

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2025

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

ADRIANA ANDREI, ANGELA MARIA AROMOLO DE RINALDIS,
SEBASTIANO BELFI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, BENEDETTA
BONFANTI, ALESSANDRA CAMEDDA, ANDREA CARRISI, GABRIELLA
CAZZETTA, EDOARDO CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANTONIO
DAVOLA, ANGELA GALATO, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO
GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, EMANUELA
MIGLIACCIO, GIANPAOLO PANETTA, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
ELEONORA RAJNERI, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA,
DAVIDE TOCCOLI, VERONICA ZERBA (SECRETARIO DI REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

Rivista
di Diritto Bancario | dottrina
e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Sviluppo sostenibile e azionariato orizzontale. La prospettiva endosocietaria e di mercato.

SOMMARIO: 1. Introduzione – 2. Il fenomeno dell'azionariato orizzontale (c.d. *common ownership*): la fattispecie e gli effetti unilaterali e coordinati nella prospettiva anticoncorrenziale – 3. La prospettiva della *corporate governance*: la sostenibilità interna – 4. La prospettiva endosocietaria della c.d. *common ownership*: i presidi della disciplina sulle operazioni con parti correlate – 5. La prospettiva di mercato: common ownership e azione di concerto – 6. Conclusioni.

1. Introduzione

La fattispecie della c.d. *common ownership* si delinea nelle ipotesi in cui un insieme di soggetti, giuridicamente distinti, viene a detenere una partecipazione rilevante nel capitale di un insieme di società che operano in un medesimo settore¹. Il caso riguarda tipicamente i colossi del risparmio gestito nordamericano che, a ragione dei volumi di risparmio raccolto e gestito, si trovano, *uti singuli*, come azionisti ancorché di minoranza ma di minoranza qualificata nelle medesime società quotate nordamericane. La tipicità della fattispecie risiede nel fatto che nella c.d. *common ownership* tra i soggetti giuridici coinvolti non esistono vincoli né reali né obbligatori assimilabili, ad esempio, ai sindacati di voto. La c.d. *common ownership* è così una situazione di fatto che si viene a creare nel mercato e che tuttavia può avere conseguenze in punto di diritto. Di qui la novità ha sollevato un comprensibile allarme nella più attenta dottrina.

Riprendendo il monito di Immanuel Kant, nella *Critica della ragion pura*, “Il coraggio è la disposizione a sottomettere tutte le paure alla ragione”, con il presente lavoro si intende articolare un percorso che affronti i pericoli del nuovo fenomeno che, partendo da una breve disamina dei profili anticoncorrenziali di cui dà conto la letteratura USA, si snodi nella prospettiva della *corporate governance* e della sostenibilità interna del fenomeno della c.d. *common ownership* nel

¹ Sul tema della *common ownership* nella prospettiva della sostenibilità, si veda nella dottrina italiana L. Enriques, *Sostenibilità, transizione tecnologica, geopolitica, “azionariato universale”*: gli impatti su interesse sociale e conflitto d’interessi, in Riv. Dir. Soc., 2024, p. 703 e ss

diritto interno. In particolare due saranno i punti di indagine: (i) dapprima si intende indagare se, nella prospettiva endosocietaria, guardando ai possibili danni che la singola società possa subire, la disciplina delle operazioni con le parti correlate possa costituire un efficace presidio in ipotesi della c.d. *common ownership*; (ii) da ultimo si intende, nella logica del mercato del controllo societario, indagare la possibilità di sussumere la fattispecie della c.d. *common ownership* nei casi di azione di concerto.

2. Il fenomeno dell'azionariato orizzontale (c.d. common ownership): la fattispecie e gli effetti unilaterali e coordinati nella prospettiva anticoncorrenziale

Come anticipato, la fattispecie della *common ownership* si delinea nelle ipotesi in cui un insieme di soggetti, giuridicamente distinti, viene a detenere una partecipazione rilevante nel capitale di un insieme di società che operano in un medesimo settore.

Tale fenomeno è stato di recente oggetto di studio nella letteratura nordamericana. In particolare, si è analizzato, negli Stati Uniti, il fenomeno delle c.d. “*Big Three*” dei fondi di *asset management* (BlackRock Inc., State Street Corporation e The Vanguard Group Inc.) che, nella loro funzione di investitori istituzionali, hanno operato scelte di investimento (ancorché) autonome (ma tuttavia) nella stessa direzione di mercato, in particolare nei settori industriali quali aereo, telefonico, alluminio e *soft drink*. Ne è così risultata una presenza delle c.d. “*Big Three*” nei medesimi settori, con un posizionamento nei mercati indicati con partecipazioni azionarie in percentuali variabili dal 3% al 7%.

Ma vi è di più. La presenza dei tre colossi del risparmio gestito nordamericano in più società, normalmente ammesse alla negoziazione sui mercati regolamentati, e alcune delle quali appartenenti al medesimo settore di mercato e così in diretta concorrenza tra loro, ha sollevato nella dottrina attente riflessioni sulle potenzialità eversive ed elusive della disciplina a tutela della concorrenza della situazione *de qua*.

Difatti, l'estensione “orizzontale” della composizione dell'azionariato delle società quotate consente alle *Big Three* di esercitare un potere di fatto centralizzato attraverso l'esercizio del

diritto di voto o del diritto di *voice*, ovvero tramite interlocuzioni con il *management* delle società appartenenti al medesimo settore di mercato. Ne risulterebbe che tali investitori istituzionali, nella gestione collettiva del risparmio raccolto presso una miriade di piccoli investitori, vengono a detenere percentuali significative di partecipazioni azionarie in differenti società del medesimo settore concorrenziale con il possibile punto di caduta che l'*engagement* di detti investitori istituzionali finisca per concretizzarsi in un'influenza dominante sulla strategia aziendale delle singole società ma in un'ottica che guarda non alla singola entità giuridica ma all'insieme delle varie società partecipate che operano nel medesimo settore².

Nella letteratura nordamericana si sono individuati due ordini di effetti (i) unilaterali e (ii) coordinati, entrambi potenzialmente elusivi delle norme anticoncorrenziali.

Il primo profilo può rintracciarsi nella possibile pratica di alterare discrezionalmente il prezzo o la quantità di un bene, senza che risponda ad una logica di mercato che valuterebbe l'impatto dell'operazione in termini di perdite rilevanti di profitto. Difatti, nel presupposto della *common ownership*, l'azionista, nelle strategie aziendali, potrebbe non considerare l'effetto sulla singola società ma l'effetto netto tra (i) la perdita che una scelta in punto di prezzo o quantità impiegherebbe in una società in cui detiene una partecipazione e (ii) il possibile beneficio su una società concorrente di cui egualmente risultasse azionista. In altri termini, la *common ownership*, se implica partecipazioni in società concorrenti, consentirebbe a tali azionisti di recuperare eventuali perdite derivanti dal passaggio di un cliente ad una società concorrente di cui sia parimenti azionista³. Si pensi a un ipotetico esempio di *common ownership* nelle società Pepsi e Coca Cola con un possibile passaggio di clienti da una società all'altra a causa di politiche commerciali aggressive.

² J. LUNA, *The Biggest Antitrust Story You've Never Heard*, STAN. GRAD. SCH. OF BUS. (Aug. 6, 2018), <https://www.gsb.stanford.edu/insights/biggest-antitrust-story-youve-neverheard>.

³ Così K. CRAWFORD, *A New Perspective on Common Ownership: considering the Anticompetitive Effects of the ESF Agendam*, 347, *Notre Dame Journal of Law Ethics & Public Policy*, 38 (2024) e E. A. POSNER, F.M. SCOTT MORTON, E.G. WEYL, *A Proposal to Limit the Anticompetitive Power of Institutional Investors*, 81 *Antitrust L-J.* 669 (2017), a pag. 670

Si fa riferimento agli effetti coordinati della *common ownership* nei casi in cui vengono utilizzati i diritti di voto in assemblea e di *governance* nel consiglio di amministrazione per incoraggiare imprese rivali a realizzare azioni coordinate con l'effetto ultimo di ridurre la concorrenza nel mercato di riferimento. In tale prospettiva alcuni studi empirici hanno dimostrato come in caso di *common ownership* di fondi sia frequente la possibilità di influenzare gli argomenti all'ordine del giorno da proporre in assemblea e, in particolare, mostrando di incentivare più la massimizzazione della performance del portafoglio che la massimizzazione dei risultati finanziari della singola società⁴.

In altre parole, è evidente come tale fenomeno abbia rilevanti implicazioni sotto il profilo concorrenziale, per ciò che concerne la disciplina antitrust, poiché gli investitori finanziari, tramite propri rappresentanti nel consiglio di amministrazione, potrebbero esercitare un'influenza sui *competitors*, influenzando le strategie di lungo periodo delle imprese partecipate. Di talché, l'obiettivo per gli amministratori e i *manager* potrebbe non essere solamente quello di massimizzare il valore dell'impresa in cui essi operano, quanto piuttosto quello degli investimenti dei loro azionisti, in relazione alla quota di capitale da essi detenuta.

Il tema, come già anticipato, è stato particolarmente studiato nel diritto nordamericano e i risultati della dottrina non sono univoci.

Da un lato studi teorici ed empirici tendono a confutare vigorosamente gli effetti unilaterali e coordinati della *common ownership*, sul presupposto che, ancorché sia accertata la presenza di medesimi azionisti in più società, gli amministratori rispondono personalmente e collegialmente *prima facie* nei confronti degli azionisti della propria società. Ne risulta che sebbene un'azione nell'ottica della *common ownership* possa avere un risultato neutro, l'operazione deve essere sempre valutata nella prospettiva della propria società. I doveri fiduciari che gravano sugli amministratori per la massimizzazione dei

⁴ In argomento vedi J. HE ET AL, *Internalizing Governance Externalities: The Role of Institutional Cross-Ownership*, 134 *J Fin. Econ.* 400 (2019), a pag. 416 e M. CONDON, *Externalities and the Common Owner*, 95 *Washington Law Review* 1 (2020), v. in particolare pag. 12 su “*Portfolio Maximizing Objective of Common Owners*”.

profitti dei propri azionisti, anche quelli estranei alla *common ownership*, offrono un dato normativo certo di riferimento⁵.

3. *La prospettiva della corporate governance: la sostenibilità interna.*

Sotto il profilo della *corporate governance*, l'azionariato orizzontale, venendo a costituire una situazione di fatto non ascrivibile ad alcun accordo negoziale presenta alcuni rischi in termini di sostenibilità, nella prospettiva preminentemente interna.

Il riferimento è, come noto, alla nota questione dello sviluppo sostenibile dell'impresa. Il termine sostenibilità può, come indagato da autorevole dottrina, assumere infatti due accezioni: la sostenibilità c.d. esterna (o "*environmental sustainability*") e la sostenibilità c.d. interna (o "*social sustainability*")⁶. Con il primo termine, ci si riferisce alla sostenibilità comunemente intesa, ovverosia un'impresa si considera esternamente sostenibile quando le sue esternalità non hanno un impatto negativo sui diritti civili e sugli assetti naturali, ambientali, climatici, sociali, sanitari circostanti. Pertanto, l'attività di impresa non ha implicazioni negative sull'ambiente e il pianeta nel loro insieme, in quanto la società si impegna a non disperdere risorse naturali insostituibili e adotta al contempo comportamenti che non turbano il tessuto sociale antistante.

D'altra parte, invece, per sostenibilità interna si intende sia la sostenibilità dell'impresa in un arco temporale sufficientemente lungo, sia sostenibilità sotto il profilo economico e quindi dell'equilibrio economico-finanziario in genere. È proprio alla sostenibilità interna che si deve guardare in riferimento alla *common ownership* per valutare se tale fenomeno possa avere impatti in un arco sufficientemente lungo sotto il profilo economico e dell'equilibrio economico finanziario.

A tal riguardo, nell'indagine che segue, si prenderà dapprima ad esame il fenomeno *de quo* in una prospettiva endosocietaria al fine di vagliare la tenuta dei presidi di *corporate governance* a difesa dell'interesse delle singole entità giuridiche e degli azionisti non partecipanti all'azionariato orizzontale. A seguire, nel paragrafo

⁵ Sul tema v. T.A. LAMBERT, M. E. SYKUTA, *The Case for Doing Nothing about Institutional Investors' Common Ownership of Small Stakes in Competing Firms*, 13 *V.A. L. & Bus. Rev.* 213 (2019).

⁶ Così per tutti M. STELLA RICHTER *jr*, *Long-termism*, in *Riv. Soc.*, 2021, p. 16 ss.

successivo, nella differente prospettiva del mercato del controllo societario, a tutela del trasferimento del controllo societario attraverso meccanismi equi non in danno ai soci di minoranza non partecipanti all'azionariato orizzontale, si cercherà di indagare la possibile applicabilità della disciplina dell'azione di concerto ai casi di *common ownership*.

4. *La prospettiva endosocietaria della c.d. common ownership: i presidi della disciplina sulle operazioni con parti correlate.*

In una prospettiva endosocietaria mette conto vagliare la tenuta dei presidi di *corporate governance* a difesa dell'interesse delle singole entità giuridiche e degli azionisti non partecipanti all'azionariato orizzontale.

Difatti, i soggetti coinvolti nella *common ownership* potrebbero, a ragione della partecipazione azionaria in società appartenenti allo stesso settore di mercato, trovarsi in una possibile e astratta duplice situazione di conflitto di interessi nell'assunzione.

Da un lato, nella posizione di azionisti, nell'assunzione di deliberazioni assembleari, in sede ordinaria e straordinaria, dove la prospettiva "allargata" della *common ownership* potrebbe portare a decisioni in un'ottica non della singola società ma nell'ottica del paniere di società cui si partecipa. Il tema meriterebbe uno spazio invero ampio di analisi. Ai fini del lavoro che segue, in omaggio al principio della correlazione rischio potere⁷, la discrezionalità dell'azionista trova, in un'ottica interna, il limite dell'abuso del diritto. Tema invero affascinante, che ha coinvolto la dottrina più sofisticata e di cui in questo breve lavoro non si può tuttavia dare conto⁸. Resta invece da indagare la posizione dell'azionista che rientra nella cd. *common ownership* nelle operazioni di trasferimento del controllo; tema trattato nel paragrafo successivo.

Il secondo profilo di conflitto di interessi si presenta astrattamente in sede di consiglio di amministrazione, nei casi i cui i soggetti giuridici

⁷ Così da ultimo I. POLLASTRO, *Il voto condizionato nella società di capitali*, Milano, 2021, passim, ove ampi riferimenti al tema.

⁸ Sul tema cfr. la ricostruzione del dibattito dottrinale di S. BRUNO, *L'iniziativa assembleare dei soci tra business judgment rule e abuso di diritto*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021.

rientranti nell'azionariato orizzontale abbiano eletto amministratori nelle società partecipate. In tale posizione l'amministratore è soggetto ai doveri fiduciari verso la società nel suo insieme, non essendo legittimo un comportamento che risponda alla logica del portafoglio di partecipazioni che l'azionista di cui è espressione abbia sottoscritto per finalità di investimento. In applicazione della disciplina sui doveri degli amministratori di cui all'art. 2392 ss. c.c. l'amministratore indipendente è, infatti, tenuto a perseguire l'interesse della società nel cui consiglio di amministrazione è stato nominato. Sicché in ipotesi di *common ownership* nelle deliberazioni consiliari l'amministratore deve non già perseguire l'interesse sotteso alla *common ownership* (e così personale e recessivo rispetto all'interesse sociale) ma l'interesse della società nel cui consiglio di amministrazione siede.

La circostanza della *common ownership*, difatti, verrebbe a creare una sorta di prossimità tra parti estranee alla singola società – i partecipanti all'azionariato orizzontale – che potrebbe portare a favorire comportamenti opportunistici nell'ottica endosocietaria e così distrattivi di valore rispetto all'interesse della società.

A tal riguardo, mette conto indagare la tenuta, di fronte al nuovo fenomeno, della disciplina delle operazioni con parti correlate⁹, precipuamente orientata al vaglio di deliberazioni endoconsiliari in ipotesi di conflitto di interessi a motivo di legami con soggetti terzi rispetto alla società.

Nel contesto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, le operazioni con parti correlate sono regolate da tre fonti distinte: (i) la norma primaria contenuta nell'articolo 2391-*bis* c.c., che delimita l'ambito di applicazione soggettivo e gli obiettivi perseguiti, nonché i doveri di Consob e degli organi sociali circa la disciplina di queste operazioni; (ii) la regolamentazione secondaria di competenza della Consob e di Banca d'Italia, quest'ultima con riferimento alle società bancarie, rispettivamente con il Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (di seguito

⁹ Sul tema delle operazioni con le parti correlate la bibliografia è invero molto vasta. Si veda, per i temi di interesse nel presente lavoro, V. CARIELLO, *Note minime generali di e sull'ermeneutica della disciplina delle operazioni con parti correlate*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2022, pag. 737 ss. e F. GUERRERA, *Le operazioni sul capitale e straordinarie "con parti coprrelate": aspetti sostanziali e procedurali*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2022, pag. 13 ss.

Regolamento OPC) – delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 (modificato con delibera n. 22144 del 22 dicembre 2021), che tratta i principi generali in relazione ai presidi che nel contesto della competenze decisionali, degli obblighi di motivazione e di documentazione supportano l'operatività con parti correlate ed infine (iii) la fonte privata, ovvero le regole elaborate singolarmente da ciascuna società, tramite la predisposizione di apposite procedure interne.

La disciplina sovra citata conferisce specifiche competenze all'organo gestorio di talché sia assicurata la trasparenza e la correttezza sia formale che sostanziale delle operazioni con parti correlate e vengano al contempo predisposti assetti organizzativi adeguati che garantiscano il rispetto del canone di corretta amministrazione.

La predisposizione delle procedure interne viene affidata alle strutture interne della società, sotto la guida dell'organo amministrativo. La valutazione di adeguatezza di tali procedure è effettuata da un comitato di amministratori indipendenti – il comitato OPC – appositamente costituito che è chiamato ad emettere un parere circa il rispetto delle previsioni di legge, regolamentari e interne alla società in materia di operazioni con parti correlate.

Una prima considerazione da fare riguarda la composizione di detto comitato OPC. Certamente, in sede di costituzione dei comitati endoconsiliari, il presidente del consiglio di amministratori, cui il codice di *corporate governance* riconosce il potere di formazione e di aggiornamento dei comitati pur nel rispetto dei regolamenti dei medesimi comitati deliberati dal consiglio di amministrazione, dovrà attentamente vagliare la provenienza dei singoli consiglieri ed evitare di nominare nel comitato OPC quegli amministratori di nomina dell'azionista che rientra nel fenomeno della *common ownership*, ad evitare fin dalla genesi del comitato OPC gravi situazioni di conflitto di interessi.

Il comitato OPC è tenuto, nei casi stabiliti dalla legge, a redigere un parere nelle operazioni che astrattamente presentano profili di conflitto di interesse in relazione a parti correlate.

La valenza di tale parere è differente a seconda che si tratti di operazione con maggiore o minore rilevanza: nella prima ipotesi, il parere del comitato è vincolante. Pertanto, ove il parere fosse negativo, il comitato non potrebbe approvare la relativa operazione con parti correlate. Il parere deve infatti valutare sia la sussistenza di un interesse

della società alla realizzazione dell'operazione sia la convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni ad essa sottostanti. Ciò significa che l'operazione deve risultare in linea con gli obiettivi strategici della società e non deve risentire degli interessi extrasociali delle parti ad essa correlate.

Per ciò che attiene alla convenienza economica dell'operazione invece, essa si riferisce alle sue condizioni economiche e dunque alla circostanza che siano paramtrate alle condizioni che sarebbero eventualmente pattuite con un soggetto terzo, non correlato. Tale valutazione potrebbe anche richiedere il coinvolgimento di un soggetto terzo indipendente.

Infine, la correttezza sostanziale delle condizioni deve essere valutata con riferimento ai termini normativi e procedurali, ossia sia sotto il profilo procedurale, sia rispetto alle modalità con cui l'operazione è stata predisposta e gestita.

L'esito del parere può consistere anche in un'approvazione dell'operazione ma condizionata a determinati presupposti ulteriori. In tal caso occorrerebbe un'adeguata motivazione circa gli elementi che pregiudicano una valutazione complessivamente positiva.

In questo scenario, l'organo di controllo conserva il proprio ruolo di vigilanza sull'osservanza della legge e dello statuto e sul rispetto, da parte degli amministratori, dei principi di corretta amministrazione. Tuttavia, nel contesto delle operazioni con parti correlate, il dovere di vigilanza non sussiste solo *ex post* ma anche *ex ante*, essendo diretto ad intervenire sulla corretta applicazione della disciplina, prima che l'operazione sia approvata.

È di tutta evidenza che la disciplina delle operazioni con le parti correlate risulta potenzialmente impeditiva di operazioni in cui un amministratore, espressione della *common ownership*, esprimesse il proprio voto non già nell'interesse sociale ma nell'ottica della pluralità di partecipazione riferibili all'azionista di riferimento. Tornando agli esempi utilizzati dalla dottrina nordamericana in materia di concorrenza, se l'amministratore della Pepsi *company*, espressione di un azionista altresì partecipante alla Coca-cola *company*, proponesse un aumento di prezzo o riduzione della quota del mercato che nell'ottica binaria Pepsi/Coca fosse a saldo zero, ma arrecasse invece un danno alla Pepsi *company*, il parere (che si aspetterebbe) fortemente negativo del comitato OPC certamente ostacolerebbe l'operazione.

5. *La prospettiva di mercato: common ownership e azione di concerto.*

Nella prospettiva del mercato del controllo societario, l'azione del socio nella prospettiva della *common ownership* potrebbe sostanziare operazioni elusive della disciplina OPA. Difatti, vuoi nell'ottica della direttiva 2004/25/CE, vuoi nella prospettiva del testo unico della finanza, di cui agli art. 102 ss., il trasferimento del controllo societario deve avvenire senza pregiudizio dei soci di minoranza, cui deve essere riconosciuto, in ipotesi di trasferimento del controllo, un diritto all'*exit* ad un prezzo non punitivo. Il tema ha, nella prospettiva interna, anche profili di tutela costituzionale, posto che l'investimento in azioni è una forma di risparmio cui l'art. 47 Cost. riconosce un'esigenza di protezione molto alta.

Ipotizziamo così che il consiglio di amministrazione della società X deliberi una OPS sulla società Y ai fini del raggiungimento della soglia del 67 % idonea al consolidamento delle società X e Y, anche con benefici fiscali. La deliberazione consigliare dovrà essere approvata dalla assemblea dei soci della società X, cui è rimessa la valutazione dell'interesse all'operazione. In altre parole, i soci in sede collegiale dovranno accettare l'aumento del capitale della società X, con la relativa rinuncia al proprio diritto di opzione *ex* 2441 c.c., al fine di offrire, durante il periodo di offerta delle azioni di cui all'art. 102 t.u.f, azioni della società X agli azionisti della società Y.

Così nell'ottica della *common ownership* immaginiamo i soci Alfa e Beta che siano azionisti vuoi della società X vuoi della società Y. In tale posizione, sebbene astrattamente l'OPS fosse estrattiva di valore per la società X, potrebbe invece comportare un aumento di valore della società XY, risultato del consolidamento e i soci (anche eventualmente investitori istituzionali) Alfa e Beta ne avrebbero al netto un vantaggio rispetto agli azionisti di minoranza di X.

Resta così da indagare se ai fini della tutela del socio di minoranza sia utilizzabile la disciplina sull'azione di concerto¹⁰.

Il fondamento della disciplina dell'azione di concerto è contenuto nell'articolo 101-*bis*, comma 4, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. (di

¹⁰ Sul tema vedi per tutti M. MAUGERI, *Azione di concerto e engagement degli investitori istituzionali*, in *Riv. Soc.*, 2023, pag. 1128 ss. e C. MOSCA, *OPA ed azione di concerto*, in *Riv. soc.*, 2022, pag. 927 ss.

seguito t.u.f.). Di per sé, il termine concertazione è indicativo del comportamento posto in essere dai “concertisti” nel contesto dell’opa obbligatoria. L’idea del concerto qualifica difatti una serie di comportamenti posti in essere congiuntamente da più azionisti di una società quotata e volti ad incidere sul controllo o sulla contendibilità della stessa.

Il fenomeno del concerto presenta un certo dinamismo e trova la sua origine in legami ad intensità variabile e volti a realizzare una pluralità di interessi. Ad ogni modo, l’azione di concerto è evocativa dell’esistenza di un centro di potere da cui promanano gli interessi degli azionisti coinvolti. È infatti insita nella definizione di cui all’articolo 101-bis, comma 4, t.u.f. il presupposto dell’accordo tra una pluralità di azionisti che si coordinano tra loro per “acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un’offerta pubblica di acquisto o di scambio”.

Pertanto, emerge come oggetto della disciplina non sia un qualunque tipo di accordo ma esclusivamente gli accordi volti ad esercitare un’influenza sul controllo dell’emittente. Se da una parte quindi, la disciplina in oggetto pone un onere rilevante sugli offerenti, dall’altro lato, costituisce una forma di tutela per l’interesse degli azionisti di minoranza che subiscono un cambio di controllo. Tuttavia, non è sufficiente il semplice accordo: i soggetti qualificati come “persone che agiscono di concerto” sono coloro che hanno effettuato acquisti di titoli oltre soglia che, ai sensi dell’art. 105 t.u.f., “attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca di amministratori o del consiglio di sorveglianza”. Tale accordo non si estrinseca necessariamente in un vincolo contrattuale tra le parti: è sufficiente anche l’astratta idoneità ad affermare le intenzioni dei concertisti.

Sono, ad ogni modo, considerate persone che agiscono di concerto, secondo quanto previsto dall’articolo 101, comma 4-bis: “a) gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall’articolo 122, comma 1 e comma 5 lettere a), b), c) e d); b) un soggetto, il suo controllante, e le società da esso controllate; c) le società sottoposte a comune controllo; d) una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione, o di sorveglianza o direttori generali”. Tali relazioni, sono tipizzate quali presunzioni assolute di concerto e si identificano, in sostanza, nel

concerto “parasociale”, nel concerto “di gruppo” e infine nel concerto “organico”.

Certamente gli azionisti coinvolti nel fenomeno della *common ownership* potrebbero rientrare nella disposizione appena considerata, soprattutto per le ricadute applicative che si vanno ad esaminare.

L’obbligo conseguente alla disciplina dell’azione di concerto di promuovere l’opa, oltre ad essere subordinato alle soglie prefissate dagli articoli 106 e 108 t.u.f., deve essere compreso alla luce delle finalità previste dal legislatore: la disciplina dell’opa obbligatoria risulta giustificata nelle circostanze in cui l’azione di concerto si concretizzi in una coalizione che si doti del potere di influenzare le scelte dell’emittente. Difatti, la disciplina dell’opa obbligatoria limita l’autonomia privata nelle scelte di acquisto e, di conseguenza, l’obbligo di offerta risulta coerente solo se la detenzione della partecipazione aggregata sia il sintomo di una convergenza di interessi.

Infine, il legislatore nell’ultimo comma dell’articolo 101-*bis* t.u.f. effettua un rinvio alla normativa secondaria, demandando alla Consob, tramite regolamento, l’individuazione dei casi in cui si presume che i soggetti coinvolti siano persone che agiscono di concerto, nonché i casi in cui la cooperazione tra più soggetti non costituisca un’azione di concerto, il tutto ai sensi della nozione di “persone che agiscono di concerto” di cui al comma 4 del medesimo articolo 101-*bis*. Pertanto, la Consob, in quanto titolare della funzione di vigilanza sulle società quotate, ha previsto, nell’art. 44-*quater* del Regolamento emittenti alcune fattispecie di presunzioni semplici di cooperazione rilevanti ai fini dell’individuazione delle persone che agiscono di concerto e al contempo fattispecie che escludono l’applicabilità della disciplina dell’azione di concerto.

Le due ipotesi di azione di concerto disciplinate dall’articolo 44-*quater*, comma 1, lett. a) e b) del Regolamento emittenti sono, da una parte, i soggetti legati da un particolare rapporto di parentela e, dall’altra, un soggetto e i suoi consulenti finanziari per operazioni relative all’emittente. Nel primo caso, sono inclusi tutti “*un soggetto il coniuge, il convivente, gli affini e i parenti in linea retta e in linea collaterale entro il secondo grado nonché i figli del coniuge e del convivente*”. Tale disposizione assume maggior rilievo in un contesto come quello italiano in cui la maggior parte delle imprese sono di stampo familiare.

La presunzione sul consulente finanziario opera invece “ove tali consulenti o società appartenenti al loro gruppo, dopo il conferimento dell’incarico o nel mese precedente, abbiano effettuato acquisti di titoli dell’emittente al di fuori dell’attività di negoziazione per conto proprio effettuata secondo l’ordinaria operatività e a condizioni di mercato”. La situazione in esame è la tipica ipotesi in cui un consulente, per supportare e rafforzare l’azione consigliata al cliente, effettua acquisti finanziari dell’emittente, anche al fine di garantire il successo dell’operazione. Per ciò che concerne la natura di tali acquisti, occorre tener conto di tutti gli acquisti effettuati dall’intermediario che siano imputati al suo portafoglio di partecipazioni e inoltre degli acquisti derivanti dall’attività di negoziazione per conto proprio.

Sul tema di indagine, la tipizzazione dei casi aiuta a capire la *ratio* sottesa alla norma. Evitare, nella disciplina del mercato del controllo societario, interferenza con profili di interesse personali del singolo azionista ed estranee all’interesse della società offerente.

6. Conclusioni

Il lavoro ha così analizzato il nuovo fenomeno della c.d. *common ownership*, provando a vagliare, in un’ottica di sostenibilità interna, la tenuta dei presidi endosocietari e di mercato del controllo societario a tutela delle singole entità societarie coinvolte nei portafogli di partecipazioni azionarie e degli azionisti esterni all’azionariato orizzontale.

I primi risultati, su cui si intende ritornare con uno studio più maturo, sono abbastanza incoraggianti, almeno nel senso di proseguirne lo studio. Potremmo così concludere citando Albert Camus, il filosofo esistenzialista: “In mezzo all’inverno, ho infine imparato che vi era in me un’invincibile estate”.