimento alla disciplina del gruppo⁹³. Inoltre, si deve rilevare come, sia pure al di fuori della definizione generale di cui all'art. 93, siano stati introdotti concetti più ampi (e per l'epoca innovativi) con riferimento alla disciplina sui patti parasociali (art. 122) e all'azione di concerto (art. 109).

Tuttavia, le scelte del legislatore del TUF hanno suscitato perplessità in alcuni commentatori, in considerazione del fatto che si era in presenza di una delega di riordino della disciplina dei mercati finanziari che perseguiva obiettivi di rafforzamento della tutela del risparmio con particolare riguardo ai rapporti di gruppo⁹⁴. Anche il mancato richiamo al controllo esterno, così come definito dall'articolo 2359, co. 1, n. 3, ha suscitato, come detto, perplessità in dottrina, tenuto conto della rilevanza del tema⁹⁵.

come esplicativa del concetto espresso dalla disposizione civilistica, nel senso più ampio di precisare che "*i vincoli contrattuali*" non sono soltanto quelli più ricorrenti nella pratica degli affari, ma anche le clausole statuarie, i patti parasociali, e *lato sensu* gli accordi in virtù dei quali un'impresa possa esercitare il proprio dominio su un'altra agendo all'interno di questa, sempre con il vincolo di conformità all'ordinamento.

93 Come osservato da P. M. Salimei, Commento all'art. 93, op. cit., pag. 549, nell'attuare la delega relativamente ai rapporti di gruppo il legislatore si è trovato davanti a due opzioni possibili: introdurre una soluzione sostanzialmente innovativa, facendo ricorso al concetto di "direzione unitaria", oppure riferirsi al controllo, mantenendo uno stretto legame tra il concetto di gruppo e quello di controllo. L'Autore riporta il Parere sullo schema del decreto legislativo reso dalle Commissioni riunite 2° (Giustizia) e 6° (Finanze e Tesoro) del Senato, a proposito dell'esclusione di qualsiasi riferimento al concetto di "gruppo". In sintesi, nell'ambito dei lavori preparatori del TUF si è ritenuto opportuno intervenire esclusivamente sul versante dell'informativa societaria, il cui rafforzamento avrebbe rappresentato un intervento neutrale rispetto alle diverse opzioni possibili (direzione unitaria o concezione atomistica) e consentito di raggiungere l'obiettivo di una maggiore trasparenza all'interno del gruppo, senza richiedere, per le società quotate, una modifica radicale della disciplina allora vigente, cfr. AA.VV., Quaderni di finanza Consob, n. 29/1999, cit. pag. 42.

Sulla distinzione tra la prospettiva del "controllo" e la prospettiva del "gruppo", cfr. P. Ferro Luzzi – P. Marchetti, Riflessioni sul gruppo creditizio, in *Giur. comm.*, 1994, pag. 424 e ss, nonché G. Ferri, Concetto di controllo e di gruppo, in *Scritti giuridici*, III, tomo 2, Napoli, 1990, pag. 1339. Nelle discipline che si limitano alla prospettiva del controllo, la finalità è quella di impedire che la posizione di controllo si traduca in un abuso di potere, mentre nelle discipline basate sulla prospettiva del gruppo l'obiettivo diventa la ricerca di condizioni nelle quali la realizzazione dell'azione e degli interessi di gruppo possa essere attuata. Secondo G. F. Campobasso, Controllo e poteri della capogruppo, bancari, op. cit., pag. 786, il problema posto dalla disciplina dei gruppi non è solo quello di prevenire e sanzionare possibili abusi a danno della controllata, ma anche e soprattutto quello di definire in positivo la rilevanza della direzione unitaria della capogruppo e di fissare i limiti entro cui la stessa è da considerarsi legittima e meritevole di tutela, con la conseguente definizione di specifici poteri ed obblighi facenti capo rispettivamente alla capogruppo ed alle società controllate.

94 Sull'argomento si rinvia a L. VOLPE, *Art. 93*, op. cit., pag. 867 e ss.; M. MIOLA, *Art. 93*, op. cit., pag. 766; G. MUCCIARELLI, *Art. 93*, op. cit., pag. 34.

95 Cfr. P. Montalenti, La società quotata, op. cit., pag. 358 che osserva, riferendosi ai crack finanziari (dal Banco Ambrosiano, al Gruppo Ferruzzi, al caso Enron), come proprio nella fascia esterna al gruppo si concentrino le operazioni pregiudizievoli in termini di prestiti erogati da controllate non soggette a revisioni attendibili o in termini di operazioni a rischio. È opportuno evidenziare che il progetto De Gregorio (1966), nonché il successivo progetto Marchetti (1974), già proponevano di individuare il controllo esterno di cui all'art. 2359, co. 1, n. 3, c.c. come l'influenza dominante esercitata da una società su un'altra "in virtù di particolari rapporti con essa", tenuto conto dell'esigenza

Come accennato nella Parte I, il legame che si è voluto introdurre rispetto al d.lgs. 127/1991 risulta ormai superato alla luce del fatto che per le società quotate, a partire dal 2005, la disciplina sui conti consolidati – e la relativa definizione di controllo – è dettata dai principi contabili internazionali.

In proposito, è utile illustrare brevemente l'impostazione adottata dai principi contabili internazionali in materia di individuazione del rapporto di controllo.

Si deve rilevare, in primo luogo, come tali principi facciano ricorso a formulazioni ed espressioni del tutto innovative rispetto ai canoni tradizionali del diritto comune, trattandosi di una regolamentazione cosiddetta *principle based*. Infatti, già il previgente IAS 27 (*Consolidated and separate financial statements*), paragrafo 4, chiariva come il controllo (anche se esercitato in forma congiunta ai sensi del successivo IAS 31) si sostanziasse nel "*potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un'entità al fine di ottenere i benefici dalle sue attività*" e introduceva una serie di presunzioni volte a chiarire i confini dell'area di consolidamento⁹⁶, quali ipotesi rilevanti – clausole statutarie o contrattuali ovvero circostanze idonee a consentire al socio di esprimere coloro che effettivamente gestiranno la società – dalle quali si potesse trarre indicazioni di stabilità circa i futuri assetti gestionali dell'emittente⁹⁷.

In base alla nuova definizione di controllo contenuta nell'IFRS 10, omologato con il regolamento (UE) n. 1254/2012, in vigore dal 1 gennaio 2014, il controllo si verifica quando «*un investitore controlla un'entità oggetto di investimento se e solo se ha contemporaneamente il potere sull'entità oggetto di investimento, l'esposizione o i diritti a rendimenti variabili derivanti da rapporto con l'entità oggetto di investimento e la capacità di esercitare il proprio potere sull'entità per incidere sull'ammontare dei suoi rendimenti*». Il nuovo principio adotta, quindi, una definizione composta da tre elementi specifici che devono ricorrere affinché un investitore controlli un'entità

di adeguare il quadro normativo all'evoluzione economica, ampliando la nozione di controllo esterno fino a farvi rientrare fattispecie di potere derivanti da mere situazioni di fatto, come nei casi di coincidenza degli amministratori di due società (c.d. *interlocking directorates*) o in presenza di rapporti di parentela tra questi. Cfr. A. Candi, Le partecipazioni reciproche dopo la riforma, in A. Amatucci – A. Candi – F. D'Alessandro – G. Fanelli, La disciplina dei gruppi di società nella "novella" del 1974, Quaderni di Giur. comm., n. 7, Milano, 1978, pag. 69, secondo cui si tratta di realtà nelle quali il fenomeno del controllo è, per così dire, meno tangibile dal punto di vista giuridico, ma non per questo esso non può raggiungere le caratteristiche di stabilità richieste per l'esistenza di un dominio economico.

96 In particolare, il paragrafo 13 del menzionato principio prevedeva:

"Si deve presumere che il controllo esista quando la controllante possiede, direttamente o indirettamente tramite controllate, più della metà dei voti esercitabili in assemblea a meno che, in casi eccezionali, possa essere chiaramente dimostrato che tale possesso non costituisce controllo.

Il controllo esiste anche quando la controllante non possiede che la metà, o una quota minore, dei voti esercitabili in assemblea se essa ha:

(a) il controllo di più della metà dei diritti di voto in virtù di un accordo con un altro investitore;

(b) il potere di determinare le scelte amministrative e gestionali dell'impresa in virtù di una clausola statutaria o di un contratto;

(c) il potere di nominare o revocare la maggioranza dei componenti del consiglio di amministrazione o dell'equivalente organo amministrativo; o

(d) il potere di indirizzare la maggioranza dei voti alle riunioni del consiglio di amministrazione o dell'equivalente organo amministrativo ed il controllo dell'entità è detenuto da quel consiglio o organo".

97 Cfr. L.A. BIANCHI, *Note sulla nozione di controllo nei principi contabili internazionali IAS/IFRS in materia di bilancio consolidato*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, pag. 227 e ss., a proposito della natura solo potenziale del legame di controllo.

partecipata, ovvero: (a) il potere verso la partecipata, (b) l'esposizione o diritti a ritorni variabili dal suo coinvolgimento con la partecipata, (c) la possibilità di usare il potere sulla partecipata per influenzare l'ammontare dei ritorni dell'investitore stesso.

A sua volta, il *potere* è definito come la capacità attuale di *dirigere* le *attività rilevanti*, ossia le attività che incidono in maniera significativa sui rendimenti dell'entità oggetto di investimento (quali la gestione di attività finanziarie, la ricerca e lo sviluppo di nuovi prodotti o processi e la definizione di una struttura di finanziamento), e la fonte di tale potere può essere sia di natura partecipativa (*diritti sotto forma di diritti di voto, o di diritti di voto potenziali, di una partecipata*), ma anche (e soprattutto) di natura amministrativa (*diritti di nomina/destituzione di dirigenti con responsabilità strategiche, diritti di nomina/destituzione di un'altra entità che conduce le attività rilevanti ecc.*).

Quanto al controllo di fatto il paragrafo B38 prevede che *"un investitore può avere potere anche se detiene meno della maggioranza dei diritti di voto di una partecipata. Per esempio, un investitore può avere potere pur detenendo meno della maggioranza dei diritti di voto di una partecipata attraverso: (a) un accordo contrattuale tra l'investitore e altri titolari di diritti di voto; (b) diritti derivanti da altri accordi contrattuali; (c) i diritti di voto dell'investitore; (d) diritti di voto potenziali; o(e) una combinazione di (a)–(d).*

Con riferimento alla valutazione del controllo, tenuto conto dei *"diritti di voto dell'investitore"*, il medesimo paragrafo specifica che un investitore, che non possiede la maggioranza dei diritti di voto, ha comunque diritti sufficienti ad esercitare il *"potere"* quando *"ha la capacità pratica di condurre le attività rilevanti unilateralmente"* (*"practical ability"*, paragrafo B41).

A tal fine, un investitore deve considerare tutti i fatti e le circostanze, tra cui (paragrafo B42): (a) *l'entità del possesso dei diritti di voto dell'investitore rapportata all'entità e al frazionamento del possesso degli altri titolari di diritti di voto, osservando che: (i) maggiore è il numero dei diritti di voto detenuti da un investitore, maggiori sono le probabilità che esso abbia diritti esistenti che gli conferiscono la capacità effettiva di condurre le attività rilevanti; (ii) maggiore è il numero dei diritti di voto detenuti da un investitore rispetto ad altri titolari di diritti di voto, maggiori sono le probabilità che esso abbia diritti esistenti che gli conferiscono la capacità effettiva di condurre le attività rilevanti; (iii) maggiore è il numero delle parti che devono agire insieme per superare i diritti di voto dell'investitore, maggiori sono le probabilità che l'investitore abbia diritti esistenti che gli conferiscono la capacità effettiva di condurre le attività rilevanti;*

(b) *diritti di voto potenziali dell'investitore, altri detentori di diritti di voto o altre parti;*

(c) *diritti derivanti da altri accordi contrattuali; e*

(d) *qualsiasi fatto o circostanza ulteriore che indichi che l'investitore ha, o non ha, la capacità effettiva di condurre le attività rilevanti nel momento in cui è*

necessario assumere decisioni, incluse le tendenze di voto registrate nelle assemblee degli azionisti precedenti.

Al fine di accertare la sussistenza di una "*practical ability*" si deve, pertanto, tener conto dell'entità della partecipazione e del grado di dispersione dell'azionariato, nonché del grado di partecipazione degli altri soci alle decisioni assembleari, incluse le tendenze di voto registrate nelle assemblee precedenti (paragrafo B45).

Non sembra del tutto chiaro se l'unilateralità comporti la necessità di verificare - *ad excludendum alios* - che i voti di terzi non siano risultati determinanti in relazione all'esito assembleare, appunto perché il fatto che gli altri soci votino conformemente all'investitore (che si assume controllante) si traduce in una circostanza imprevedibile. Nell'Esempio applicativo n. 8, si chiarisce che "*la partecipazione attiva degli altri azionisti alle recenti assemblee degli azionisti indica che l'investitore non avrebbe la capacità pratica di condurre le attività rilevanti in modo unilaterale, indipendentemente dal fatto che abbia condotto o meno le attività rilevanti, perché un numero sufficiente di altri azionisti ha votato allo stesso modo*". Tale esempio sembrerebbe, pertanto, negare l'esistenza del controllo di fatto a prescindere dall'esercizio concreto di atti gestionali significativi, quali la nomina dei componenti del consiglio di amministrazione (cfr. paragrafo B18).

Il nuovo principio, pertanto, sembra introdurre un giudizio di natura qualitativa sul potere concretamente esercitato nei confronti della controllante, ai fini del consolidamento del bilancio, in linea con il principio cardine del sistema IAS/IFRS che è, appunto, quello della prevalenza della sostanza sulla forma, per cui le operazioni devono essere rilevate in conformità alla loro sostanza e alla realtà economica e non unicamente in ragione della loro forma giuridica.

Con particolare riferimento al controllo di fatto, il principio in esame sembra consentire ampi margini di apprezzamento nella valutazione della sussistenza dei presupposti per il consolidamento, in assenza delle presunzioni che erano fornite dal precedente IAS 27, dovendosi considerare i fatti e le circostanze che hanno dato vita al riconoscimento di quei diritti⁹⁸. Al riguardo, altro elemento di peculiarità della disciplina in esame - che per diversi aspetti pone il sistema IAS/IFRS in netto distacco dalla nozione civilista di controllo, richiamata dal Testo unico - risiede nella particolare rilevanza che viene attribuita ai rapporti di natura soggettiva quali fonte di potere su una partecipata. L'accertamento della *practical ability* sulla partecipata tiene conto, altresì, della presenza di parti correlate dell'investitore nell'organo di governo della partecipata, ovvero dell'eventualità che il personale con responsabilità strategiche della partecipata sia costituito da parti correlate dell'investitore (per esempio, se l'amministratore delegato della partecipata e l'amministratore delegato dell'investitore sono la stessa persona, cfr. paragrafo B18, lett. d) ed e), nonché della presenza di dirigenti con responsabilità strategiche della partecipata, dotati della

98 Sul tema cfr. M. Bini, La nuova disciplina del controllo nei principi contabili internazionali, in *Società*, 2011, pag. 1073, secondo cui il nuovo principio mentre apre la strada ad indagini economiche più approfondite, non fornisce soglie o misure per giudicare ad esempio quando una attività è più rilevante rispetto ad un'altra, né per valutare se i ritorni indiretti (sinergici) sono significativi, lasciando così la decisione ad un giudizio, inevitabilmente soggettivo, ma verificabile - cioè tracciabile nella analisi economica di supporto. In breve un giudizio informato.

capacità di condurre le attività rilevanti, che siano stati dipendenti o ex dipendenti dell'investitore (paragrafo B19, lett. a).

Da ultimo, si evidenzia come i principi IAS/IFRS affrontino esplicitamente anche il tema del controllo congiunto. Il controllo congiunto era definito dallo IAS 31, paragrafo 3 (così come richiamato anche dallo IAS 28), come la condivisione, stabilita contrattualmente, del controllo su un'attività economica, ed esisteva unicamente quando, per le decisioni finanziarie e gestionali strategiche relative all'attività era richiesto il consenso unanime di tutte le parti che condividevano il controllo. Il par. 7 dello IAS 31, prendendo a riferimento entità gestite in comune da un numero limitato di soci, individuava tre diverse possibili configurazioni di una situazione di controllo congiunto e precisamente le seguenti: (i) gestioni a controllo congiunto (associazioni temporanee di imprese, *joint venture*); (ii) beni a controllo congiunto (*joint venture* di tipo non societario); (iii) entità economiche a controllo congiunto (tipicamente società di capitali governate da un patto parasociale tra i soci-partecipanti volto a stabilire il controllo congiunto sull'entità). Il relativo contenuto è stato sostanzialmente riprodotto nell'IFRS 11, omologato con il Regolamento (UE) n. 1254/2012 e successivamente modificato dal Regolamento UE n. 313/2013, nell'aprile 2013, ove si definisce il controllo congiunto quale condivisione su base contrattuale del controllo, che ricorre unicamente quando per le decisioni relative alle attività rilevanti è richiesto il consenso unanime di tutte le parti che condividono il controllo.

Il controllo nella prassi applicativa e nella regolamentazione secondaria Consob

PARTE
TERZA

Nel sistema previgente al Tuf, la Consob era stata chiamata esplicitamente dal legislatore ad accertare le situazioni di controllo ai fini dell'applicazione di importanti aspetti della disciplina delle società quotate. In particolare, l'articolo 3, comma 1, lett. a), della legge 7 giugno 1974, n. 216, aveva conferito alla Consob il potere di prescrivere alle società con azioni quotate in borsa la "*redazione di bilanci consolidati di gruppo anche per settori omogenei*". In attuazione di tale norma, la Consob aveva prescritto il consolidamento integrale delle "*partecipazioni di maggioranza o con influenza dominante per clausole contrattuali o statutarie o situazioni di fatto*", a condizione che tale *influenza fosse "chiaramente individuata ed espressa"*⁹⁹.

Inoltre, l'art. 6 della legge 17 maggio 1991, n. 157, sull'*insider trading*, mutuando la nozione di controllo prevista in materia *antitrust*, attribuiva alla Consob il potere di stabilire le modalità, i termini e le condizioni dell'informativa al pubblico su tutte le notizie concernenti le società quotate e "le loro controllanti, controllate o comunque collegate ai sensi del titolo I della legge 10 ottobre 1990, n. 287, ancorché

99 Comunicazione 7 giugno 1984, n. 84/08412, "*Indicazioni per la redazione del bilancio consolidato di gruppo*".

non quotate", e l'art. 5-*quater* nella legge n. 216/1974, introdotto dal decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 90, in aggiunta al richiamo del disposto codicistico, forniva una specifica fattispecie presuntiva di controllo, fondata sulla nomina della maggioranza degli amministratori, ai fini della trasparenza dell'acquisto o cessione di una partecipazione importante in una società quotata in borsa (cfr. direttiva 627/88/CE).

Infine, ai sensi dell'articolo 10 della legge 18 febbraio 1992, n. 149, l'obbligo di OPA veniva correlato al conseguimento del controllo di diritto o di fatto sulla società e, ove non fosse stato possibile individuare gli azionisti di controllo, era demandato alla Consob il compito di procedere periodicamente alla pubblicazione delle partecipazioni rilevanti per la configurazione di tale obbligo, con una valutazione *ex post*, tenendo conto dei *quorum* assembleari¹⁰⁰.

L'introduzione, ad opera del Tuf, di una definizione unitaria di controllo non ha risolto il problema di accertare le situazioni di controllo non immediatamente riconducibili alle fattispecie previste dalla norma stessa, ai fini dell'applicazione di un ampio spettro di norme che richiamano, appunto, il rapporto di controllo, come illustrato nell'Introduzione.

In particolare, la definizione di "*imprese controllate*" contenuta nel testo dell'articolo 93 del Tuf, sulla falsariga della definizione fornita dall'articolo 26 del citato d.lgs. n. 127/1991, è incentrata – come si è visto – sulla nozione di "*influenza dominante*". Tuttavia, tale nozione sembra affermarsi come una definizione incompleta, priva di propria fattispecie, essendo destinata a concretizzarsi mediante ricorso ad una profonda attività interpretativa.

L'indeterminatezza della fattispecie può lasciare ampi margini di discrezionalità in sede di accertamento del controllo, con rilevanti conseguenze per ciò che concerne la certezza del quadro normativo e degli obblighi di *compliance* degli operatori. L'accertamento del controllo è, infatti, indispensabile per l'applicabilità di molteplici norme primarie e secondarie in materia di assetti proprietari, trasparenza societaria e finanziaria, *corporate governance*, offerte pubbliche di vendita e di acquisto, ove appunto è richiamato il rapporto di controllo (cfr., *amplius*, nota 1 nell'Introduzione). Per tali motivi, la Consob è stata più volte chiamata a pronunciarsi in merito a fattispecie concrete, dovendo valutare l'effettiva sussistenza di una situazione di controllo. Come si vedrà, il tema del controllo è stato affrontato anche in sede di normativa secondaria, laddove il legislatore ha conferito alla Consob pote-

¹⁰⁰ Con l'adozione, ad opera del Testo unico, di un sistema a soglia fissa per l'individuazione dell'obbligo di promuovere un'offerta (come avviene nei principali paesi europei) ha avuto il vantaggio, rispetto alla previgente disciplina della l. 149/92, di risolvere eventuali casi di ambiguità nell'individuazione degli assetti di comando nelle imprese, ricollegando automaticamente i diritti di controllo a quelli di proprietà, cfr. G. SICILIANO, *La regolamentazione dei trasferimenti del controllo e delle acquisizioni di società quotate. Efficienza economica e protezione degli azionisti di minoranza*, in *Banca impresa società*, n. 3, 1997, pag. 346 e ss. Il sistema a soglia fissa è stato successivamente confermato in sede di recepimento della direttiva 2004/25/CE del 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto, quale percentuale rilevante ai fini del controllo, cfr. *Considerando* n. 9 e articolo 5, paragrafo 3. Ad oggi tuttavia taluni Stati membri dell'UE contemplano una disciplina sull'obbligo di OPA in relazione al controllo oltretutto al superamento di una soglia fissa percentuale, come previsto in Spagna, art. 4, comma 1, lett. b), del Real Decreto 1066/2007, ai sensi del quale l'obbligo sussiste se nei 24 mesi successivi all'acquisizione di una partecipazione inferiore al 30% dei diritti di voto l'acquirente nomina più della metà dei componenti dell'organo di amministrazione della società. Analoga disciplina è stata adottata dalla Danimarca, cfr. *Securities Trading Act*, Part. 8, p.31.

stà regolamentare che richiede di affrontare, anche indirettamente, il tema del controllo.

È opportuno anticipare sin da ora che il *leading case* della prassi applicativa in tema di controllo di fatto è rappresentato dalla pronuncia della Consob del 2003, resa in occasione del mancato consolidamento integrale del bilancio di *Telecom Italia* (già Olivetti) nel bilancio consolidato di *Pirelli* (comunicazione n. DEM/3074183 del 13 novembre 2003)¹⁰¹. Gli elementi di fondo di tale ricostruzione saranno illustrati, unitamente a quelli risultanti da altre comunicazioni in materia, nel corso dei paragrafi successivi.

1 L'influenza dominante quale potere di nomina o revoca degli amministratori e di indirizzo della gestione della società controllata

La Consob, in linea con gli orientamenti dottrinali illustrati al par. 3 della Parte I, ha più volte affermato il principio secondo cui l'influenza dominante si manifesta, mediante l'esercizio del voto in assemblea ordinaria¹⁰², nel potere di nominare e/o revocare la maggioranza degli amministratori, o di determinare, anche attraverso

¹⁰¹ La Consob si pronunciò con la comunicazione n. DEM/3074183 del 13 novembre 2003 con riferimento alla sussistenza del controllo di fatto della Olimpia spa su Telecom spa che avrebbe comportato per la Pirelli spa (in quanto controllante della Olimpia) l'obbligo di procedere al consolidamento (integrale) del bilancio della Telecom nel proprio bilancio consolidato. La questione dell'accertamento del controllo di fatto faceva seguito alla delibera del 30 ottobre 2001 assunta dalla Commissione nel corso della procedura di rilascio del nullaosta alla pubblicazione, da parte della Olivetti, del prospetto informativo relativo all'offerta in opzione di azioni ordinarie e del prestito obbligazionario Olivetti 2001-2010, che è stata impugnata innanzi al TAR del Lazio con esito favorevole per un vizio procedimentale, cfr. sentenza 25 febbraio 2002 n. 3070.

¹⁰² Posizione assunta con la comunicazione n. 2057476 del 14 agosto 2002. La comunicazione è attinente al riassetto del gruppo Italerenergia con esenzione dall'obbligo di OPA su Edison, nel cui contesto la Consob è stata chiamata a valutare le clausole dello statuto di Italerenergia Bis nel ruolo di holding di controllo, cui gli azionisti della precedente Italerenergia avrebbero conferito le proprie partecipazioni. Lo statuto di Italerenergia Bis prevedeva, in via generale, un quorum deliberativo qualificato, per le deliberazioni dell'assemblea straordinaria, pari all'85% delle azioni aventi diritto di voto e un quorum costitutivo qualificato "di almeno l'85% del capitale della società" per alcune assemblee straordinarie (delibere su aumenti di capitale ed emissioni di titoli convertibili in azioni con esclusione del diritto di opzione; fusioni e scissioni; modifiche statutarie). In tale occasione, la Commissione ha chiarito che la sussistenza di un rapporto di controllo di diritto e di fatto, e anche quindi di un'influenza notevole o dominante, va valutata con riferimento all'esercizio del voto nella sola assemblea ordinaria. Tale posizione è stata, peraltro, confermata con la comunicazione n. DEM/3074183 del 13 novembre 2003.

La rilevanza del voto in assemblea ordinaria quale strumento di esercizio del controllo sulla società non è del tutto estensibile alla disciplina dell'OPA in generale. Infatti, con riferimento alla nozione di "titoli", contenuta nell'articolo 101-bis comma 2 del Tuf, in materia di offerte pubbliche di acquisto o di scambio, il legislatore ha inteso riferirsi a "gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria". In risposta ad uno specifico quesito, la Consob ha chiarito, inoltre, che il legislatore nazionale, adottando il termine "titoli", ha voluto estendere il campo di applicazione della disciplina richiamata anche agli strumenti diversi dalle azioni (quali gli strumenti finanziari partecipativi) fermo restando che detti strumenti debbano, in ogni caso, prevedere, quale diritto amministrativo a favore dei rispettivi titolari, il diritto di voto "nell'assemblea ordinaria o straordinaria" della società emittente, cfr. comunicazione n. DCG/12019484 del 16 marzo 2012. L'ambito cui si riferisce l'art. 101-bis del Tuf è, pertanto, significativamente più ampio poiché la disposizione si riferisce alle sole offerte di acquisto o di scambio volontarie. Per le offerte obbligatorie correlate al mutamento degli assetti di controllo della società emittente, come si è visto nei paragrafi precedenti, ai sensi dell'art. 105, co. 2, del Tuf, si considerano unicamente i titoli emessi da una società che attribuiscono "diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori".

l'approvazione annuale del bilancio d'esercizio, un generale indirizzo della gestione¹⁰³.

La Consob ha, dunque, ritenuto che il potere di nominare la maggioranza degli amministratori rappresenti l'essenza dell'influenza dominante e, quindi, del controllo. Invero, l'orientamento espresso dalla Commissione si era già sviluppato in epoca anteriore all'entrata in vigore del Tuf. Il legislatore, infatti, come prima illustrato, con l'articolo 5-*quater* della l. 7 giugno 1974 n. 216, aveva previsto una presunzione di controllo in capo a chi avesse avuto il diritto di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori, ai limitati fini dell'applicazione degli obblighi di notifica dell'acquisto o della cessione di una partecipazione "importante" in una società quotata in borsa (derivanti dal recepimento della direttiva 627/88/CE)¹⁰⁴. In via applicativa, la Consob aveva esteso la portata di tale presunzione, configurando l'obbligo di OPA, ai sensi dell'articolo 10 della legge 18 febbraio 1992, n. 149, anche in presenza di patti parasociali rilevanti che avessero attribuito "*il potere di nominare la maggioranza dei consiglieri di amministrazione della società*"¹⁰⁵. In sede di emanazione del Tuf, la medesima presunzione non fu riprodotta nel dettato dell'articolo 93, poiché il legislatore ritenne che tale ipotesi fosse "assorbita" nel più ampio concetto di influenza dominante, come si può evincere dalla lettura dei lavori preparatori¹⁰⁶.

Nella impostazione assunta dalla Consob, il potere di nomina e revoca degli amministratori rappresenta dunque lo strumento attraverso il quale un socio è in grado di influenzare le decisioni assunte dall'organo di amministrazione che riguardano la gestione della società. In successive comunicazioni, la Consob ha chiarito che le decisioni rilevanti, ai fini dell'accertamento del controllo, sono quelle concernenti il compimento di atti rientranti nella c.d. *gestione ordinaria*¹⁰⁷ (approvazione dei piani strategici e industriali, nomina dei dirigenti apicali, predisposizione del bilancio di

103 Sul punto cfr.: comunicazione DCG/0079962 del 9 ottobre 2013; DEM/10064646 del 22 luglio 2010; DEM/3074183 del 13 novembre 2003; DCL/DEM/85385 del 16 novembre 2000.

104 Si riporta il testo della disposizione in esame: "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. Ai fini del calcolo delle partecipazioni detenute nell'emittente l'art. 5 della citata legge prevedeva il computo delle azioni o quote possedute indirettamente da una persona fisica o giuridica "per il tramite di società controllate" o di società fiduciarie o per interposta persona. Articolo 5-ter prevedeva, inoltre, l'esonero dall'obbligo di effettuare le comunicazioni per le società e gli enti del gruppo facente capo ad una società o ad un ente tenuti alla redazione di un bilancio consolidato, qualora questi ultimi o il soggetto controllante avessero effettuato le comunicazioni medesime..

105 Cfr. comunicazione n. 92005380 del 24 luglio 1992, in Bollettino n. 5/97, Edizione speciale.

106 Cfr. AA.VV., Quaderni di finanza Consob, n. 29/1999, Lavori preparatori per il Testo Unico della finanza, pag. 40 e ss., in cui si è affermato "In tale categoria di accordi [parasociali] dovranno altresì rientrare anche quelli che attribuiscono ad un azionista il potere di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori (cfr. art. 1/5-quinquies della legge 216/74)".

107 In questo senso, la comunicazione n. 8085779 del 17 settembre 2008 sulla rilevanza ai fini dell'obbligo di OPA delle modifiche apportate ad un patto di controllo, nonché la comunicazione n. DEM/11016918 del 4 marzo 2011 sulla sussistenza di obblighi di OPA in connessione con l'acquisto da parte di Groupama di partecipazioni rilevanti in Premafin e Fondiaria-SAI. La Commissione ha affermato che per valutare la sussistenza di un rapporto di controllo (di fatto o di diritto) e, quindi, la sussistenza di un'influenza dominante, nonché l'esistenza di un'influenza notevole ai fini dell'individuazione di un rapporto di collegamento, sia "necessario verificare l'influenza di un socio rispetto all'assemblea ordinaria e rispetto alle delibere del CdA connesse alla gestione ordinaria", cfr. comunicazione n. DEM/10064646 del 22 luglio 2010.

esercizio, verifica dell'organizzazione interna, ecc.), con esclusione di quelle relative alle operazioni di finanza straordinaria (progetti di fusione, scissione, cessione di assets rilevanti, ecc.), in quanto per la maggior parte di tali operazioni è necessaria l'approvazione dell'assemblea straordinaria.

Secondo l'impostazione adottata dalla Consob, per aversi il controllo non è sufficiente aver nominato la maggioranza degli amministratori, ma occorre, comunque, verificare che questi ultimi siano in grado da soli di determinare la gestione della società. Diversamente, sarebbe da escludere l'esistenza di una situazione di controllo in capo al soggetto che ha nominato la maggioranza degli amministratori nel caso in cui questi *"non possano assumere decisioni rilevanti senza il concorso determinante degli amministratori designati da altri soci"*, e ciò per effetto di clausole statutarie o pattuizioni parasociali¹⁰⁸.

La valutazione dei patti parasociali e delle clausole statutarie riveste, pertanto, un ruolo determinante per l'esatta individuazione del soggetto che esercita il controllo sulla società, poiché tali fattispecie possono depotenziare la posizione dell'azionista che detiene la partecipazione di maggioranza, ovvero accrescere la stessa.

2 Il controllo tramite clausole statutarie, accordi contrattuali e patti parasociali

La definizione di impresa controllata di cui all'articolo 93 del Tuf, come si è già accennato, comprende anche i casi in cui l'influenza dominante sia esercitata *"in virtù di un contratto o di una clausola statutaria"* o *"in base ad accordi con altri soci"*. La Consob ha ritenuto che tali previsioni consistano in fattispecie presuntive dell'influenza dominante, già ricomprese nell'ipotesi descritta dall'articolo 2359, co. 1, n. 2, cod. civ. e, quindi, nella fattispecie del controllo di fatto¹⁰⁹.

A conferma di tale impostazione, in un recente caso in materia di esenzione dall'obbligo di OPA, avente ad oggetto una società partecipata dallo Stato, la Consob ha ritenuto sussistente una situazione di *controllo di fatto* ai sensi dell'articolo 2359, comma 1, n. 2, c.c., "rafforzato" dalla presenza di previsioni statutarie che pongono

108 In questo senso la citata comunicazione n. DEM/3074183 del 2003. Al riguardo, la Commissione ha altresì chiarito che *"per escludere il controllo non è sufficiente che il potere di gestione del consiglio di amministrazione sia caratterizzato da particolari procedure volte a raccogliere il consenso dell'azionista di minoranza (recte, degli amministratori espressione dell'azionista di minoranza), laddove, anche in assenza di tale consenso, le decisioni assunte dall'azionista di maggioranza siano comunque realizzabili"*.

109 In questo senso la citata comunicazione n. DEM/3074183 del 2003. Tale punto non sembra univoco in dottrina. Un certo indirizzo interpretativo ritiene che tali fattispecie integrino ipotesi sintomatiche di controllo, aggiuntive alle ipotesi di cui all'articolo 2359, comma 1, n. 1) e 2): in questo senso si esprime G. MUCCIARELLI, *Art. 93*, op. cit., pag. 55, mentre, con riferimento all'articolo 26, comma 2, del d. lgs. n. 127/1991, ove è altresì presente l'inciso *"sono in ogni caso considerate controllate"*, G. OLIVIERI, *Il bilancio consolidato*, op. cit., pag. 687, che richiama G. SBISA, *Società e imprese controllate*, op. cit., pag. 920, secondo cui non si sarebbe inteso dettare una presunzione di controllo, quanto piuttosto precisare che le due ipotesi contemplate costituiscono fattispecie di controllo rilevanti ai fini del consolidamento, indipendentemente dalla valutazione delle medesime ipotesi rispetto all'art. 2359 c.c.

Secondo altro indirizzo, invece, si tratterebbe di ipotesi presuntive, in senso assoluto, di controllo, cfr. P. MONTALENTI, *La società quotata*, op. cit., pag. 359.

limiti alla contendibilità del controllo e in ragione delle particolari prerogative spettanti al socio pubblico. In tale occasione, la Commissione ha riscontrato una situazione qualitativamente *riconducibile* ad un rapporto di *controllo di diritto*, appunto, per l'intensità di tali prerogative¹¹⁰.

Nella prassi applicativa vi è stato un unico caso in cui la Consob ha affrontato il tema del controllo contrattuale¹¹¹. In tale circostanza, la Commissione ha aderito alla tesi, c.d. "*esistenziale*" (illustrata al par. 3 della Parte I), secondo cui l'influenza dominante da contratto si configura nello stato di dipendenza economica di una società rispetto ad altro soggetto, anche non socio, per cui il venir meno dell'accordo contrattuale potrebbe mettere in pericolo la continuazione dell'attività imprenditoriale della società contraente.

Con maggiore frequenza la Consob è stata chiamata, invece, a valutare ipotesi di influenza dominante esercitata "*in base ad accordi con altri soci*", tipicamente ricorrenti nei casi di patti parasociali che "accregono" la posizione di un socio, prevedendo, ad esempio, particolari diritti di designazione di amministratori da parte di uno dei pattisti, cui gli altri sono tenuti a conformarsi all'atto dell'esercizio del diritto di voto in assemblea.

In dottrina non è univoco se la detenzione diretta di una partecipazione di minoranza, unitamente alla disponibilità della maggioranza assoluta dei voti per effetto di accordi con altri soci, vada ascritta nella nozione del controllo di diritto, ovvero in quella del controllo di fatto¹¹². Al riguardo, la Consob ha ritenuto che nell'ambito del controllo di diritto, di cui all'articolo 2359, co. 1, n. 1, c.c., vada ascritta anche l'ipotesi (già ammessa sotto il vigore della legge n. 149/1992)¹¹³ in cui la disponibilità della maggioranza assoluta dei diritti di voto sia l'effetto di un patto parasociale che accresce la posizione di un socio, il quale viene così a detenere tale maggioranza in virtù dei diritti di voto inerenti alla propria partecipazione e di quelli spettanti in base al patto. Deve essere accertato, in sostanza, che il partecipante si trovi all'interno del patto in posizione di maggioranza o, comunque, che sia in possesso di voti tali da fare assumere decisioni vincolanti per tutti i partecipanti, affinché

110 Cfr. delibera n. 18330 del 26 settembre 2012. Peraltro, l'operazione di ristrutturazione dell'azionariato dell'emittente in questione era concepita in attuazione di un provvedimento del Governo (DPCM del 25 maggio 2012 attuativo, a sua volta, del d.l. 24 gennaio 2012, n. 1) e articolata in modo da coinvolgere due società a controllo pubblico.

111 Cfr. la citata comunicazione n. DEM/2057476 del 2002. Sul mancato richiamo all'art. 2359, co. 1, n. 3, c.c., cfr. comunicazione n. DEM/3074183 del 2003

112 In dottrina cfr. M. Miola, Art. 93, op. cit., pag. 777. Con riferimento all'analoga disposizione contenuta nell'art. 26, co. 2, lett. b), del d.lgs. 127/1991, cfr. G. Sbisà, Società e imprese controllate, op. cit., pag. 55, secondo cui il controllo della maggioranza dei diritti di voto attraverso accordi con altri soci è una forma di disponibilità di fatto dei voti esercitabili e perciò la società considerata controllante in base alla norma in esame lo è anche ai sensi dell'art. 2359 c.c.

113 Cfr. Comunicazione n. 92005380 del 24 luglio 1992, ove si è detto: "qualora un soggetto controlli il sindacato in virtù delle pattuizioni in esso contenute ed al sindacato sia riferibile più del 50% del capitale ordinario, il soggetto è considerato controllante di diritto la società; ove tale soggetto possieda ulteriori azioni non vincolate nell'ambito del sindacato, queste comunque vengono aggregate a prescindere dall'esistenza di clausole che prevedano l'obbligo di votare in conformità alle decisioni del sindacato anche per le azioni non vincolate;".

possa ritenersi sussistente un potere di controllo all'interno del gruppo dei soci aderenti al patto¹¹⁴.

Il tema del controllo tramite patto parasociale è, peraltro, al centro di un vivace dibattito dottrinale circa l'ammissibilità del c.d. *controllo congiunto*¹¹⁵, quale esercizio comune tra più soggetti di un'influenza dominante nei confronti della società sulla base di un accordo¹¹⁶.

In proposito, la Consob ha ritenuto che l'art. 93 si riferisca unicamente al controllo esercitato in modo solitario¹¹⁷. La Commissione ha, tuttavia, affrontato il tema del controllo congiunto, in sede di regolamentazione secondaria, limitatamente a taluni aspetti della disciplina dell'OPA obbligatoria e del voto di lista, tenuto conto della specificità di queste ultime.

In particolare, con riguardo alla disciplina dell'OPA obbligatoria, nell'attuare la delega di cui all'art. 106, co. 5, del Tuf¹¹⁸, la Commissione ha riconosciuto in sede regolamentare la fattispecie plurisoggettiva del controllo allorché l'acquisto della partecipazione rilevante ai fini dell'obbligo di OPA sia compiuto in presenza di un singolo socio o di altri soci che *congiuntamente* dispongano della maggioranza dei diritti di voto.

114 Cfr. comunicazione n. 3074183 del 2003, ove si afferma che la disponibilità di voti può derivare dall'utilizzo dei patti parasociali i quali, ad esempio, possono attribuire il controllo ad un soggetto che pur avendo una partecipazione minoritaria dispone della maggioranza in un patto in cui sono vincolate azioni pari a più del 50% del capitale ordinario.

115 Come si è detto sopra, l'art. 93 del Tuf, così come l'art. 2359 c.c., nella loro formulazione letterale sembrano far riferimento unicamente al controllo c.d. solitario. A favore della tesi secondo cui solo eccezionalmente sarebbe ammissibile il controllo congiunto si esprimono M. MIOLA, *Art. 93*, cit., pag. 775; P. MARCHETTI, *Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*, op. cit.; G. MUCCIARELLI, *Art. 93*, op. cit., pag. 55; G. SBISÀ, *Società e imprese controllate*, op. cit., pag. 925. Altra interpretazione si orienta nel senso della non irrilevanza del controllo congiunto entro una più ampia nozione di controllo, cfr. M. LAMANDINI, *Art. 93*, op. cit., pag. 1046; ID. *Appunti in tema di controllo congiunto*, op. cit., pag. 230, nonché, *Il controllo*, op. cit., pag. 145 ss.

116 Osserva V. DONATIVI, *I "confini" del controllo congiunto*, op. cit., che occorre tenere distinte la nozione di "sindacato di controllo" (o "di maggioranza") da quella di "controllo da sindacato" (o "attraverso la partecipazione a un sindacato di voto"). Difatti, se la sussistenza di un *controllo da sindacato* presuppone necessariamente, e per definizione stessa, la presenza di un *sindacato di controllo*, non è sempre vero il contrario. Secondo l'A. quest'ultima fattispecie, piuttosto, si identifica con quel patto di sindacato attorno al quale si riunisce un insieme di (soggetti titolari di) partecipazioni il cui "peso specifico" complessivo, in virtù della distribuzione del capitale sociale e/o del livello di diffusione dell'assenteismo alle assemblee, sia tale da determinare l'acquisizione (di diritto o di fatto) del controllo della società: ciò a prescindere dalla presenza o meno, fra i paciscenti, di un socio [o, eventualmente, più soci] che, attraverso l'incidenza percentuale delle proprie partecipazioni, abbia [abbiano] acquisito una posizione di predominio [ovvero un potere di veto] nell'ambito del sindacato e, per questo tramite, di influenza dominante [o, rispettivamente, determinante] sulla società partecipata.

117 Cfr. comunicazione n. DEM/99030771 del 22 aprile 1999 in materia di adempimento degli obblighi di informazione. In tale occasione, la Commissione ha chiarito che il citato art. 93 del Testo Unico, nell'ampliare rispetto all'articolo 2359 del codice civile le ipotesi in cui sussiste un rapporto di controllo, prevede comunque che, ove un socio eserciti un'influenza dominante in base ad accordi con altri soci, si possa considerare controllata la società nella quale tale influenza è esercitata sulla base della circostanza che lo stesso socio disponga "da solo" dei voti necessari a deliberare nell'assemblea ordinaria.

118 Di cui si riporta il testo: "La Consob stabilisce con regolamento i casi in cui il superamento della partecipazione indicata nel comma 1,1-bis e 1-ter 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". In attuazione di tale disposizione, l' art. 49, comma 1, lett. a), del Reg. Em., prevede che l'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 del Testo unico non sussiste se: a) un altro socio, o altri soci congiuntamente, dispongono della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria".

Con riguardo, invece, alla disciplina del voto di lista, l'articolo 148, co. 2, del Tuf, ha delegato la Consob a stabilire le modalità per l'elezione di un membro effettivo del collegio sindacale da parte dei soci di minoranza che non siano collegati, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti. In attuazione di tale delega, la Consob ha stabilito che nella categoria dei rapporti di collegamento rilevanti, fra soci di riferimento e soci di minoranza, rientrano i "rapporti di controllo tra una società e coloro che la controllano congiuntamente" (art. 144-*quinquies*, co. 1, lett. c), del Regolamento Emittenti). Con successiva comunicazione del 2008¹¹⁹, la Consob ha confermato la rilevanza del controllo congiunto *limitatamente alla disciplina del voto di lista*.

Si deve evidenziare, tuttavia, come il tema dell'accertamento del controllo congiunto, e più in generale del controllo *tout court*, possa perdere valenza pratica ai fini dell'applicazione della disciplina sull'informativa *price sensitive* e sulla trasparenza degli assetti proprietari. Infatti, i poteri assegnati CONSOB, al fine di vigilare sulla correttezza dell'informazione al pubblico, di richiedere alle società quotate e ai soggetti controllanti notizie e documenti (art. 115, comma 1) ovvero la pubblicazione degli stessi se necessari per l'informativa al pubblico (art. 114, comma 5) sono esercitabili nei confronti di chiunque detenga una partecipazione rilevante o aderisca ad un patto.

Analogamente, come chiarito dalla Consob, ai fini degli obblighi di pubblicità dei patti parasociali sanciti dall'articolo 122 del Tuf, non si richiede che il patto attribuisca a qualcuno degli aderenti il controllo della società interessata¹²⁰. Ciò che rileva è la mera potenzialità che il patto parasociale sia idoneo ad incidere sugli assetti proprietari dell'emittente, con conseguente applicabilità degli obblighi di trasparenza nei confronti della società e del mercato. Tutti gli accordi rientranti nella categoria dei patti parasociali sono, infatti, potenzialmente idonei a determinare un rapporto di controllo da parte dei soci contraenti rispetto all'emittente, quale che sia il contenuto. Nella generalità dei casi l'esercizio di un'influenza dominante avviene attraverso la previsione di obblighi di consultazione preventiva, nomina proporzionale degli organi sociali, fissazione di particolari *quorum* deliberativi in seno agli organi consultivi del patto, attraverso i quali, pur non prevedendo alcun obbligo di conformarsi in sede assembleare, si ottiene un voto unitario in ordine a tutte le principali vicende societarie¹²¹.

119 Cfr. DEM/DCL/8033950 dell'11 aprile 2008, riferita alla società *Edizione Holding*. In tale comunicazione si è, peraltro, ritenuto che la qualifica di soggetto controllante vada attribuita, oltre che ai soci aderenti ad un patto parasociale, anche a coloro i quali abbiano aderito successivamente al patto.

120 Cfr. comunicazione n. DEM/2068311 del 21 ottobre 2002, ove si è chiarito che l'art. 122 del Tuf non richiede, ai fini della rilevanza di un patto di sindacato, che lo stesso attribuisca a qualcuno degli aderenti il controllo della società interessata. Sussiste, pertanto, il potere della Consob di richiedere ai partecipanti al patto, ai sensi dell'art. 114, co. 5, del Tuf, che siano resi pubblici notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico, ovvero di esercitare i poteri previsti dall'art. 115 del Tuf, indipendentemente dal fatto che si tratti di un patto di controllo o meno. Quanto agli obblighi di OPA, l'adesione ad un patto parasociale integra la presunzione assoluta di concerto, ai sensi dell'articolo 101-*bis*, comma 4-*bis*, del Tuf.

121 In questo senso cfr. Consob, Nota tecnica in materia di Trasparenza dei patti parasociali, Roma, 7 agosto 1998, elaborata dalla Consob in occasione dei lavori preparatori del regolamento in materia di emittenti.

La Commissione ha anche chiarito che la specifica previsione dell'art. 122, comma 5, lett. d), che attribuisce autonoma rilevanza ai patti parasociali che consentono ad un soggetto, "da solo o congiuntamente ad altri, l'esercizio di un'influenza dominante", va intesa quale norma di chiusura del sistema, al fine di dare rilevanza normativa alla fattispecie di controllo congiunto tramite patto¹²².

L'impatto che può avere un accordo parasociale sulla gestione ordinaria della società non può essere limitato dal *nomen* prescelto dalle parti contraenti, dovendosi piuttosto valutare gli effetti di tale pattuizione anche in relazione alla natura dell'emittente e all'oggetto sociale, cui gli accordi si riferiscono. Sulla base di tale assunto, in un caso specifico, la Consob ha ritenuto che le clausole di *lock up* (assimilabili ai sindacati di blocco), aventi ad oggetto le partecipazioni detenute da una *holding* in una società controllata, fossero in grado di incidere sugli assetti di controllo della medesima *holding*, appunto, per il potenziale impatto di tali clausole sulla gestione ordinaria di quest'ultima¹²³.

Non è univoco, tuttavia, se la categoria dei patti parasociali che soggiacciono alle regole di trasparenza, prescritte dall'articolo 122 del Tuf, sia omnicomprensiva di tutti gli accordi con i quali si possa esercitare l'influenza dominante e, quindi, il controllo sulla società, ovvero se possa ritenersi ammissibile una categoria più ampia di accordi che, pur non essendo rilevanti ai fini della dell'articolo 122 del Tuf, siano comunque idonei a determinare un rapporto di controllo congiunto¹²⁴.

Si pensi, ad esempio, al *patto per la presentazione delle liste*, ove i soci che abbiano presentato *congiuntamente* la lista per la nomina della maggioranza dei

122 Cfr. Consob, Nota tecnica in materia di Trasparenza dei patti parasociali, Roma, 7 agosto 1998, cit..

123 Cfr. comunicazione n. DEM/11016918 del 4 marzo 2011, avente ad oggetto l'ingresso di *Groupama* nel capitale della holding *Premafin*, con obbligo di OPA su *Premafin* e a cascata su *Fondiarial/SAL*. Una clausola di tale portata non era stata riscontrata nei precedenti casi esaminati dalla Consob, sia per il contenuto della clausola che per la complessità delle relative pattuizioni. Le clausole di *lock-up* sulle azioni *Fondiarial* sembravano in grado di determinare un significativo impatto sulla gestione ordinaria della holding *Premafin*. L'asset più rilevante tra quelli detenuti da *Premafin* era infatti rappresentato dalla partecipazione in *Fondiarial*. Impedirne non solo la disposizione integrale ma anche la cessione parziale di queste ultime, attraverso vendite di importo anche limitato, avrebbe comportato, pertanto, una consistente limitazione anche di atti rientranti nell'ordinaria amministrazione, avuto riguardo all'oggetto sociale della stessa *Premafin*. In altri precedenti, le clausole di *lock up* non sono state qualificate come patti parasociali ai sensi dell'art. 122 del Testo unico, con conseguente inapplicabilità della relativa disciplina. In un caso, tali accordi erano strettamente collegati alle operazioni di collocamento e volti a stabilizzare l'andamento dei titoli nel periodo immediatamente successivo all'inizio delle negoziazioni, per cui la Commissione ha riscontrato l'inidoneità ad incidere sugli assetti di potere interni alla società quotata, cfr. comunicazione n. DIS/29486 del 18 aprile 2000; in altro caso in materia di OPA, concernente la sottoscrizione da parte dei dipendenti di azioni della società *Lazio S.S.* a seguito di un aumento di capitale riservato, la Commissione ha riscontrato che la funzione di tali accordi fosse quella di collegare per un periodo di tempo relativamente stabile l'interesse del dipendente all'andamento del titolo della società nonché, se l'aumento riservato è di una certa consistenza, quello di stabilizzare l'andamento del titolo evitando che i dipendenti, dopo aver sottoscritto le azioni, le rivendano immediatamente sul mercato provocando un impatto negativo sui relativi prezzi. Si è esclusa, pertanto, l'applicabilità dell'art. 122 del Tuf a tali accordi, cfr. Comunicazione n. DEM/3077483 del 28 novembre 2003.

124 È opinione diffusa che l'art. 122 del Tuf, nell'elenicare le diverse tipologie di patti parasociali assoggettati agli obblighi di trasparenza, non abbia in assoluto inteso tipizzare la categoria, né rechi un contenuto *lato sensu* definitorio della fattispecie, quantunque all'elencazione venga generalmente riconosciuto carattere tassativo ai fini della determinazione dell'ambito di applicazione della disciplina; in particolare, si è osservato come la norma non sia di alcun ausilio nella determinazione del carattere parasociale dell'accordo, limitandosi a individuare varie tipologie di patti, identificabili con riferimento ai caratteri degli obblighi che ne derivano ovvero degli effetti che essi producono; in questo senso cfr. D. CATERINO, art. 122, in N. ABRIANI – M. STELLA RICHTER JR (a cura di), *Codice Iperattuale Commentato delle Società*, II, Torino, 2010, pag. 214.

componenti l'organo amministrativo e tale lista abbia ottenuto la maggioranza dei voti anche mediante promozione di una sollecitazione delle deleghe di voto. Non sembra potersi dubitare, in tal caso, che gli amministratori nominati siano espressione di una volontà comune dei soci presentatori (o promotori) che si realizza, appunto, con la presentazione di un'unica lista (quale unitaria proposta di deliberazione). Ciò nonostante, la Consob ha ritenuto che il patto per la presentazione della lista non sia di per sé riconducibile alla categoria degli *accordi parasociali*, soggetti agli obblighi di pubblicità previsti dall'art. 122 del Tuf, in ragione della specifica disciplina del voto di lista che prevede la pubblicazione dei nominativi dei soggetti che presentano una lista con le relative partecipazioni¹²⁵.

3 L'accertamento del controllo

Ricostruite le principali questioni interpretative che nel corso degli anni la Consob ha dovuto affrontare nell'esercizio delle funzioni di vigilanza cui essa è preposta, di seguito si illustreranno le modalità con le quali la Commissione ha affrontato la questione dell'accertamento del controllo.

In una comunicazione del 2003, la Consob ha ritenuto che, ove un soggetto disponga *della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria* (ossia controllo di diritto), la possibilità di esercitare un'influenza dominante è *in re ipsa*, in quanto tale soggetto è *in grado, fra l'altro, di nominare gli amministratori della partecipata*¹²⁶. La possibilità di esercitare più della metà dei diritti di voto costituisce, pertanto, una presunzione di esercizio dell'influenza dominante e non necessita di ulteriori accertamenti, fatta salva la possibilità di fornire prova contraria, nelle ipotesi in cui sussista un patto o una clausola statutaria che depotenzi tale posizione del socio di maggioranza¹²⁷. Così, in un caso in materia di consolidamento contabile, la

125 Cfr. CONSOB, *Documento di consultazione su proposte di modifica al Regolamento Emittenti in materia di OPA*, Allegato n. 6, 6 ottobre 2010, pag. 11. In merito alla non riconducibilità di tali accordi nella categoria dei patti parasociali, la dottrina si esprime con posizioni differenziate, sull'argomento si rinvia, tra gli altri, a G. F. CAMPOBASSO, *Voto di lista e patti parasociali nelle società quotate*, in *Banca borsa*, 2003, I, pag. 128 e ss.; M. STELLA RICHTER JR., *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in E. GABRIELLI - R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, 1, 2011, pag. 812; G. MEO *Le società di capitali. Le società con azioni quotate in borsa*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da M. BESSONE, vol. XVII, Torino, 2002; G. A. RESCIO, *Gli strumenti di controllo: i patti di sindacato*, in *Proprietà e controllo dell'impresa: il modello italiano stabilità o contendibilità?*, Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa Sociale, Collana di convegni di studio "Problemi attuali di diritto e procedura civile", Milano, 2008, pag. 98 e ss.

126 Così la citata comunicazione n. DEM/3074183 del 2003. In senso conforme a tale ricostruzione, in dottrina, cfr. A. PAVONE LA ROSA, *Tipologia dei vincoli di controllo e dei gruppi societari*, op. cit., pag. 582, nota 2.

127 In particolare, la Consob ha chiarito nella comunicazione n. DEM/3074183 del 2003 che, quando vi è un soggetto titolare della maggioranza assoluta dei voti che designa la maggioranza degli amministratori (dato che viene unanimemente considerato rilevante per stabilire l'esistenza del controllo), per escludere il controllo è necessario accertare che a tale maggioranza di amministratori sia impedita, in forza delle clausole pattizie o statutarie, la possibilità di assumere le decisioni relative alla gestione della società in assenza del consenso degli amministratori espressione della minoranza. Per escludere il controllo non si ritiene sufficiente che il potere di gestione del consiglio di amministrazione sia caratterizzato da particolari procedure volte a raccogliere il consenso dell'azionista di minoranza, laddove, anche in assenza di tale consenso, le decisioni assunte dall'azionista di maggioranza siano comunque realizzabili. In altri termini, secondo la Consob, non basta una limitazione, per quanto ampia, per escludere il controllo di un'azionista, ma occorre invece che gli amministratori designati dallo stesso non possano assumere decisioni rilevanti ai fini della gestione della società senza il concorso di almeno uno degli altri soci.

Commissione ha affermato che il soggetto che deteneva la maggioranza assoluta dei diritti di voto in assemblea non fosse da ritenere controllante della società, poiché esisteva un patto parasociale stipulato con altro soggetto che lo aveva "depotenziato"¹²⁸.

Diversamente, il *controllo di fatto* rappresenta una situazione che può derivare sia dalla specifica struttura dell'assetto proprietario della società sia dalla (conseguente) variabilità nel grado di partecipazione alle assemblee da parte degli azionisti.

Il tema della complessità dell'accertamento del controllo di fatto è un elemento che ha condizionato anche alcune scelte regolamentari della Consob in sede di attuazione della delega legislativa avente ad oggetto i casi di esenzione dagli obblighi di OPA¹²⁹.

Ci si riferisce, in particolare, all'esenzione in caso di acquisto di una partecipazione rilevante del capitale di una società quotata in presenza di un soggetto controllante, nonché nel caso di trasferimento del controllo tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione (art. 106, co. 5, e *sub lett. b*), del Tuf).

Con riguardo alla prima fattispecie (che si è già analizzata a proposito della rilevanza del controllo congiunto), la Consob ha stabilito in via regolamentare che l'acquisto non comporta l'obbligo di offerta ove un altro socio, o altri soci congiuntamente, dispongano della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria, con ciò riferendosi unicamente al controllo (interno) di diritto¹³⁰. La scelta regolamentare è stata motivata in ragione della difficoltà di provare il controllo di fatto in capo ad uno o più azionisti, tenuto conto che al momento del trasferimento della partecipazione rilevante le conseguenze di tale trasferimento "*sull'equilibrio dell'azionariato della società e sulla gestione non possono essere ancora valutati*"¹³¹.

Analoghe scelte sono state effettuate dalla Consob, sempre in sede regolamentare, con riferimento all'esenzione dall'obbligo di OPA c.d. *infragrappo* (art. 106, co. 5, lett. *b*), del Tuf)¹³². La *ratio* di tale esenzione risponde all'esigenza di favorire le operazioni di mero riassetto partecipativo che non possono essere considerate, alla luce di una visione unitaria del fenomeno di gruppo, come una reale modifica

128 Ci si riferisce alla citata comunicazione n. DAC/98076144 del 28 settembre 1998, *Spoletto Credito e Servizi scari/Credito Italiano*.

129 In materia di obblighi OPA, il controllo opera principalmente non come elemento integrativo delle singole fattispecie obbligatorie d'offerta, considerato che la legge assume come parametro di riferimento le soglie rilevanti ai sensi dell'articolo 106 del Tuf, quanto piuttosto come elemento negativo delle stesse, cfr. R. LENER, *sub art. 106*, in M. STELLA RICHTER JR (a cura di), *Le offerte pubbliche d'acquisto, Commento agli artt. 101-bis ss. TUF*, Torino, 2011, pag. 170. L'unico caso in cui la sussistenza del controllo sembra assumere rilievo affinché si configuri l'obbligo è quello dell'acquisto (indiretto) del controllo di una società non quotata, che a sua volta controlla (o partecipa in misura rilevante al capitale di) una società quotata.

130 Art. 49, co. 1, lett. *a*), del Regolamento Emittenti.

131 Cfr. CONSOB, *Nota tecnica in materia di disciplina delle OPAS*, Roma, 4 maggio 1998, relativa ai lavori preparatori del regolamento emittenti in materia di OPA.

132 Di cui si riporta il testo: "*La Consob stabilisce con regolamento i casi in cui il superamento della partecipazione [...] non comporta obblighi di offerta ove sia [...] determinato da trasferimento dei titoli previsti dall'art. 105 tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione.*"

dell'assetto di controllo di una società quotata¹³³. La Commissione ha ritenuto, tuttavia, opportuno limitare l'operatività dell'esenzione ai trasferimenti operanti tra società legate unicamente da un rapporto di *controllo interno di diritto* (art. 2359 comma 1, n.1, cod. civ.)¹³⁴. Tale opzione regolamentare è stata preferita muovendo dalla considerazione che, per gli azionisti di minoranza, tale fattispecie di trasferimento del controllo non ha rilievo concreto, poiché si attua fra società su cui il gruppo esercita un dominio parimenti incontrastato¹³⁵.

La problematica dell'accertamento del controllo di fatto è stata successivamente affrontata nel già citato *leading case* avente ad oggetto il consolidamento integrale del bilancio di una società quotata¹³⁶. In tale occasione, la Commissione ha chiarito che, ai fini della qualificazione di una partecipazione di minoranza come partecipazione che consente o non consente l'esercizio del controllo di fatto, occorre tenere conto dei seguenti elementi:

"- le assemblee da prendere come riferimento sono le assemblee ordinarie di particolare significatività (nomina degli amministratori, approvazione bilancio);

- la quota di partecipazione idonea ad assicurare l'influenza dominante è variabile perché dipende dalla situazione di fatto in cui la società si trova e, in particolare, dal grado di frazionamento della compagine sociale e dal livello di usuale assenteismo dei soci titolari di quote più esigue;

- non si deve trattare di un controllo occasionale, dovuto ad una situazione contingente, ma si deve trattare di una situazione giuridica relativamente stabile;

- tale relativa stabilità dovrà essere accertata necessariamente attraverso un'analisi dell'andamento delle assemblee della partecipata per un arco di tempo ragionevolmente significativo, che non deve necessariamente essere successivo al momento in cui il presunto controllante abbia acquisito la partecipazione;

- si ritiene, invece, necessario che venga effettuata un'indagine anche sulle passate vicende assembleari, per analizzare la percentuale di voti che è stata mediamente necessaria per raggiungere il *quorum* deliberativo. Tale analisi sul passato sarà significativa solo nelle ipotesi in cui, oltre all'acquisto della partecipazione rilevante che deve essere valutata ai fini di una sua eventuale qualificazione come partecipazione di controllo, non vi siano stati altri mutamenti sostanziali nell'azionariato;

- con riguardo alle società con azioni quotate, occorrerà infine verificare se siano rimasti sostanzialmente immutati gli azionisti rilevanti con partecipazioni superiori al 2%, se quindi il c.d. flottante sia rimasto sostanzialmente il medesimo".

133 Cfr. comunicazione n. DEM/2014074 dell'1 marzo 2002.

134 Cfr. art. 49, co. 1, lett. c), del Reg. Em.

135 In dottrina, cfr. in tal senso R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. COLOMBO – G. B. PORTALE, 1993, pag. 486. In questi termini si è espressa anche la CONSOB, *Nota tecnica in materia di disciplina delle OPAS*, 4 maggio 1998.

136 Cfr. comunicazione n. DEM/3074183 del 13 novembre 2003.

Con riguardo al primo elemento, per assemblee di maggiore significatività per la vita societaria, la comunicazione si riferisce alle assemblee in cui si procede alla nomina degli amministratori e che, quindi, influiscono sulla gestione della società per la durata del mandato, ovvero le assemblee di approvazione del bilancio, in cui si esprime il giudizio sulla gestione della società.

La riforma del diritto societario ha ridisegnato, com'è noto, la ripartizione di competenze tra l'organo gestorio e l'assemblea dei soci¹³⁷, assegnando "esclusivamente" all'organo amministrativo "la gestione dell'impresa" (art. 2380-bis, c. c.), e relegando l'assemblea a deliberare "sulle autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il compimento di atti degli amministratori, ferma in ogni caso la responsabilità di questi per gli atti di gestione" (art. 2364, comma 1, n. 5, c. c.). Sotto questo aspetto, il potere di nomina degli amministratori costituirebbe, in base alle considerazioni svolte nella Parte I sulle modifiche normative introdotte con la riforma del diritto societario del 2003, l'unico legittimo, ancorché indiretto, sconfinamento del socio di controllo sul terreno della gestione della controllata¹³⁸.

In ordine agli ulteriori criteri per accertare l'esistenza del controllo di fatto, la Consob ha quindi stabilito che occorre verificare che non si tratti di un controllo occasionale dovuto ad una situazione contingente o un fortuito dominio di un'assemblea dove, ad esempio, uno o più azionisti rilevanti, non abbiano potuto partecipare per cause impreviste¹³⁹.

Si deve trattare, invece, di una situazione *relativamente stabile*, che va accertata attraverso un'analisi dell'andamento delle assemblee della partecipata per un arco di tempo ragionevolmente significativo (almeno due esercizi), poiché la possibilità che in future assemblee l'azionista che esercita il controllo di fatto possa essere messo in minoranza da una coalizione di altri soci costituisce una possibilità sempre concreta. Tale arco temporale, tuttavia, non deve essere necessariamente successivo al momento in cui il presunto controllante abbia acquisito la partecipazione, potendosi tenere in considerazione anche le assemblee precedenti al trasferimento della partecipazione in questione. In particolare, secondo la Consob, occorre effettuare un'indagine anche sulle passate vicende assembleari, per analizzare la percentuale di voti che è stata mediamente necessaria per raggiungere il *quorum* deliberativo. Ovviamente, tale analisi sul passato sarà rilevante solo nelle ipotesi in cui, oltre

137 Come osservato da M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, 2-3, pag. 336 e ss., la riduzione della portata effettuale delle deliberazioni assembleari concernenti la gestione dell'impresa alla figura della "autorizzazione" non consente, di per sé, di reputare preclusa all'interprete la selezione di ulteriori ipotesi di coinvolgimento dei soci nel processo decisionale relativo al compimento di operazioni potenzialmente idonee a incidere in misura rilevante sui loro diritti partecipativi e di negare, dunque, l'esistenza di un dovere degli amministratori di attivare quel coinvolgimento. Sulla possibilità per le società di prevedere in via statutaria una riserva assembleare di autorizzazione al compimento di atti di competenza degli amministratori e sulla vincolatività di tale previsione, cfr. B. LIBONATI, *Assemblea e patti parasociali, in la riforma del diritto societario*, Atti del Convegno, Courmayeur, 2002, Milano, 2003, nonché P. ABBADESSA, *La competenza assembleare in materia di gestione nella s.p.a.: dal codice alla riforma*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società, Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010; S. A. CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il "sovrano" ha veramente abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, pag. 145.

138 Cfr. L. A. BIANCHI, *Problemi in materia di disciplina dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Riv. soc.*, 2013, 2-3, pag. 420 e ss.

139 Così, la citata comunicazione n. DEM/3074183 del 2003.

all'acquisto della partecipazione rilevante, che deve essere valutata ai fini di una sua eventuale qualificazione come partecipazione di controllo, non vi siano stati altri mutamenti sostanziali nell'azionariato.

Con riferimento al requisito della stabilità, l'indirizzo descritto è stato sostanzialmente seguito (con gli opportuni adattamenti) dalla Commissione anche al fine di valutare la rilevanza delle modifiche soggettive ed oggettive apportate ai patti parasociali di controllo di società quotate, preesistenti o di nuova stipulazione, in relazione agli obblighi di OPA. In tale ambito, la Consob ha escluso l'obbligo di OPA ove lo stesso soggetto avesse mantenuto il potere di nominare la maggioranza degli amministratori successivamente alla modifica del patto¹⁴⁰ e ha ritenuto sussistente tale l'obbligo, di contro, nel caso in cui un nuovo socio fosse stato in grado di esercitare una *stabile preminenza* all'interno del patto o di disporre di *uno stabile potere di veto* sulle decisioni che attengono alla gestione ordinaria della società¹⁴¹.

In definitiva, seguendo l'impostazione adottata dalla Consob, l'accertamento della sussistenza del controllo di fatto postula, a prescindere che si tratti di una fattispecie unisoggettiva o plurisoggettiva, due necessari momenti valutativi. Il primo, consistente nel riscontro positivo dell'esame delle assemblee ordinarie di particolare significatività, per verificare chi, in possesso di una partecipazione di particolare entità, sia in grado di influenzare l'esito delle deliberazioni con l'esercizio dei propri diritti di voto. Il secondo, di tipo negativo, che comporta una valutazione di tale esito in relazione al contesto contingente e che include l'esame degli assetti proprietari della società, al fine di verificare l'assenza di ulteriori soggetti che possano sterilizzare, con l'esercizio dei propri diritti, il voto del soggetto che si assume controllante.

Gli elementi sui quali si fonda l'accertamento del controllo di fatto presuppongono, comunque, un giudizio di tipo prognostico del "potenziale esercizio" di un'influenza dominante¹⁴², che trova applicazione anche nelle ipotesi in cui un soggetto abbia nominato la maggioranza degli amministratori in assemblea. Ai fini dell'attribuzione della qualifica di controllante, occorre accertare che il socio – rivelatosi "dominante" nell'ambito di più assemblee – possa essere considerato stabilmente titolare di una posizione di supremazia (e dunque valida anche nel futuro), attraverso l'osservazione delle pregresse vicende assembleari.

La necessità di effettuare un'analisi avente ad oggetto più adunanze, al fine accertare il carattere duraturo e non occasionale dell'influenza dominante, riflette per certi versi la definizione di controllo rilevante ai fini del consolidamento contabile, ai

140 In questo senso la citata comunicazione n. DCL/DEM/85385.

141 Orientamento assunto con la comunicazione n. 99024712 del 31 marzo 1999, successivamente confermato con la comunicazione n. 8085779 del 17 settembre 2008 e, da ultimo, con la comunicazione n. DCG/0074531 del 18 settembre 2014, nella quale la Commissione ha chiarito che, in presenza di un patto, occorre verificare: "(i) a chi spetti effettivamente il potere di orientare la volontà dell'assemblea ordinaria (in particolar modo, con riguardo alla nomina della maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione e all'approvazione del bilancio di esercizio) e (ii) chi sia effettivamente in grado di incidere sull'operato dell'organo amministrativo (in particolar modo verificando che il potere formalmente attribuito al socio di maggioranza non sia, nei fatti, vanificato dalla possibilità per gli amministratori espressione del socio di minoranza di impedire l'adozione di decisioni relative alla gestione ordinaria della società in assenza del loro consenso)".

142 Circa la natura potenziale del controllo si veda l'ampia ricostruzione dottrinale al par. 3 della Parte I.

sensi dell'art. 1 della VII Direttiva in materia di società (definizione ora confluita nell'art. 22 della direttiva 2013/34/UE). In particolare, sulla base della definizione da ultimo citata, l'azionista di un'impresa è tenuto a redigere conti consolidati quando, *"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)"*. Il riferimento operato dalla stessa disposizione ad un lasso temporale che necessariamente interessa (almeno) due esercizi va interpretato nel senso che l'impresa deve essere ricompresa nell'area di consolidamento del soggetto che ha nominato la maggioranza degli amministratori se costoro erano in carica nell'anno a cui si riferisce il bilancio consolidato e lo sono ancora al momento di predisporre lo stesso bilancio¹⁴³.

Ciò dovrebbe costituire elemento di per sé sufficiente per ritenere che il socio presentatore della lista e in possesso di una partecipazione di maggioranza relativa, avendo designato almeno la maggioranza degli amministratori, possa essere ritenuto controllante della società, quale che sia l'entità della sua partecipazione al capitale successivamente all'avvenuta nomina, sino alla nomina di un nuovo consiglio¹⁴⁴.

Il problema che si pone è, dunque, quello di stabilire se, guardando all'avvenuta nomina della maggioranza dei componenti dell'organo amministrativo, occorra escludere i voti eventualmente confluiti da parte di altri soci e verificare se, in assenza di questi, la lista di maggioranza sarebbe risultata, comunque, prima per numero di voti. La necessità che la nomina della maggioranza degli amministratori sia frutto, con una valutazione fatta *ex post*, unicamente dei diritti di voto nella disponibilità del socio che si assume controllante, senza che i voti di terzi assumano caratteri determinante per l'esito, sembrerebbe coerente con la sopra riportata ipotesi di controllo, contenuta nella VII Direttiva¹⁴⁵.

143 La necessità che gli amministratori nominati permangano in carica per almeno due esercizi consecutivi sembra rispondere alle specifiche esigenze della materia regolata. Infatti, come illustrato nella Parte I, tale previsione non si rinviene nella definizione di controllo contenuta nella direttiva 2004/109/CE del 15 dicembre 2004 (Transparency), in materia obblighi di trasparenza delle informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

144 Si pensi, ad esempio, all'ipotesi dell'azionista controllante di diritto che ceda, in un momento successivo, parte della sua partecipazione, così scendendo al di sotto del 50% più un voto. La mutevolezza del controllo di fatto non sembra qualitativamente differente dal controllo di diritto, posto che in entrambi i casi può mutare l'entità della partecipazione. Tuttavia, i criteri di accertamento sopra riportati troverebbero applicazione solo nel primo caso e non anche nel secondo.

145 Peraltro come evidenziato nella Parte II, anche il principio IFRS10 riprende il tema della possibilità che un soggetto sia in grado "da solo" e "unilateralmente" di esercitare il potere sulle attività della controllata.

Per converso, dalla lettura del nuovo comma 1-bis dell'articolo 106 del Tuf, come introdotto dall'articolo 20 del decreto legge 24 giugno 2014, n. 91, convertito con modificazioni dalla legge 11 agosto 2014, n. 116, sembrerebbe desumersi che, per aversi controllo di fatto (ai fini della disciplina dell'OPA obbligatoria), il controllante debba quantomeno detenere la partecipazione più elevata, in termini di diritti di voto, rispetto agli altri partecipanti al capitale dell'emittente. In quest'ultima fattispecie, infatti, l'obbligo di OPA ricorre in capo a chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del venticinque per cento "in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata", fermo restando che nessun obbligo incombe – come si è già visto – qualora vi sia un altro soggetto controllante di diritto (art. 106, comma 5, del Tuf).

Un'altra questione aperta riguarda il tema delle deleghe di voto. La necessità che l'influenza dominante sia frutto di una situazione oggettiva relativamente stabile sembra mettere in dubbio che possa sussistere il controllo di fatto ove la nomina degli amministratori sia ottenuta mediante esercizio dei diritti di voto su delega da parte degli altri azionisti conferiti per una singola adunanza assembleare¹⁴⁶. Infatti, non sembra potersi sostenere che i voti delegati da parte degli altri azionisti siano sempre caratterizzati da una certa stabilità o continuità del loro esercizio sufficiente a ritenere controllante il socio che ne abbia tratto vantaggio¹⁴⁷.

Per le medesime ragioni, non appare univoco se si possa ritenere controllante, per ipotesi, chi abbia nominato la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione in virtù di diritti di voto derivanti da una partecipazione già alienata (*medio tempore*) tra la data di registrazione e la data dell'assemblea medesima¹⁴⁸. Certamente tali diritti di voto, per quanto rientrano nella disponibilità del socio, dovrebbero essere ritenuti inidonei, secondo i criteri sopra citati, a determinare una stabile posizione di controllo in assemblea in ragione della precarietà di essi.

La disponibilità dei diritti di voto rileva, inoltre, nell'ipotesi descritta dall'art. 93, co. 2, del Tuf. Tale disposizione chiarisce che ai fini dell'accertamento del controllo si tiene conto dei diritti di voto esercitati per il tramite di fiduciari o di interposte persone¹⁴⁹. Nella prassi applicativa in materia di OPA, così come in tema di assetti

146 Secondo C. Pasquariello, Art. 93, in F. Vella (a cura di), Commentario T.U.F., Torino, 2012, t. 1, pag. 879, vanno senz'altro ricondotte alla "disponibilità" anche le ipotesi del voto per delega, che nel mercato finanziario è proceduralizzata nelle forme della sollecitazione e della raccolta (art. 136 ss.); incerta sembrerebbe la possibilità di computare anche i voti esercitabili sulla base di accordi tra i soci quali ad esempio i sindacati di voto. Altro indirizzo ritiene che i voti su delega possano essere idonei a determinare un controllo di diritto, mentre, con riguardo al controllo di fatto, non ritiene che sia di per sé riscontrabile un'influenza dominante in presenza di deleghe conferite necessariamente per singole assemblee, potendosi valutare solo ex post la stabilità della fonte generatrice del controllo, cfr. Miola, Art. 93, op. cit., pag. 769.

147 Cfr. E. RICCIARDIELLO, *La nuova disciplina in materia di sollecitazione delle deleghe di voto: inizia la stagione italiana dei proxy fights?*, in *Giur. comm.* 2012, I, pag. 151, che richiama il caso dell'emittente *Cape Live* e la vicenda che ha portato il socio di minoranza a conseguire con successo la nomina del consiglio di amministrazione mediante una sollecitazione delle deleghe di voto dopo una *proxy fight* contro il socio di maggioranza. La possibilità che ci si trovi di fronte ad un *tertium genus* di controllo pone in evidenza in un certo senso la concorrenzialità potenziale tra l'istituto della sollecitazione e l'OPA visto che non appare irrilevante il fatto che attraverso la raccolta delle deleghe su proposte di voto sia possibile di fatto esercitare una forma di influenza dominante non di tipo occasionale. Infatti, dalla nomina degli amministratori per effetto del conseguimento del controllo della singola assemblea (convocata per la loro nomina) viene espresso un organo che per tutta la sua durata potrà influire attivamente sulle proposte di voto da sottoporre in assemblea.

148 Ai sensi dell'art. 83-sexies, commi 1-2, del Tuf, le registrazioni in accredito e in addebito compiute sui conti successivamente al termine della giornata contabile del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea non rilevano ai fini della legittimazione all'esercizio del diritto di voto nell'assemblea, per cui può accadere che un investitore provveda a cedere la sua partecipazione e ciò nonostante sia legittimato ad esprimere il diritto di voto in assemblea. In questo modo, sembra ammettersi il voto di un soggetto che non ha più alcun interesse economico alle sorti della società. Sul tema, cfr. M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle S.p.a. quotate*, Torino, 2012, pag. 295; G. B. PORTALE, *La società quotate nelle recenti riforme (note introduttive)*, relazione introduttiva svolta al Convegno su "La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio", organizzato dal CESIFIN - Fondazione Alberto Predieri, Firenze, 14 dicembre 2006; N. DE LUCA, *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti*, in *Banca borsa*, 2010, I, 254 ss., e Id., *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e proprietà nascosta di azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, I, pag. 312 ss.; R. SECONDO, *L'attuazione della direttiva "record date": profili di criticità e soluzioni interpretative*, in *Il Nuovo diritto delle Società*, n. 2-3, 2011; R. SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della direttiva azionisti*, in AA.VV., *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, pag. 527e ss.

149 Al riguardo, è opportuno evidenziare che l'interposizione rileva nel Testo unico, oltre che ai sensi dell'articolo 93, comma 2, anche ai fini del calcolo della partecipazione che comporta l'obbligo di OPA (art. 105, comma 2),

proprietari¹⁵⁰, la Consob ha seguito un approccio teso a valorizzare la sostanza degli effetti delle operazioni poste in essere, piuttosto che la forma giuridica adottata, in considerazione delle finalità antielusive perseguite dal legislatore. Da ciò ne è derivato che, come già sopra anticipato, qualsiasi dissociazione tra titolarità formale e sostanziale dei diritti di voto possa essere ricondotta all'interposizione di cui all'articolo 93, co. 2, del Tuf¹⁵¹. Trattandosi comunque di fenomeni complessi e difficilmente qualificabili, il relativo accertamento non può prescindere dal ricorso a valutazioni di tipo presuntivo, il cui impiego è pacificamente ammesso nei procedimenti di vigilanza della Consob sia dalla giurisprudenza amministrativa, che da quella ordinaria¹⁵².

4 Il controllo nelle operazioni con parti correlate

In sede di emanazione del Regolamento in materia di operazioni con parti correlate ("OPC"), adottato con delibera 12 marzo 2010, n. 17221, la Consob ha adottato una definizione di controllo, che riproduce quanto indicato dai principi contabili internazionali e, in particolare, dallo IAS 27¹⁵³. L'opzione regolamentare è stata dettata dalla necessità, da un lato, di preservare il riferimento alle definizioni contenute nello IAS 24, relativamente alla nozione di "parte correlata" e di "operazione", e, dall'altra, al fine di consentire alle società che fanno appello al pubblico risparmio di individuare un unico "perimetro di correlazione", rilevante sia per la disci-

l'applicazione degli obblighi di *internal dealing* (art. 114, comma 7), nonché, più in generale, ai fini del calcolo delle partecipazioni rilevanti in materia di trasparenza degli assetti proprietari (articoli 118, 119, 120 del Regolamento Emittenti). Tali disposizioni fanno riferimento alla nozione di "detenzione", differente, appunto, da quella rilevante ai fini del controllo, e cioè la *disponibilità di diritti "esercitati per il tramite di interposte persone"*. La *detenzione*, in particolare, si inserisce in un sistema normativo di materie contigue in presenza delle medesime esigenze di prevenzione di fenomeni elusivi, in cui i fenomeni partecipativi tengono conto di fattispecie indirette (quali, ad esempio, la mera spettanza del diritto di voto, ovvero il caso in cui la titolarità delle partecipazioni è in capo ad interposte persone, fiduciari, società controllate), al fine di garantire la piena effettività delle norme che impongono obblighi (di trasparenza e di condotta) e che, pertanto, consentono un'interpretazione notevolmente estensiva.

150 Con riferimento al tema dell'interposizione nella disciplina delle partecipazioni reciproche cfr. L. SPAVENTA, *Sulla legittimità della struttura di un progetto di alleanza internazionale con assunzione di partecipazioni reciproche*, in *Giur. comm.*, 2000, 02, pag. 186.

151 Tale approccio è stato confermato con la recente comunicazione n. 0066209 del 2 agosto 2013 in materia di *trusts* e assetti proprietari, con la quale sono stati rafforzati gli adempimenti informativi cui sono tenuti i *trusts* che detengono partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate italiane, fermo restando che il *trustee* è soggetto passivo dell'obbligo di comunicazione ai sensi dell'art. 120 del Tuf. Nella disciplina dell'OPA obbligatoria, la qualificazione di una fattispecie in termini di *detenzione indiretta per interposta persona di una partecipazione rilevante* (art. 105, comma 2, del Tuf) non sembra costituire un elemento differenziante laddove le fattispecie interpositorie possono comunque essere ricondotte nell'azione di concerto e nelle relative fattispecie presuntive ai sensi dell'articolo 101-bis, comma 4-bis, del Tuf, cfr. Appello Milano 22 marzo 2012, n. 1602; nonché, nel medesimo senso, l'applicazione fatta dalla Consob con il comunicato del 18 dicembre 2002, relativo alla vicenda *Mediobanca/FondiarisaI*.

152 La giurisprudenza ha pacificamente riconosciuto l'impiego delle presunzioni nel procedimento di vigilanza e sanzionatorio della Consob, a condizione che gli indizi acquisiti siano gravi, precisi e concordanti, cfr., ad esempio, TAR Lazio, sentenza n. 10709/2002; TAR Lazio, sentenza n. 7374/2006; Corte d'Appello di Milano, decreto del 5/28 febbraio 2003; Corte d'Appello di Torino, decreto del 5 marzo 2003; Corte di Appello di Roma, decreto n. 50519/2007.

153 L'allegato I del citato regolamento qualifica le nozioni di "controllo" e "controllo congiunto" come definizioni funzionali a quelle, ivi contenute, di "parte correlata" e di "operazioni con parti correlate". Si veda la Parte II per una illustrazione delle modifiche alla nozione di controllo introdotte con il principio IFRS10.

plina contabile che per la disciplina della trasparenza e della correttezza sostanziale e procedurale di cui trattasi¹⁵⁴.

Secondo tale definizione, il controllo consiste nel "*potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un'entità al fine di ottenerne benefici dalla sua attività*", mentre il controllo "congiunto" è definito quale "*condivisione, stabilita contrattualmente, del controllo su un'attività economica*"; sono poi indicate alcune fattispecie presuntive, fra le quali "*il potere di nominare o di rimuovere la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione*", nonché "*il potere di esercitare la maggioranza dei diritti di voto nelle sedute del consiglio di amministrazione*". A differenza della definizione di controllo quale potere di esercitare un'*influenza dominante*, il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali della società partecipata è una nozione qualitativamente differente, poiché è incentrata sull'idea di ingerenza nella gestione, prescindendo dalle modalità con le quali tale potere si manifesta e, quindi, dall'esercizio del voto in assemblea ordinaria; peraltro, il controllo rilevante agli effetti della disciplina delle "OPC" include l'elemento soggettivo come fine specifico e qualificante del potere esercitato ("*al fine di ottenerne benefici dalla sua attività*")¹⁵⁵.

La Consob ha successivamente chiarito che la valutazione della singola società è particolarmente importante per stabilire se un soggetto sia in grado di esercitare il controllo, anche congiunto, sulla società stessa. Per tale ragione, non si è previsto in termini generali ed astratti in quali casi uno o più aderenti a un patto parasociale debbano essere considerati parti correlate. Premesso che la mera partecipazione a un patto non comporta di per sé che il pattista sia parte correlata dell'emittente, si è ritenuto che tale qualificazione possa ricorrere per il singolo pattista qualora, per le specifiche caratteristiche del patto, sia possibile riscontrare un controllo (individuale o congiunto) così come è definito nel regolamento in esame¹⁵⁶. Conseguentemente, la sussistenza del controllo (anche congiunto con altri pattisti), alla luce del potere di determinare (o di contribuire a determinare) le politiche finanziarie e gestionali della società o, rispettivamente, di partecipare alla loro determinazione, viene valutata con riguardo al singolo soggetto aderente ad un patto parasociale. Pertanto, la semplice partecipazione a un patto, dal quale derivi in capo a uno o più soggetti il potere di esercitare il controllo sulla società, non comporta automaticamente l'attribuzione della qualità di parte correlata della società stessa in capo a tutti i pattisti.

Nell'ambito della medesima disciplina, la Consob ha previsto, inoltre, l'obbligo per i consigli di amministrazione delle società di adottare le procedure che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate, individuando regole con riguardo alle ipotesi in cui la società

154 Cfr. documento di consultazione Consob del 3 agosto 2009. La disciplina in materia di relazioni finanziarie prevede infatti che la relazione intermedia sulla gestione contenga informazioni sulle *operazioni rilevanti con parti correlate* (art. 154-ter, co. 4, Tuf), il cui contenuto è determinato dalla Consob (art. 154-ter, co. 6, Tuf).

155 In questo senso, cfr. P. Ferro Luzzi, *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, pag. 328 e ss.

156 Cfr. comunicazione n. DEM/10078683 del 24 settembre 2010.

"esamini o approvi operazioni di società controllate, italiane o estere", ai sensi dell'art. 4, comma 1, lettera d), e art. 5, comma 1, del citato regolamento.

In via interpretativa, la Consob ha chiarito che per "l'individuazione delle controllate indicate nell'art. 2391-bis del codice civile si fa riferimento alla nozione di controllo prevista dall'art. 2359 del codice civile e non alla definizione rilevante per l'individuazione delle parti correlate, contenuta nell'Allegato n. 1 al Regolamento e mutuata dai principi contabili internazionali vigenti alla data di entrata in vigore del Regolamento: tale precisazione può assumere rilevanza in quanto si ritiene che la definizione civilistica faccia riferimento al solo controllo individuale; al contrario, la definizione contenuta nel citato Allegato 1 contiene un espresso riferimento al controllo congiunto"¹⁵⁷.

Conclusioni

PARTE QUARTA

La nozione di controllo dettata dall'art. 2359, in virtù dell'ampio richiamo che ne è fatto all'art. 93 del Tuf è divenuta la norma di riferimento anche per l'applicazione della disciplina in materia di trasparenza degli assetti proprietari, sollecitazione del pubblico risparmio, OPA, *corporate governance* e informativa *price sensitive*¹⁵⁸.

Entrambe le definizioni di controllo fornite dall'art. 2359 c.c. e dall'art. 93 del Tuf, come illustrato in precedenza, si incentrano sul concetto di *influenza dominante*. L'influenza dominante, infatti, rappresenta il comune denominatore di tutte le ipotesi del controllo, di diritto e di fatto, interno o esterno individuate sia nel codice civile che nel Testo unico della finanza.

Dopo gli interventi di riforma del 1974 e del 1991, l'attuale versione dell'art. 2359 c.c., non ha più subito alcuna rivisitazione e lo stesso art. 93 del Tuf non ha subito modificazioni a partire dal 1998. Quindi, l'attuale disciplina domestica non riflette, se non marginalmente, l'ampia e profonda evoluzione del quadro normativo che, invece, si è registrata a livello comunitario nell'ultimo decennio, soprattutto in materia di diritto dei mercati mobiliari e delle società quotate. Infatti, nel lavoro è stato evidenziato come la definizione di controllo contenuta nell'art. 93 del Tuf riproduca sostanzialmente quella dettata dall'articolo 26 del d.lgs. 9 aprile 1991, n. 127 in tema di consolidamento dei conti, la cui portata applicativa, però, risulta oggi

¹⁵⁷ In questo senso la citata comunicazione n. DEM/10078683.

¹⁵⁸ Cfr., tra gli altri, gli artt. 95, comma 2, 101-bis, comma 4-bis, lett. b) e c), 106, comma 5, 114, commi 1, 2, 5, e 7, 115, comma 1, 121, comma 3, 122, comma 4, lett. d), 132, commi 2 e 3, 148, comma 2, 150, comma 1, 151, commi 1 e 2, 151-bis, commi 1 e 4, 151-ter, commi 1 e 4, 152, comma 1 e art. 165-ter, comma 2, del Tuf che richiamano la nozione di controllo. Per un'illustrazione puntuale del contenuto delle norme in esame si veda la nota 1.

fortemente ridimensionata, dato che per le società quotate l'individuazione dell'area di consolidamento è regolata dai principi contabili internazionali, introdotti nell'Unione europea con il regolamento (CE) n. 1606/2002.

Il lavoro ha messo in evidenza come la scelta del legislatore di individuare nell' "influenza dominante" il fulcro dell'intera normativa abbia determinato significativi problemi applicativi della disciplina sugli emittenti dettata dal Tuf, poiché le norme primarie non forniscono una definizione di influenza dominante e l'individuazione di tale situazione è destinata, quindi, a concretizzarsi mediante il ricorso ad una profonda attività interpretativa.

Anche in dottrina non esiste una piena univocità circa il significato da attribuire al concetto di influenza dominante e il dibattito è diventato più articolato e complesso alla luce delle novità introdotte con la riforma del diritto societario del 2003, che ha introdotto la disciplina della direzione e coordinamento e ha definitivamente escluso poteri gestori in capo all'assemblea.

Il lavoro mostra come il concetto di *influenza dominante* sia stato fonte di criticità sul piano applicativo, con rilevanti conseguenze per ciò che riguarda la certezza degli obblighi di *compliance* degli operatori e dell'effettiva trasparenza degli assetti di controllo delle società quotate. Infatti, si è mostrato come la Consob sia stata più volte chiamata a pronunciarsi in merito a casi concreti al fine di valutare la sussistenza o meno di una situazione di controllo¹⁵⁹.

In tali occasioni, la Consob ha avuto modo di affermare il principio secondo cui l'influenza dominante si manifesta, mediante l'esercizio del voto in assemblea ordinaria, nel potere di nominare e revocare la maggioranza degli amministratori o di determinare, anche attraverso l'approvazione annuale del bilancio d'esercizio, un generale indirizzo della gestione. Nell'impostazione assunta dalla Consob - tenuto conto che l'art. 93 del Tuf esclude l'ipotesi del controllo esterno basato su contratti di natura commerciale - il potere di nomina e di revoca della maggioranza degli amministratori rappresenta lo strumento fondamentale attraverso il quale è possibile influenzare le decisioni assunte dall'organo di amministrazione che riguardano la gestione della società.

Alla luce dei problemi interpretativi ed applicativi che ha posto l'attuale definizione di controllo, nonché tenendo conto degli sviluppi legislativi intercorsi negli anni soprattutto a livello comunitario, ai fini di promuovere un dibattito sul tema, potrebbe essere opportuno riflettere su possibili revisioni normative che portino a individuare criteri e circostanze più puntuali per l'accertamento del controllo. A tal fine, sembrerebbero possibili due opzioni alternative.

La prima sarebbe quella di prevedere un rinvio alla definizione dettata dagli IAS/IFRS, in modo tale da avere, a differenza di quanto oggi accade, un'unica definizione di controllo per le società quotate, valevole sia ai fini della redazione dei conti

¹⁵⁹ La Consob è intervenuta tramite diverse comunicazioni. Particolare importanza, tra queste ultime, assume la comunicazione n. DEM/3074183, del 13 novembre 2003, poiché, come ampiamente illustrato nel lavoro, in essa sono stati definiti alcuni criteri per l'accertamento del controllo di fatto.

consolidati sia ai fini dell'applicazione di tutte le norme in materia di trasparenza degli assetti proprietari, informativa *price sensitive*, *corporate governance* e obblighi di OPA. Tale soluzione potrebbe comportare, però, significativi inconvenienti rispetto all'obiettivo ultimo di creare un quadro normativo più certo ai fini dell'applicazione dell'intera disciplina degli Emittenti dettata dal Tuf¹⁶⁰. Infatti, la ragione principale per cui non sembra opportuno il rinvio alla definizione IAS/IFRS risiede nella loro stessa struttura, c.d. *principle based*, che riflette un sistema giuridico diverso rispetto alla tradizione normativa del diritto interno¹⁶¹ e che lascia significativi margini di apprezzamento alle Autorità di vigilanza.

La seconda opzione, che appare preferibile, è invece quella di mantenere una definizione di controllo autonoma rispetto a quella dettata dagli IAS/IFRS, ma il cui ambito di operatività sia definito avendo esclusivamente a riferimento la trasparenza informativa al mercato¹⁶². La scelta di prevedere due definizioni diverse trova giustificazione oltre che nella circostanza sopra riportata, anche nel fatto che l'informativa al mercato richiede una definizione di controllo che minimizzi i tempi necessari per risolvere l'eventuale incertezza sull'identità del soggetto controllante, poiché la tempestività nell'informazione è presupposto necessario per assicurare il corretto processo di formazione dei prezzi degli strumenti finanziari¹⁶³. Questa esigenza può essere, invece, meno rilevante rispetto alla finalità di redazione dei conti consolidati, poiché interventi interpretativi di una certa complessità possono essere compatibili con la tempistica di redazione dei documenti contabili e con la successiva attività di *enforcement* delle Autorità.

160 Un altro aspetto critico è legato al fatto che mentre i principi contabili internazionali si applicano solo alle società che fanno appello al mercato del capitale di rischio, l'art.93 del TUF si applica, ad esempio, anche a società non quotate che abbiano rilevanti partecipazioni in quotate.

161 Cfr. L.A. Bianchi, Note sulla nozione di controllo, op. cit., pag. 230, secondo cui vi sarebbero "difficoltà di ricondurre il corpus dei principi contabili internazionali ad un "sistema", nella sua tradizionale accezione giuspositivistica.....detto corpus appare il frutto di un approccio regolamentare caratterizzato da minimalismo concettuale e, di converso, da pragmatismo applicativo, entrambi sostanzialmente estranei alla nostra tradizione normativa".

162 Si tratta peraltro di una soluzione adottata negli ordinamenti di tutti i principali paesi europei (nel senso che la definizione di controllo ai fini della disciplina sull'intermediazione mobiliare è diversa da quella dettata dagli IAS/IFRS; si vedano anche le note 31-33 per un'analisi comparatistica sul tema con riferimento a Francia, Germania e Regno Unito).

163 Si prenda, ad esempio, il caso del rispetto degli obblighi di diffusione al mercato di informazioni *price sensitive* di cui all'art. 114, comma 1, che riguarda l'emittente quotato e le società controllate. Si tratta di un adempimento che può investire un singolo emittente con una frequenza potenzialmente molto elevata nel corso dell'anno e dunque è necessario che la definizione di controllo sia il più possibile puntuale ed esente dalla necessità di interventi interpretativi da parte dell'Autorità di vigilanza che possono richiedere un arco temporale non breve, nelle more del quale non è possibile garantire un corretto flusso informativo al mercato. Analoga esigenza di certezza nella definizione di controllo e di minimizzazione dei casi in cui è necessario un intervento interpretativo, può essere richiesta per applicare efficacemente i poteri assegnati alla Consob al fine di vigilare sulla correttezza dell'informazione al pubblico, e che si concretizzano nella richiesta alle società quotate e ai soggetti controllanti di notizie e documenti (art. 115, comma 1) ovvero nella richiesta di pubblicazione degli stessi se necessari per l'informativa al pubblico (art. 114, comma 5). Sebbene, nell'eventuale incertezza sull'identità del soggetto controllante, tali poteri siano esercitabili anche nei confronti di chiunque detenga una partecipazione rilevante o aderisca ad un patto parasociale, è più efficiente e meno costoso per il mercato indirizzare nella maniera più mirata possibile le richieste verso il soggetto ritenuto controllante, essendo tale soggetto, più verosimilmente, in grado di corrispondere in modo esaustivo a tali richieste informative. Una situazione analoga si pone in relazione all'informativa sul soggetto controllante da riportare nel prospetto informativo nelle operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio, là dove la risoluzione di eventuali incertezze collegate con una definizione troppo ampia del concetto di controllo può richiedere interventi interpretativi non compatibili con i tempi dell'istruttoria, e alla vigilanza sul rispetto degli obblighi di correttezza cui sono tenute le società controllate dall'emittente nella fase di svolgimento dell'offerta (art. 95, comma 2).

Se, dunque, si optasse per una rivisitazione della definizione di controllo seguendo la seconda ipotesi ora illustrata, ai fini di avviare una discussione sul tema, si potrebbero prospettare alcune aree di possibile intervento: 1) per ciò che riguarda il controllo di fatto interno, si potrebbe valutare la possibilità di declinare il concetto di influenza dominante introducendo un riferimento esplicito al potere di nomina e revoca della maggioranza dei membri dell'organo di amministrazione; 2) si potrebbe valutare l'introduzione di una definizione di controllo interno plurimo congiunto, quantomeno con riferimento ad alcuni aspetti della disciplina sull'informativa societaria che già oggi richiamano tale concetto; 3) si potrebbe riflettere sulla possibilità di disciplinare il controllo esterno derivante da contratti di natura commerciale o da patti parasociali e altri accordi fra soci; 4) si potrebbe, infine, valutare la possibilità di demandare ad una disciplina attuativa l'individuazione di casi esemplificativi o elementi presuntivi che, salva prova contraria, configurano le ipotesi di cui ai punti precedenti.

La prima ipotesi è motivata dall'esigenza di dare un quadro normativo più certo per il mercato, poiché nel lavoro si è documentato come il riferimento esclusivo al concetto di influenza dominante abbia richiesto una rilevante attività interpretativa e posto delicati problemi di accertamento. La declinazione del concetto di influenza dominante con il riferimento alla nomina e revoca degli amministratori è in linea con la Direttiva *transparency*¹⁶⁴ e con la ricostruzione della dottrina e degli orientamenti interpretativi della CONSOB, come ampiamente documentato nel lavoro¹⁶⁵.

Tuttavia, si deve rilevare come la soluzione delineata, per quanto suscettibile di dare punti di riferimento più certi al mercato, non risolve interamente i problemi legati alla necessità di un'analisi delle dinamiche assembleari che portano alla nomina e alla revoca del consiglio di amministrazione, analisi non sempre facile da codificare o esplicitare in regole puntuali, soprattutto tenendo conto della necessità di verificare la presenza di elementi che possano indurre a ritenere che tali dinamiche non siano occasionali, ma siano, invece, frutto di una certa stabilità di comportamenti.

La necessità di ancorare la definizione e le modalità di accertamento del controllo ad un parametro di stabilità pone quindi non pochi problemi rispetto all'obiettivo di declinare nella maniera più circoscritta e puntuale possibile gli eventi oggettivi dai quali si può inferire l'esistenza di un "potere" di nominare e revocare degli amministratori. Infatti, il controllo minoritario può essere strutturalmente "instabile", essendo sempre ribaltabile tramite nuove maggioranze che si possono formare in assemblea. Ciò rappresenta un fatto strutturale, connaturato nella contendibilità e potenziale modificabilità degli assetti di controllo della società. Come argomentato nella citata Comunicazione Consob del 2003, "se, per il solo fatto – sempre possibile – che il controllante possa in futuro essere messo in minoranza, si ritenesse non configurabile un controllo di fatto, si perverrebbe ad una sostanziale

164 Si veda, in particolare, la discussione al par. 2 della Parte I.

165 Si tratta di una proposta in linea anche con le scelte fatte nell'ambito del Testo Unico Bancario, che, all'art. 23, comma 2, prevede una nozione di controllo in cui si considera esistente l'influenza dominante là dove ricorrono una serie di condizioni più puntuali, fra cui il potere di nomina e revoca degli amministratori.

abrogazione di tale fattispecie normativa". Da questo punto di vista, la nomina degli amministratori, quale indice esteriore del controllo, è un dato di fatto che non può essere messo in discussione da comportamenti di terzi, possibili ma non verificatisi, che avrebbero potuto portare ad esiti assembleari diversi¹⁶⁶.

Esiste dunque una strutturale divergenza fra l'esigenza di adottare un parametro di stabilità, che richiede necessariamente di prendere a riferimento un orizzonte temporale non breve, e quella di tenere conto di un dato di fatto "istantaneo", quale la nomina della maggioranza degli amministratori, fatto rispetto al quale può sorgere una legittima esigenza di "accertamento" di una situazione di controllo da parte degli operatori di mercato.

Una possibile soluzione volta a contemperare le due istanze potrebbe essere quella di qualificare come controllante, fatta salva ovviamente la prova contraria, colui che è stato in grado di nominare la maggioranza dei componenti dell'organo di amministrazione ma solo decorso un certo arco temporale durante il quale non intervenga la revoca di tali amministratori da parte di altri soci. Tale arco temporale potrebbe essere individuato, in linea di massima, in un anno, cioè nell'intervallo di tempo che normalmente decorre fra l'assemblea in cui un soggetto riesce a nominare la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione e la successiva assemblea di approvazione del bilancio¹⁶⁷. L'introduzione di una presunzione di controllo basata su un tale meccanismo terrebbe dunque conto di un necessario elemento di stabilità e, allo stesso tempo, semplificherebbe e darebbe maggiore certezza alla fase di accertamento.

Una soluzione alternativa potrebbe essere, invece, quella di individuare il soggetto controllante nel socio che è riuscito a nominare la maggioranza dei componenti del consiglio di amministrazione, a patto, tuttavia, che ciò non sia il frutto di un evento occasionale e dunque che si sia in presenza di una dinamica caratterizzata da sufficienti elementi di stabilità. Rispetto a questa esigenza, là dove esista una storia assembleare contraddistinta da una certa continuità degli assetti azionari, la stabilità si potrebbe inferire dal fatto che lo stesso soggetto è riuscito con regolarità a nominare la maggioranza degli amministratori (ad esempio, nelle ultime due assemblee); là dove, invece, non esista una storia assembleare confrontabile nel tempo da prendere a riferimento, perché tale soggetto per la prima volta riesce a nominare gli amministratori ovvero perché le assemblee passate non sono confrontabili per effetto di mutamenti significativi degli assetti azionari, la stabilità potrebbe essere inferita dall'effettiva capacità del soggetto di determinare in maniera unilaterale gli esiti assembleari¹⁶⁸, alla luce dall'entità della sua partecipazione, della polverizzazione

166 Sul punto si veda B. LIBONATI, *Diritto Commerciale*, op. cit., pag. 272-273.

167 Si tratta di un'ipotesi che, per alcuni versi, riflette l'impostazione della direttiva 2013/34/UE, là dove si prevede l'obbligo del consolidamento nel caso in cui la maggioranza degli amministratori sia stabile per almeno due esercizi consecutivi (quello relativo all'esercizio di riferimento per il consolidato e quello precedente).

168 Come illustrato nella Parte III, questa impostazione riflette, per certi versi, il dettato della direttiva 2013/34/UE, relativa all'obbligo di redazione del bilancio consolidato, là dove, ai fini dell'assolvimento di tale obbligo, identifica come controllante la società che ha nominato la maggioranza degli amministratori (in carica durante l'esercizio di riferimento e nell'esercizio precedente, e sino alla redazione del bilancio consolidato) "in virtù del solo esercizio dei suoi diritti di voto".

delle altre partecipazioni e dall'usuale grado di assenteismo, appurando cioè che l'esito della votazione non sia dipeso da circostanze contingenti o dal concorso di più volontà indipendenti ma nessuna di per sé sufficientemente autonoma nel determinarne l'esito.

Il vantaggio di questa seconda soluzione è quello di dare immediata certezza al mercato sull'identità del soggetto controllante, mentre lo svantaggio è dato dal fatto che può non essere semplice codificare le modalità precise di accertamento delle vicende assembleari al fine di valutare la presenza del requisito della stabilità, ovvero qualificare una certa partecipazione come tale da conferire un effettivo potere di determinare in maniera stabile e unilaterale le decisioni assembleari.

Le due soluzioni prospettate potrebbero, comunque, non essere necessariamente alternative. Infatti, se la norma primaria si limitasse ad un generico richiamo al potere di nomina e revoca della maggioranza degli amministratori, la disciplina attuativa potrebbe coniugare i due approcci, nel senso che qualora il criterio dell'unilateralità o della storia assembleare non consenta una valutazione sufficientemente solida in merito al requisito della stabilità, si farebbe ricorso al criterio della stabilità temporale.

In merito al secondo punto, e cioè alla disciplina del controllo interno plurimo congiunto, l'ipotesi delineata trova la sua ragione principale nella necessità di risolvere l'ambiguità, insita nell'attuale formulazione del Tuf, per cui alcune norme in materia di patti e di OPA evocano la nozione di controllo congiunto, e alla stessa scelta di incentrare la definizione di controllo sul potere di nomina e revoca degli amministratori. Infatti, tale potere può spettare congiuntamente a più di un soggetto, per effetto, ad esempio, di accordi o patti parasociali che non prevedono una posizione di supremazia di un socio rispetto ad altri.

Un aspetto da valutare riguarda la compatibilità dell'introduzione della fattispecie del controllo congiunto con la direttiva *transparency* (direttiva 2004/109/CE, modificata dalla direttiva 2013/50/UE).

Infatti, la direttiva reca una definizione di impresa controllata il cui tenore letterale sembrerebbe fare riferimento esclusivamente al controllo solitario¹⁶⁹, sebbene il controllo congiunto sia comunque previsto all'art. 10, par. 1, lett. a), che impone l'obbligo di notifica di una partecipazione rilevante anche in capo a un persona fisica o giuridica nella misura in cui i diritti di voto, oggetto della comunicazione, «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».

Più in generale, sembra dubbio ritenere che la direttiva *transparency* escluda la possibilità di prevedere il controllo congiunto, poiché consente, sia pure entro certi limiti, ampie facoltà agli Stati membri di introdurre obblighi aggiuntivi o più restritti-

¹⁶⁹ Si veda il testo della direttiva riprodotto nel par. 2 della Parte I.

vi¹⁷⁰. Tale tesi sembra trovare conferma nella scelta del legislatore francese, il quale, proprio ai fini della disciplina sulle informazioni rilevanti, include nella definizione di controllo l'ipotesi del controllo congiunto¹⁷¹.

Inoltre, si potrebbe argomentare che, poiché la direttiva *transparency* ha ad oggetto solo alcuni aspetti della disciplina relativa agli emittenti, sembrerebbe dubbio ritenere che la stessa direttiva possa limitare i legislatori nazionali nell'adottare una scelta di semplificazione del sistema che si fondi su una definizione unitaria di controllo applicabile a tutte le aree della disciplina emittenti non direttamente o indirettamente coperte dalla *transparency* (quali, ad esempio, l'OPA, i patti di sindacato, i prospetti informativi, gli abusi di mercato, le parti correlate, il voto di lista, etc.) e, comunque, tendenzialmente più allineata agli IAS/IFRS, che, invece, prevedono esplicitamente il controllo congiunto.

Per ciò che riguarda, infine, l'ipotesi relativa alla disciplina del controllo di fatto esterno, essa si giustifica alla luce del fatto che, come illustrato al par. 3 della Parte I, il controllo da contratto può determinare, nella sostanza, una situazione non diversa da quella che si genera in presenza di un controllo di fatto interno. Il verificarsi di una tale situazione può essere un elemento informativo rilevante ai fini di garantire un corretto processo di formazione dei prezzi, poiché la conoscenza dell'identità del soggetto controllore, sia esso un socio o un soggetto formalmente estraneo alla compagine sociale, è un elemento che può incidere sulla valutazione degli operatori sulle prospettive reddituali ed economiche e, dunque, sul prezzo degli strumenti finanziari emessi dalla società.

170 L'attuale art. 3, par. 1, della direttiva *transparency* (come modificato dalla direttiva 2013/50/UE) consente, infatti, agli Stati membri di essere più restrittivi per ciò che riguarda gli obblighi ai quali assoggettare gli emittenti, salvo che per ciò che riguarda la frequenza di pubblicazione delle relazioni finanziarie ("*Lo Stato membro d'origine può assoggettare un emittente ad obblighi più severi di quelli previsti dalla presente direttiva, ma non può imporgli di pubblicare informazioni finanziarie periodiche con una frequenza maggiore rispetto alle relazioni finanziarie annuali di cui all'articolo 4 e alle relazioni finanziarie semestrali di cui all'articolo 5*"). Per ciò che riguarda gli obblighi ai quali assoggettare gli azionisti ai fini della disciplina della *disclosure* delle partecipazioni rilevanti, la direttiva è più restrittiva, ma lascia comunque ampie facoltà agli Stati membri di introdurre obblighi più severi. Il par. 1 *bis* dell'art.3 (inserito dalla direttiva 2013/50/UE) recita infatti "*Lo Stato membro d'origine non può assoggettare un possessore di azioni, o una persona fisica o giuridica di cui agli articoli 10 e 13, ad obblighi più severi di quelli previsti dalla presente direttiva, salvo che: i) definisca soglie di notifica inferiori o aggiuntive rispetto a quelle definite all'articolo 9, paragrafo 1 ed esiga notifiche equivalenti in relazione alle soglie basate sulle quote di capitale; ii) imponga obblighi più severi rispetto a quelli previsti dall'articolo 12; o iii) applichi disposizioni legislative, regolamentari e amministrative adottate in riferimento alle offerte pubbliche di acquisto, alle operazioni di fusione che incidono sulla proprietà o sul controllo di un'impresa, che sono soggette alla vigilanza delle autorità designate dagli Stati membri in conformità all'articolo 4 della direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche di acquisto*". In particolare, il punto *ii*) della norma citata prevede la possibilità per gli Stati Membri di essere più restrittivi proprio sull'art.12, che disciplina le procedure per la notifica delle partecipazioni rilevanti, in cui si richiama il tema del controllo (in particolare, l'art. 12, par. 1, lett. b), prevede che la notifica includa informazioni su "*la catena di imprese controllate mediante le quali i diritti di voto sono effettivamente detenuti*"). Da ultimo, si rileva che lo stesso considerando (12) della direttiva 2013/50/UE conferma il divario fra l'aspirazione del legislatore comunitario ad una disciplina di armonizzazione massima, in tema di partecipazioni rilevanti, e la presa d'atto dell'impossibilità di andare in tale direzione.

171 L'articolo L 233-3 del *Code de Commerce* prevede, infatti, che ai fini dell'applicazione delle sezioni II e IV del Libro II, Titolo III, Capitolo III (cioè le Sezioni rubricate "*Des notifications et des informations*" e "*Des participations réciproques*"), due o più persone che agiscono di concerto sono considerate come "controllanti congiunti" ove determinino in fatto le decisioni dell'assemblea degli azionisti ("*Pour l'application des mêmes sections du présent chapitre, deux ou plusieurs personnes agissant de concert sont considérées comme en contrôlant conjointement une autre lorsqu'elles déterminent en fait les décisions prises en assemblée générale*").

Nel lavoro si è infatti evidenziato come i rapporti commerciali fra imprese possano determinare situazioni in cui una società risulti potenzialmente eterodiretta da soggetti estranei alla compagine sociale e in cui tali soggetti possono avere accesso ad informazioni riservate e *price sensitive* oppure possono in concreto determinarne gli equilibri di *governance* e gli indirizzi gestionali, anche laddove vi sia un socio che abbia la maggioranza assoluta dei voti.

Tuttavia, l'ipotesi appena prospettata non è esente da aspetti critici e problematici, soprattutto sul piano applicativo.

Infatti, ai fini di una semplificazione probatoria, si dovrebbero definire degli indici presuntivi al ricorrere dei quali si avrebbe una situazione di controllo di fatto esterno (una presunzione relativa che ammetterebbe la prova contraria), ad esempio, in presenza di determinati contratti tra imprese (quali ad esempio l'esclusiva di vendita, la somministrazione di beni prodotti in regime di monopolio, l'agenzia, ecc.) ovvero là dove la quota del fatturato di un'impresa che dipende dagli ordini di un'altra impresa superi una certa percentuale o ancora là dove vi siano contratti di finanziamento con clausole particolari (cosiddetti *covenants*) che consentono di fatto al soggetto finanziatore di esercitare un profondo condizionamento sulle scelte gestionali della società debitrice (cosiddetta *lender governance*).

L'aspetto critico è rappresentato dal fatto che tali indicatori e situazioni non si prestano agevolmente ad essere codificati in una disciplina di dettaglio che possa dare elementi di certezza al mercato e che, allo stesso tempo, sia di agevole attuazione da parte dell'Autorità di vigilanza.

Bibliografia

- AA.VV., *Quaderni di finanza Consob*, n. 29/1998, *Lavori preparatori per il Testo Unico della finanza*
- ABBADESSA P., *I gruppi di società nel diritto italiano*, in A. PAVONE LA ROSA (a cura di), *I gruppi di società*, 1982
- ABBADESSA P., *La competenza assembleare in materia di gestione nella s.p.a.: dal codice alla riforma*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, in *Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010
- ABBADESSA P., *Rapporto di dominio ed autonomia privata nel diritto societario italiano*, in *Banca e Borsa*, I, 1999, pag. 545
- ABRIANI N., *Partecipazione azionaria, categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, in N. ABRIANI, O. CAGNASSO e P. MONTALENTI, *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, vol. 4, *Le società per azioni*, I, 2011
- ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., "La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e "le azioni a voto multiplo", *Quaderni Giuridici CONSOB*, 2014
- ASCARELLI T., *Proprietà e controllo della ricchezza, controllo minoritario*, in *Problemi giuridici*, Milano, 1959, II
- BALZARINI P., SARCONI S. e FILIPPINI A., *Commento agli artt. 25, 26, 27, 28*, in M. BUSSOLETTI (a cura di), *La nuova disciplina dei bilanci di società (commento al d. lg. 9 aprile 1991, n.127)*, Torino, 1995
- BIANCHI L. A., *La nuova definizione di società controllate" e "collegate"*, in M. BUSSOLETTI (a cura di), *La nuova disciplina del bilancio di società (commento al d. lg. 9 aprile 1991, n. 127)*, Torino, 1995
- BIANCHI L. A., *Note sulla nozione di controllo nei principi contabili internazionali IAS/IFRS in materia di bilancio consolidato*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011
- BIANCHI L. A., *Problemi in materia di disciplina dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Riv. soc.*, 2013, 2-3, pag. 420
- BINI M., *La nuova disciplina del controllo nei principi contabili internazionali*, in *Società*, 2011, pag. 1073
- CAMPOBASSO G. F., *Controllo societario e poteri della capogruppo nei gruppi e nei gruppi bancari*, in AA.VV., *I gruppi di società*, II, Milano, 1996
- CAMPOBASSO G. F., *Diritto Commerciale 2 Diritto delle società*, a cura di M. CAMPOBASSO, Torino, 2010
- CAMPOBASSO G. F., *Voto di lista e patti parasociali nelle società quotate*, in *BBTC*, 2003, I, pag. 128
- CANDI A., *Le partecipazioni reciproche dopo la riforma*, in A. AMATUCCI - A. CANDI - F. D'ALESSANDRO - G. FANELLI, *La disciplina dei gruppi di società nella "novella" del 1974*, Milano, 1978

- CARIELLO V., *Controllo congiunto e accordi parasociali*, Milano, 1997
- CATERINO D., *sub art. 122*, in N. ABRIANI – M. STELLA RICHTER JR (a cura di), *Codice Iperattuale Commentato delle Società*, II, Torino, 2010
- CERRATO S. A., *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il "sovrano" ha veramente abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, pag. 145
- CIAN M., *Strumenti finanziari e poteri di voice*, Milano, 2006
- COSTI R., *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. comm.*, 2004, I, pag. 206
- DE ANGELIS L., *Garanzie e controlli in tema di bilancio consolidato*, in AA.VV., *I gruppi di società*, Milano, II, 1996
- DE LUCA N., *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti*, in *BBTC*, 2010, I, pag. 254
- DE LUCA N., *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e proprietà nascosta di azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, I, pag. 312
- DI SABATO F., *Diritto delle società*, Milano, 2005
- DONATIVI V., *I "confini" del controllo congiunto*, in *Giur. comm.* 1996, I, pag. 553
- DONATIVI V., *Struttura proprietaria e gruppi di "imprese sociali"*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010
- FANELLI G., *Le partecipazioni reciproche dopo la miniriforma del 1974*, in *Giur. Comm.* 1976, I, pag. 177
- FERRI G., *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1956, pag. 35
- FERRI G., *Concetto di controllo e di gruppo*, in *Scritti giuridici*, III, 2, Napoli, 1990
- FERRO LUZZI P. – MARCHETTI P., *Riflessioni sul gruppo creditizio*, in *Giur. comm.*, 1994, pag. 424
- FERRO LUZZI P., *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011
- GALGANO F., *Le istituzioni dell'economia capitalistica*, Bologna, 1976
- GARGANTINI M., *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle S.p.a. quotate*, Torino, 2012
- GRAZIANI A., MINERVINI G., BELVISO U. e SANTORO V., *Manuale di diritto commerciale*, Padova, 2013
- L. ENRIQUES, *Quartum non datur: Appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi" in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *BBTC*, 2005, pag. 166
- LAMANDINI M., *Appunti in tema di controllo congiunto*, in *Giur. Comm.*, I, 1993, pag. 230
- LAMANDINI M., *Il "Controllo" nozioni e "tipo" nella legislazione economica*, Milano, 1995
- LAMANDINI M., *sub art. 23*, in *Testo unico bancario, Commentario* F. BELLI, G. CONTENTO, A. PATRONI GRIFFI, M. PORZIO, V. SANTORO (a cura di), Zanichelli, Bologna, 2003
- LAMANDINI M., *sub Art. 93*, in FRATINI M. – GASPARRI G. (a cura di), *Commentario al Testo Unico della Finanza*, Torino, 2012
- LAMANDINI M., *sub artt. 2359-2359quinquies*, in G. NICCOLINI e A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali, Commentario*, Napoli, 2004
- LENER R., *sub art. 106*, in M. STELLA RICHTER JR (a cura di), *Le offerte pubbliche d'acquisto, Commento agli artt. 101-bis ss. TUF*, Torino, 2011

- LIBONATI B., *Assemblea e patti parasociali*, in *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003
- LIBONATI B., *Diritto commerciale Impresa e società*, Milano, 2005
- LIBONATI B., *Il gruppo insolvente*, Firenze, 1981
- MARCHETTI P., *Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*, in *Riv. soc.*, 1992, I, pag.1
- MAUGERI M., *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, pag. 336
- MAUGERI M., *Formazione del gruppo e diritti dei soci*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2007, pag. 354
- MEO G. *Le società di capitali. Le società con azioni quotate in borsa*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da M. BESSONE, vol. XVII, Torino, 2002
- MIOLA M., *Le garanzie intragruppo*, Napoli, 1993
- MIOLA M., *sub art. 93*, in *Testo Unico della Finanza (d. lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, *Commentario*, diretto da G. F. CAMPOBASSO, Torino, 2001
- MONTALENTI P., *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, pag. 317
- MONTALENTI P., *Le società per azioni*, in N. ABRIANI, S. AMBROSINI, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI, *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, vol. 4, I, 2011
- MUCCIARELLI G., *sub art. 93*, in P. MARCHETTI e L. A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 199, I
- NOTARI M. – BERTONE J., *sub art. 2359*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008
- NOTARI M. –GIANNELLI A., *Art. 2346, 6° comma*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. MARCHETTI – L.A. BIANCHI – F. GHEZZI – M. NOTARI, Milano, 2008
- NOTARI M., *La nozione di <<controllo>> nella disciplina antitrust*, Milano, 1996
- OLIVIERI G., *Il bilancio consolidato*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO – G. B. PORTALE, vol. VII, tomo 1, Torino, 1994
- PASQUARIELLO C., *sub art. 93*, in F. VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F.*, Torino, 2012, t. 1
- PASTERIS C., *Il controllo nelle società collegate e la partecipazione reciproca*, Milano, 1957
- PAVONE LA ROSA A., *Le società controllate – I Gruppi*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G. E. COLOMBO e G. B. PORTALE, *Azioni Gruppi*, Torino, 1991, 2**
- PAVONE LA ROSA A., *Tipologia dei vincoli di controllo e dei gruppi societari*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo – G. B. Portale, Torino, 1994, 1
- PICARDI L., *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni*, Milano, 2013
- PORTALE G. B., *La società quotate nelle recenti riforme (note introduttive)*, in "La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio", Firenze, 14 dicembre 2006
- RESCIO G. A., *Gli strumenti di controllo: i patti di sindacato*, in *Proprietà e controllo dell'impresa: il modello italiano stabilità o contendibilità?*, Milano, 2008
- RICCIARDIELLO E., *La nuova disciplina in materia di sollecitazione delle deleghe di voto: inizia la stagione italiana dei proxy fights?*, in *Giur. comm.* 2012, I, pag. 151
- RIMINI E., *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002

- RIMINI E., *Il controllo contrattuale: spunti per una riflessione*, in AA.VV., *I gruppi di società, Atti del convegno internazionale di studi*, Milano, 1996, III
- SACCHI R., *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della direttiva azionisti*, in AA.VV., *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011
- SACCO GINEVRI A. e SBARBARO F. M., *La transizione dalla golden share nelle società privatizzate ai poteri speciali dello Stato nei settori strategici: spunti per una ricerca*, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, 2013
- SALIMEI P. M., *Commento all'art. 93*, in C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria, Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998
- SANTAGATA R., *Autonomia privata e formazione dei gruppi nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA e G. B. PORTALE, 3, Torino, 2007
- SBISÀ G., *Società controllate e società collegate*, in *Contr. Impr.*, 1997, pag. 344
- SBISÀ G., *Società e imprese controllate nel d.l. 9 aprile 1991 n. 127*, *Riv. soc.*, 1992, pag. 925
- SCOGNAMIGLIO G., *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, 1996
- SECONDO R., *L'attuazione della direttiva "record date": profili di criticità e soluzioni interpretative*, in *Il Nuovo diritto delle Società*, n. 2-3, 2011
- SICILIANO G., *La regolamentazione dei trasferimenti del controllo e delle acquisizioni di società quotate. Efficienza economica e protezione degli azionisti di minoranza*, in *Banca impresa società*, 1997, pag. 346
- SPAVENTA L., *Sulla legittimità della struttura di un progetto di alleanza internazionale con assunzione di partecipazioni reciproche*, in *Giur. comm.*, 2000, I, pag. 186
- SPOLIDORO M. S., *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in *Riv. soc.*, 1995, pag. 466
- STELLA RICHTER JR. M., *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in E. GABRIELLI – R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, 1, 2011
- TOMBARI U., *Riforma del diritto societario e gruppo di imprese*, in *Giur. comm.*, I, 2004, pag. 61
- VOLPE L., *sub art. 93*, in G. ALPA – F. CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, t. 2, Padova, 1999, pag. 872
- WEIGMANN R., *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. COLOMBO – G. B. PORTALE, 1993

Recenti pubblicazioni

- 8** – giugno 2015
Quaderni giuridici
Il controllo societario nel Testo unico della finanza.
Problemi e prospettive di riforma
G. Mollo, D. Montesanto
- 82** – maggio 2015
Quaderni di finanza
Financial disclosure, risk perception and investment choices.
Evidence from a consumer testing exercise
M. Gentile, N. Linciano, C. Lucarelli, P. Soccorso
- 7** – maggio 2015
Quaderni giuridici
Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate.
Aspetti comparatistici e linee evolutive
S. Alvaro, D. D'Eramo, G. Gasparri
- 81** – aprile 2015
Quaderni di finanza
Proxy advisors and shareholder engagement
Evidence from Italian say-on-pay
M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre
- 80** – marzo 2015
Quaderni di finanza
The impact of high-frequency trading on volatility
Evidence from the Italian market
V. Caivano
- 79** – dicembre 2014
Quaderni di finanza
The liquidity of dual-listed corporate bonds
Empirical evidence from Italian markets
N. Linciano, F. Fancello, M. Gentile, M. Modena
- 78** – luglio 2014
Quaderni di finanza
Financial architecture and the source of growth.
International evidence on technological change
L. Giordano, C. Guagliano
- 6** – luglio 2014
Quaderni giuridici
La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico italiano
S. Alvaro
- 77** – giugno 2014
Quaderni di finanza
Real-time evaluation of GDP in some Eurozone countries
C. Guagliano, C. Mantovani

- 76** – febbraio 2014
Quaderni di finanza Say-on-pay in a context of concentrated ownership.
 Evidence from Italy
M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre
- 75** – gennaio 2014
Quaderni di finanza Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy.
 An empirical analysis
M. Bianchi, A. Ciavarella, L. Enriques, V. Novembre, R. Signoretti
- 5** – gennaio 2014
Quaderni giuridici La deviazione dal principio "un'azione – un voto"
 e le azioni a voto multiplo
S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano
- 4** – settembre 2013
Quaderni giuridici I controlli interni nelle società quotate.
 Gli assetti della disciplina italiana e i problemi aperti
G. Gasparri
- 74** – agosto 2013
Quaderni di finanza Real-world and risk-neutral probabilities in the regulation
 on the transparency of structured products
L. Giordano, G. Siciliano
- 3** – aprile 2013
Quaderni giuridici Le linee di azione della Commissione europea in materia
 di *corporate governance* e i riflessi sull'ordinamento italiano
S. Alvaro, B. Lupini
- 2** – febbraio 2013
Quaderni giuridici L'autodisciplina in materia di *corporate governance*.
 Un'analisi dell'esperienza italiana
S. Alvaro, P. Ciccaglioni, G. Siciliano
- 73** – gennaio 2013
Quaderni di finanza The impact of financial analyst reports on small caps prices in Italy
C. Guagliano, N. Linciano, C. Magistro Contento
- 72** – dicembre 2012
Quaderni di finanza Financial contagion during Lehman default and sovereign debt crisis.
 An empirical analysis on Euro area bond and equity markets
M. Gentile, L. Giordano
- 5** – dicembre 2012
Discussion papers Il *trading ad alta frequenza*. Caratteristiche, effetti e questioni di *policy*
*S. Alvaro, V. Caivano, S. Ciccarelli, G. Di Stefano,
 M. Fratini, M. Giliberti, N. Linciano, I. Tarola*
- 1** – novembre 2012
Quaderni giuridici Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza
 nell'organo di amministrazione delle società quotate
S. Alvaro, G. Mollo, G. Siciliano