

STUDI DI RAGIONERIA E DI ECONOMIA AZIENDALE  
Collana diretta da Giuseppe Catturi

SERIE MONOGRAFIE

71

DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E IMPRESA  
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DELLA TUSCIA

PIERRE DI TORO

**STRATEGIA DEL  
CONTROLLO SOCIETARIO  
LA «PROPRIETÀ» DEI GRUPPI AZIENDALI**

*Presentazione di*  
ANTONIO TAJANI



CEDAM

CASA EDITRICE DOTT. ANTONIO MILANI

2011

## PROPRIETÀ LETTERARIA RISERVATA

---

*Copyright 2011 Wolters Kluwer Italia S.r.l.*

ISBN 978-88-13-30854-4

I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica, di riproduzione e di adattamento totale o parziale, con qualsiasi mezzo (compresi i microfilm e le copie fotostatiche), sono riservati per tutti i Paesi.

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5 della legge 22 aprile 1941, n. 633.

Le riproduzioni diverse da quelle sopra indicate (per uso non personale - cioè, a titolo esemplificativo, commerciale, economico o professionale - e/o oltre il limite del 15%) potranno avvenire solo a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da AIDRO, Corso di Porta Romana, n. 108, 20122 Milano, e-mail [segreteria@aidro.org](mailto:segreteria@aidro.org) e sito web [www.aidro.org](http://www.aidro.org)

L'elaborazione dei testi, anche se curata con scrupolosa attenzione, non può comportare specifiche responsabilità per eventuali involontari errori o inesattezze.

---

*Stampato in Italia - Printed in Italy*

---

LCC - Laser Copy Center S.r.l. - Via Livraghi, 1 - 20126 Milano

... al giudizio di  
geniali Autori d'opere uniche.  
*L'Uomo e il Creatore*

## INDICE

PRESENTAZIONE <i>di Antonio Tajani</i> .....	XIII
OGGETTO E METODO .....	XV
Elenco analitico delle aziende esaminate .....	XIX
OBIETTIVI .....	1

### CAPITOLO I

#### CONTROLLO SOCIETARIO

1. COMPOSIZIONE DEL CAPITALE DI RISCHIO E PECULIARITÀ DELLA COMPAGINE SOCIALE	
1.1. Società quotate e azionariato diffuso.....	7
1.2. Assenteismo e frammentazione.....	9
1.3. Azionisti «speciali»	
1.3.1. <i>Situazione di dual class share</i> .....	11
1.3.2. <i>Realtà emittenti e obiettivi perseguibili</i> .....	15
1.3.3. <i>Percentuale strategica d'emissione e rischio di «doppia maggioranza»</i> .....	17
1.3.4. <i>Condizioni d'attrattività e di tutela dell'azionista minore</i> .....	19
1.3.5. <i>Percorsi di conversione delle quote senza voto pieno</i> ....	22
1.3.6. <i>Categorie peculiari di shares «anomale»</i> .....	26
1.3.7. <i>Controllo societario e azioni a voto limitato</i> .....	28
2. «DOMINIO» DELLA SOCIETÀ	
2.1. Riferimenti-guida e disponibilità dei voti.....	29

2.2.	Potere «assoluto» sulla gestione ordinaria	
2.2.1	<i>Controllo diretto e indiretto</i> .....	30
2.2.2.	<i>Principio elettivo</i> .....	30
2.2.3.	<i>Quorum assembleari e controllo societario «di diritto»</i> .....	31
2.3.	Operazioni straordinarie ed influenza qualificata	
2.3.1.	<i>Decisioni plenarie non ricorrenti</i> .....	34
2.3.2.	<i>Deliberazioni assembleari «qualificate» (supermajority provisions)</i> .....	36
2.4.	«Bottom line» relativa e maggioranza di fatto	
2.4.1.	<i>Voti «sufficienti» e pieni poteri</i> .....	39
2.4.2.	<i>«Range» dei livelli partecipativi determinanti il dominio</i> .....	43
2.4.3.	<i>Separazione tra «proprietà» (controllo societario) e «controllo» (del governo aziendale)</i> .....	46
2.4.4.	<i>Influenza notevole</i> .....	51
2.4.5.	<i>Espressione della «volontà relativa» sulle decisioni straordinarie</i> .....	55
2.5.	Criteri di riconoscimento induttivo e sostanziale dell'influenza dominante .....	56
2.6.	«Posizioni di potere» e individuazione del soggetto di controllo.....	58
3.	SOGLIE SENSIBILI	
3.1.	Disclosure delle quote possedute.....	60
3.2.	Correlazione tra livelli partecipativi e prerogative connesse.....	64
4.	«INTRECCI» AZIONARI	
4.1.	Partecipazioni reciproche intragruppo	
4.1.1.	<i>Rischio d'«annacquamento» del capitale</i> .....	84
4.1.2.	<i>Autoperpetuarsi del governo («inquinamento» ed «espropriazione» del voto)</i> .....	85
4.2.	Incroci coinvolgenti una società con azioni quotate.....	87
4.3.	Partecipazioni «triangolari» (reciproche fra gruppi) .....	91
4.4.	Controllo societario e quote incrociate .....	93
	<i>Il caso: l'acquisizione del controllo sul gruppo Olivetti-Telecom Italia da parte dell'Olimpia S.p.a. (2001-02)</i> .....	94

## CAPITOLO II

## ASSETTI PARTECIPATIVI DI GRUPPO

1.	LINEE INTRODUTTIVE ALLA CONFIGURAZIONE DEI GRUPPI AZIENDALI.....	97
2.	ACCOMANDITA COME «SUPER-HOLDING» DI CONTROLLO.....	98
3.	TIPOLOGIE DI CAPOGRUPPO	
	3.1.1. «Scatola vuota» («shell» company).....	102
	3.1.2. Holding «pura».....	105
	3.1.3. Capogruppo «operativa» o «mista» .....	108
4.	SUB-HOLDING	
	4.1. Finanziarie «di secondo livello».....	109
	4.2. Suddivisione delle attività dell'«azienda-gruppo» a livello di sub-holding	
	4.2.1. Organizzazione per funzioni.....	110
	4.2.2. Architettura partecipativa per rami contigui.....	111
	4.2.3. Struttura per settori diversificati (gruppi conglomerati).....	112
5.	LIVELLI GERARCHICI	
	5.1. Gruppi verticali e «piramidali».....	115
	5.2. Incremento dei livelli di controllo societario	
	5.2.1. Costituzione di controllate alla base della struttura ....	117
	5.2.2. Acquisizione di partecipazioni.....	118
	5.2.3. Conferimento di pacchetti azionari .....	121
	5.2.4. Scissione parziale e scorporo totale .....	123
	5.3. Finalità della creazione dei gruppi e della moltiplicazione dei piani gerarchici	
	5.3.1. Leva del rischio .....	130
	5.3.2. Leva azionaria.....	137
	5.3.3. Leva organizzativa.....	153
	5.4. Gruppi orizzontali o con «catena corta».....	159
	5.5. Obiettivi e strategie dell'«erosione» delle piramidi.....	164
	<i>Il caso: gli assetti del gruppo Pirelli (1872-2010) .....</i>	<i>172</i>

## CAPITOLO III

## ALLEANZE PARASOCIALI AD AZIONARIATO CHIUSO

1.	«COALIZIONI AZIONARIE» E LORO TRASPARENZA.....	179
2.	OBIETTIVI DEL DOMINIO CONGIUNTO.....	186
3.	STRATEGIE DI STABILIZZAZIONE DEL CONTROLLO	
3.1.	Consultazioni preventive.....	192
3.2.	Sindacati di voto e di gestione.....	199
3.3.	Patti di gradimento.....	203
3.4.	Accordi di «blocco»	
3.4.1.	<i>Vincoli di lock-up</i> .....	205
3.4.2.	<i>Clausole di standstill</i> .....	206
3.5.	Limitazioni all'espressione del voto.....	207
4.	GOVERNANCE INTERNA ALLA CORDATA AZIONARIA	
4.1.	Comitato di governo.....	208
4.2.	Distribuzione dei rapporti di forza.....	209
4.3.	«Societarizzazione» del patto.....	213
	<i>Il caso: gli accordi di governance sulla Mediobanca S.p.a. (1987-2007)</i> .....	218

## CAPITOLO IV

INFLUENZA DOMINANTE E POLITICA DI  
MOVIMENTAZIONE DEL CAPITALE

1.	GOVERNANCE, PROPRIETÀ E FONTI DI RISORSE FINANZIARIE.....	223
2.	DILUIZIONE DELLA PARTECIPAZIONE	
2.1.	Azionista preesistente e variazione del capitale.....	230
2.2.	Diritto d'opzione	
2.2.1.	<i>Mix azionari e regole di prelazione</i> .....	235
2.2.2.	<i>Emissioni per il mercato e aumenti «riservati»</i> .....	236
2.2.3.	<i>Limitazione parziale dell'opzione esercitabile</i> .....	241
2.2.4.	<i>Cessione del diritto alle nuove azioni</i> .....	244
2.2.5.	<i>L'inoptato</i> .....	244
3.	DIFFUSIONE E DISTRIBUZIONE DEL NETTO PATRIMONIALE	

3.1.	IPO della «mano pubblica» e golden share .....	245
3.2.	Segmentazione dei soci e «redistribuzione» di quote di capitale	
3.2.1.	<i>Offerta pubblica di vendita (OPV) e azionariato «polverizzato»</i> .....	247
3.2.2.	<i>Eccedenza della domanda di capitale e «green shoe» (over allotment option)</i> .....	249
3.2.3.	<i>Strategia di stabilizzazione della compagine societaria e «book» dei sottoscrittori</i> .....	250
3.2.4.	<i>Pricing dell'OPV</i> .....	257
4.	«PRENOTAZIONE» DEL CAPITALE SOCIALE E TITOLI «POTENZIALI»	
4.1.	Azioni «future» (warrant).....	259
4.2.	Strumenti convertibili in capitale .....	262
4.3.	«Sospensione» di quote azionarie e poteri di «chiamata» (call e put).....	266
5.	STRATEGIA DELLE OPERAZIONI SULLE AZIONI PROPRIE	
5.1.	Buy-back azionario.....	271
5.2.	Prestiti per acquisti di azioni della società creditrice.....	276
	<i>Il caso: la sottoscrizione «a fermo» delle azioni Generali (1990-92)</i> .....	277
	RIFLESSIONI CONCLUSIVE .....	281
	BIBLIOGRAFIA .....	287

## PRESENTAZIONE

di Antonio Tajani <sup>1</sup>

*Un volume che sfata il luogo comune sui «padroni del vapore» delle grandi imprese italiane: la dimostrazione analitica e scientifica che l'Italia del XXI secolo possiede ormai un'ampia regolamentazione sulla «proprietà» e sul controllo dei gruppi aziendali; il Paese non è più, come in taluni periodi del secolo trascorso, un libero campo di scorriere per avventurieri finanziari, per «scatole cinesi», per risparmiatori bollati come «pecore da tosare» mediante operazioni di «alta finanza», che di «alto» avevano talora solo il tor-naconto per pochi registi.*

*Un pieno inserimento del «sistema Italia» delle aziende nel quadro delle evolute economie europee.*

*Anche con il recepimento delle direttive e della cultura di trasparenza finanziaria dell'Unione Europea, il testo evidenzia un'economia societaria che combina, con equilibrio, i caratteri del sistema liberista anglo-statunitense con altri moderatamente protezionistici e solidali del continente europeo e dell'esperienza giapponese. Come l'Autore rileva nelle Sue conclusioni, dai primi trae la sensibilità verso la contendibilità del controllo societario, favorendo così la capacità d'attrazione di risorse e di investimenti nel capitale delle società italiane; dai secondi conserva raffinate modalità di «protezione» della proprietà e delle coalizioni di azionisti di riferimento che guidano rilevanti complessi produttivi.*

*La delicata normativa primaria e secondaria sviluppata da fine anni '90 del XX secolo non soffoca le possibilità di creazione di valore azionario, ma crea un contesto di riferimento con regole definite e note. Il resto del «lavoro» è lasciato al «mercato» e alla competitività nell'attrazione dei capitali, nostrani e globali.*

---

<sup>1</sup> Antonio Tajani è dal 2008 Vice-Presidente della Commissione Europea. Già Commissario ai Trasporti dal maggio 2008 al febbraio 2010, è attualmente Commissario responsabile per l'Industria e l'Imprenditoria. Membro della «Convenzione sull'avvenire dell'Europa», che ha stilato il testo della Costituzione europea, è parlamentare europeo dal 1994.

*Lo scenario che ne deriva consente per i principali investitori uno sfruttamento «sano» dell'effetto di leva finanziaria e azionaria, senza togliere protezione e garanzie ai micro-risparmiatori.*

*Si può così essere azionisti di controllo da soli o con altri, mediante appositi e trasparenti patti, controllando più del 50% ma anche meno, lasciando la società - quotata e non - contendibile o meno, accessibile a un cambio di «proprietà» concordato od osteggiato.*

*Un quadro d'insieme, nel quale il prof. Pierre Di Toro descrive accuratamente le singole strategie, tattiche e tecniche azionabili, che può richiamare gli investimenti stranieri senza per questo cedere facilmente il controllo nazionale sulle maggiori realtà produttive.*

*Il lavoro è compiuto? Non del tutto: il libro evidenzia anche il percorso che rimane da compiere, le criticità ancora da sfumare, i «passaggi» del sistema da perfezionare, i limiti culturali, normativi e «di contesto» che permangono da affrontare.*

*Rimane però l'indubbia circostanza che tanta «strada» è stata percorsa ... e con tempestività.*

*La parola e l'azione ora passano, oltre agli organismi di vigilanza competenti o agli investitori istituzionali o - ancora - alle associazioni di piccoli azionisti, soprattutto all'economia reale, cioè alla capacità imprenditoriale di attrarre i flussi finanziari internazionali con progetti globali, innovativi e di qualità.*

On. Antonio Tajani

Handwritten signature of Antonio Tajani in blue ink.

*“Non si scopre la verità, la si crea”  
(Antoine de Saint-Exupéry)*

## OGGETTO E METODO

*Il libro esamina il modo in cui in un'impresa costituita come società per azioni si insedia quella figura che - nel riduttivo ma efficace linguaggio popolare - è tradizionalmente definita come «il padrone» («chi comanda»). Nella letteratura accademica italiana di matrice economico-aziendale è l'instaurarsi della relazione fra il soggetto (economico) di controllo e l'impresa societaria sottoposta al suo potere, ai suoi orientamenti, alla sua guida; è altresì l'analisi degli «assetti» della «proprietà» del capitale sociale e delle sue partecipazioni.*

*In altri termini, il volume si focalizza con taglio prevalentemente aziendalistico sul rapporto fra - da una parte - il soggetto «dominante» (sia esso persona fisica che giuridica) individuabile, nella formale accezione odierna, come «controllante» e - dall'altra - l'impresa societaria identificabile (anche giuridicamente) come «controllata»: il tutto, di norma, nell'ambito di moderni e vasti gruppi aziendali, anche dalla diffusa proiezione internazionale.*

*Le fonti utilizzate per sviluppare simile analisi sono state varie: oltre a quanto riportato nella bibliografia a fine volume, sono stati presi in considerazione bilanci d'esercizio e bilanci infrannuali, unitamente a numerosi altri atti societari, fra cui comunicazioni al mercato e documentazione trasmessa agli organismi di vigilanza, nonché comunicati di questi ultimi, sentenze giudiziarie, articoli della stampa specializzata, etc..*

*Nel complesso, il materiale è stato prevalentemente tratto da decine di imprese italiane, di norma costituite come società per azioni, facendo occasionale ricorso anche a casi vissuti da aziende estere. Sull'insieme di tali realtà, di varie dimensioni e operanti in differenti settori, è stato svolto un monitoraggio delle situazioni e degli avvenimenti rilevanti in materia di assetti proprietari, allo scopo specifico di delineare la varietà delle declinazioni del controllo societario e - pertanto - delle genesi del governo dei gruppi aziendali che caratterizza lo scenario economico italiano.*

*Il periodo temporale coperto dall'osservazione è fondamentalmente quello relativo agli ultimi tre decenni, ma numerosi sono gli eventi antece-*

*denti ugualmente analizzati e inseriti nell'opera poiché comunque ritenuti significativi.*

*Sono ampiamente rappresentati i gruppi industriali e bancari formati dalle aziende nostrane che nel mercato del capitale di rischio hanno presentato la maggiore capitalizzazione durante l'ampio arco pluriennale oggetto d'esame; nell'ambito di tali gruppi sono state indagate anche quelle realtà minori o dall'esistenza temporanea il cui ruolo nella materia oggetto del presente libro si è comunque rivelato degno di rilievo scientifico e cognitivo.*

*L'esposizione dei risultati dell'analisi - come facilmente si osserverà - non ha seguito di proposito i canoni della rappresentatività statistica (d'altronde diversi dati sono arrotondati o leggermente «manipolati» a titolo di semplificazione): il grado di significatività quantitativa è d'altronde già rilevabile nel numero degli organismi aziendali coinvolti e nel vasto periodo coperti dalla ricerca, sì da consentire, anziché una schematica descrittività, una stesura maggiormente volta all'analisi, alla «vivisezione» e alla divulgazione dell'insieme di politiche, strategie, tattiche e strumenti adottati in Italia per l'esercizio del controllo su imprese societarie.*

*Si è preferita, in sostanza, una ricomposizione discorsiva delle risultanze emerse dalle realtà esaminate, meno tediosa della pura aritmetica basata su medie e frequenze dei comportamenti posti in essere; in tal senso, il taglio risponde alla volontà di capire e - si auspica - far comprendere «quel che c'è dietro» l'angolo del tecnicismo degli accadimenti aventi impatto sulla «proprietà» aziendale o, più precisamente, «quel che c'è al di sotto» della superficie dei numeri determinati dalle operazioni compiute in materia di controllo societario.*

*In tal senso, il ricorso e il richiamo costante ai casi reali analizzati non vuole solo essere esemplificativo, bensì desidera costituire una metodologia - oltre che di ricerca induttiva anche - di esame analitico, volta a far emergere e svelare risvolti diversamente evidenziabili solo con «pesanti» esposizioni di dettagli concettuali: spesso, in altri termini, il caso originario «parla da sé», più di quanto possa fare l'elaborazione teorica.*

*L'ottica complessiva del lavoro è quella di far emergere la varietà sistemica delle strategie del controllo societario, nonché la vastità delle opportunità e dei comportamenti - comunque integrabili - che in tale campo si presentano ai gruppi d'aziende operanti in Italia, oltre che ai loro azionisti globali e relativi amministratori: l'approccio tenta dunque "di non ... imporre pre-disponibilità, pre-veggenza e pre-cognizione del caso o delle opinioni comuni, ma di farle emergere dalle cose stesse, garantendosi così la*

*scientificità del proprio tema” ... o almeno auspicandosi di averlo perseguito<sup>1</sup>.*

*L'implicito fine ultimo, passando dal piano descrittivo-conoscitivo dello studio a quello normativo-prescrittivo, è di sviluppare una riflessione critica sullo scenario economico-aziendale italiano, sull'etica dei comportamenti adottati dagli attori aziendali «chiave» e sulle conseguenze che le connesse scelte tecniche hanno su quei «portatori d'interessi» caratterizzati da minori potenzialità d'influenza sui processi in questione.*

*Prof. Pierre Di Toro*

*15 febbraio 2011*

---

<sup>1</sup> HEIDEGGER (1927: 194-195).

## ELENCO ANALITICO DELLE AZIENDE ESAMINATE

---

### A

Allianz Ras	204
Antonveneta	42; 90; 144; 200; 203; 205; 206; 210; 241
Atlantia	128; 129; 168; 237
Autogrill	99; 115; 154; 168; 255
Autostrade	10; 16; 41; 99; 115; 128; 129; 155; 168; 254; 255

---

### B

Banca d'Italia	38; 48; 108; 118; 119; 173; 197; 198; 219; 225; 277; 288
Banca di Roma	37; 62; 107; 144; 153; 155; 156; 210; 219; 234; 235
Banca Nazionale del Lavoro	92
Banca Popolare di Verona e Novara	275
Banca Popolare Italiana	275
Banco Ambrosiano	86
Banco di Napoli	22
Banco di Roma	10; 115; 218; 219; 225; 256
Banco Popolare	275
Bell	40; 42; 94; 144; 145; 152; 153; 156; 157; 211; 228; 264
Benetton	40; 41; 99; 106; 107; 109; 117; 120; 122; 128; 155; 158; 166; 168; 169; 170; 171; 172; 193; 200; 205; 213; 219; 255; 287
Bipop	37; 107; 108; 159; 160
Burgo	155; 219; 267
Business Solutions	146; 235

---

### C

Caltagirone	9; 37; 168; 171; 241; 242
Camfin	42; 139; 141; 173; 204
Capitalia	89; 92; 107; 108; 128; 198; 205; 206; 212; 219; 240; 266; 270
Cardine	199; 207
Cariplo	43; 48; 118; 119; 164; 197; 201; 209; 253; 259
Carlo Tassara	37; 234; 235; 241; 245; 270
Cir	18; 173; 218; 219; 256; 277
Comit	10; 38; 54; 115; 118; 119; 120; 144; 152; 153; 154; 164; 201; 204; 218; 219; 225; 244; 248; 249; 253; 256; 257; 277
Compart	164
Consortium	128; 154; 155; 210; 219
Credit	10; 54; 62; 115; 118; 204; 209; 218; 219; 225; 248; 249; 253; 256

---

### D

Delmi	213
Dieci	259; 267

---

### E

Edf	52; 61; 62; 235; 261; 270
Edison	27; 38; 144; 146; 153; 173; 213; 224; 226; 243; 245; 260; 261; 270

Edizione Holding	36; 41; 42; 90; 94; 99; 102; 120; 122; 154; 155; 158; 168; 171; 173; 192; 193; 198; 200; 201; 204; 206; 210; 213; 255	202; 203; 204; 205; 207; 208; 209; 210; 214; 215; 218; 219; 226; 250; 253; 256; 257; 277
Enel	106; 147; 160; 161; 162; 163; 246	Gucci Group 267
Eni	111; 112; 120; 156; 166; 167; 250	
Exor	93; 116; 146; 165; 240; 271	

**F**

Falck	37; 152; 155; 210; 219
Ferfin	236; 259
Fiat	19; 38; 52; 54; 89; 90; 91; 92; 93; 101; 109; 114; 116; 117; 121; 122; 127; 142; 146; 147; 155; 156; 186; 187; 191; 192; 193; 197; 198; 210; 218; 219; 226; 228; 233; 234; 235; 240; 252; 256; 257; 266; 267; 268; 269; 270; 275
Fininvest	18; 41; 103; 104; 105; 112; 113; 125; 154; 156; 158; 167; 262
Fondiaria	39; 48; 53; 89; 90; 108; 155; 163; 173; 182; 183; 184; 185; 210; 218; 219; 256; 257; 268; 269; 277
Fondiaria-Sai	38; 91; 184; 204; 212

**G**

G. Agnelli & C.	22; 38; 101; 109; 116; 142; 146; 164; 165; 166; 228; 240; 271
Gemina	116; 121; 139; 147; 168; 173; 197; 277
Generali	10; 37; 38; 39; 41; 42; 43; 48; 53; 54; 89; 98; 103; 116; 129; 139; 144; 146; 153; 154; 155; 158; 168; 171; 173; 183; 184; 185; 187; 191; 192; 193; 194; 195; 196; 197; 200; 201;

**H**

Holding Italiana	103; 104
Hopa	42; 144; 145; 152; 173; 264

**I**

Ifi	14; 15; 21; 38; 92; 93; 101; 109; 113; 116; 122; 142; 143; 146; 147; 153; 164; 165; 166; 186; 187; 191; 193; 210; 219; 233; 240; 271
Ifil	19; 21; 38; 54; 92; 93; 101; 109; 113; 116; 142; 143; 146; 147; 154; 164; 165; 166; 186; 187; 191; 193; 199; 200; 204; 210; 219; 233; 240; 253; 271
Ina	54; 155; 204; 253; 255
Infostrada	157; 158
Intesa	36; 37; 38; 43; 48; 61; 92; 118; 119; 158; 164; 197; 198; 200; 201; 202; 206; 208; 209; 210; 219; 233; 234; 235; 240; 263; 266; 270
Intesa Sanpaolo	195; 196; 204; 214; 215; 242
Iri	16; 23; 54; 114; 117; 154; 218; 225; 248; 249; 252; 254; 255; 256; 257
Italenergia	24; 27; 52; 146; 182; 234; 235; 243; 245; 261; 270
Italenergia Bis	244; 261; 270
Italmobiliare	155

---

**J**Jolly Hotels 189

---

**M**Marzotto 15; 17; 120; 121; 126;  
163; 189; 190; 218; 219;  
224; 226; 256; 257; 269Mediaset 41; 103; 113; 125; 154;  
167Mediobanca 10; 12; 15; 18; 37; 38; 39;  
41; 42; 48; 53; 88; 89; 90;  
103; 116; 119; 120; 121;  
126; 128; 139; 144; 153;  
154; 155; 168; 171; 173;  
182; 183; 184; 185; 187;  
192; 193; 194; 196; 197;  
198; 200; 201; 202; 203;  
204; 207; 208; 210; 213;  
214; 215; 218; 219;  
225; 226; 227; 236; 237;  
242; 248; 249; 250; 252;  
256; 259; 265; 267; 268;  
269; 273; 277; 289

Mondadori 18; 110; 112; 154

Monte dei Paschi di Siena 14; 42;  
92; 144; 153; 240; 241;  
242; 259Montedison 21; 24; 37; 48; 61; 62; 89;  
90; 91; 146; 164; 173;  
182; 197; 226; 234; 236;  
261; 266; 268

---

**O**Olimpia 36; 38; 40; 41; 42; 56; 94;  
102; 103; 173; 186; 198;  
200; 205; 206; 228; 263;  
264Olivetti 23; 25; 38; 40; 41; 42; 43;  
56; 88; 94; 102; 103; 144;  
145; 151; 152; 153; 155;  
156; 157; 158; 166; 173;  
186; 197; 200; 205; 206;  
210; 211; 219; 224; 228;  
257; 263; 264; 265; 274

---

**P**Pirelli 36; 40; 41; 42; 43; 88; 94;  
98; 102; 117; 118; 120;  
121; 122; 123; 126; 136;  
139; 140; 141; 153; 155;  
168; 171; 172; 173; 186;  
192; 193; 197; 198; 200;  
203; 206; 207; 210; 212;  
213; 218; 219; 224; 226;  
256; 257; 272; 277; 288Pirelli & C. S.a.p.a. 89; 98; 121; 123;  
172; 173

Pirelli &amp; C. S.p.a. 12; 94; 173; 193

Premafin 37; 89; 183; 184; 212;  
277

---

**R**Ragione 99; 107; 168; 171; 205

---

**S**Sai 53; 89; 90; 108; 139; 155;  
173; 182; 183; 184; 185;  
210; 218; 219; 256; 257;  
268; 269; 277Sanpaolo Imi 22; 23; 37; 39; 48; 62; 92;  
93; 113; 192; 193; 197;  
199; 207; 213; 234; 235;  
240; 266; 270

Schemaventini 154

Schemaventotto 9; 128; 129; 155;  
168; 255Seat 24; 26; 156; 173; 200;  
232; 244Sintonia 128; 129; 168; 171; 192;  
213; 214; 215; 217; 237

Sme 115; 154

Snam Rete Gas 167; 250; 259

Snia 116; 121; 226

---

**T**

Tecnost 144; 145; 166; 186; 265

Telco 29; 168; 213; 214; 215;  
216; 217

Telecom Italia 11; 23; 24; 25; 26; 29; 38;  
40; 42; 43; 54; 94; 125;  
144; 145; 156; 158; 166;  
168; 173; 186; 192; 193;  
198; 200; 201; 204; 213;  
214; 216; 217; 219; 244;  
253; 273; 274

Tim 24; 40; 42; 144; 145; 173;  
200

Transalpina di Energia 213

---

**U**

UniCredit 265

Unicredito 36; 37; 38; 92; 94; 119;  
155; 194; 198; 200; 201;  
206; 210; 219; 233; 242;  
255; 263; 265; 266

Unipol 42; 184

---

**V**

Valentino Fashion Group 126; 190

---

**Z**

Zignago 120; 163

“Giudica un uomo dalle domande  
piuttosto che dalle sue risposte”  
(François M. Arouet - Voltaire)

## OBIETTIVI

L’obiettivo primario del volume è la descrizione di strategie, tattiche e tecniche funzionali a «dominare» una società per azioni, in particolar modo a «prendere il potere» in una società quotata.

Nello specifico, si intende la capacità di pervenire ad esercitare poteri di governo aziendale, attività che si concretizza nella possibilità di guidare la società nel *day-by-day*, esprimendo scelte apicali e direttive di fondo, nonché operando verifiche sull’attuazione di queste ultime: è nel complesso la funzione spettante agli amministratori societari.

Il poter esercitare tale funzione di governare un’azienda tramite un «proprio» consesso di amministratori comporta però propedeuticamente l’assunzione - nella stessa impresa - di una posizione di *controllo societario*<sup>1</sup>.

Con quest’ultima si intende l’opportunità di esercitare al massimo grado il ruolo di socio/azionista (*shareholder/stockholder*), cioè d’indirizzare la generale volontà dell’azienda (e dei conseguenti atti) *predeterminando appunto i massimi vertici decisionali e gestionali (gli amministratori)*, nonché sviluppando «a cose fatte» i connessi riscontri di sintesi: il tutto da parte di un soggetto, o contestualmente più d’uno, sia persona fisica che giuridica; dunque, anche da parte di una - o più - società che assuma la veste di cosiddetto «soggetto (economico) di controllo» su altre imprese societarie<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Sulle «declinazioni» del controllo ved. BRUNI (1991), FANNI (1991) e SCHIUMA (1997).

<sup>2</sup> Nella tradizione accademica italiana, il riferimento è al «soggetto economico» (di controllo), rappresentato dalla persona fisica o dal gruppo delle persone nel cui prevalente interesse l’azienda è di fatto amministrata (ZAPPA, 1956). È identificabile nella figura che ha od esercita il supremo potere, subordinatamente solo ai vincoli d’ordine giuridico e morale ai quali deve o dovrebbe sottoporsi: ne fanno quindi parte i conferenti di capitale che detengono il controllo aziendale (i quali, tuttavia, dovrebbero tenere conto anche degli interessi dei prestatori di lavoro) (ONIDA, 1960). Sufficientemente ampia - e in grado di «coprire» la varietà dell’economia odierna - è poi l’accezione che delinea il soggetto economico come quella figura per conto della quale l’attività aziendale si svolge e sulla quale grava la responsabilità del successo o dell’insuccesso dell’impresa (GIANNESI, 1969. In linea, cfr. SARACENO, 1978; ARDEMANI, 1982; CATTURI, 1984. Viene comunque asserito che il potere di “controllo societario ... è nelle mani di coloro che rappresentano il soggetto economico dell’impresa e dal quale promana la volontà nelle forme che sono consone alle società di capitali” (BRUNI, 1991: 8). Muovendosi però su un piano più analitico ed

Simili poteri di controllo societario (e di conseguente «genesi» del governo aziendale) si rivelano e concretizzano soprattutto, come già accennato, nella capacità di nominare (e rinnovare) il preposto o - se come spesso avviene si tratta di più d'un soggetto - i preposti alla guida quotidiana dell'azienda: in altri termini, decidere la composizione della «stanza dei bottoni», cioè dell'organo esecutivo, il *Board* (consesso di amministratori) che svolge la funzione di governo. Poiché nelle dimensioni aziendali di maggior interesse, tale organo è di norma di tipo collegiale, s'intende il potere di deciderne almeno la maggioranza dei componenti (se non di nominarlo nella sua interezza).

D'altronde è da tempo pacifico che il controllo dell'azienda "è nelle mani dell'individuo o del gruppo che ha in realtà il potere di selezionare il *Board of Directors* (o la sua maggioranza), o mobilitando i diritti legali alla base della loro scelta - controllando cioè una maggioranza dei voti direttamente o per il tramite di qualche strumento legale - o esercitando una pressione che influenza la scelta"<sup>3</sup>.

Poiché oggetto d'esame saranno, salvo diversa precisazione, le imprese costituite sotto forma di società per azioni (S.p.a.), con il potere di nomina dei componenti dell'organo esecutivo preposto al governo aziendale si fa riferimento:

- se nella società è adottato il sistema *tradizionale*, alla decisione su quali siano i membri del Consiglio d'Amministrazione (CdA)<sup>4</sup>. Tale contesto rappresenta l'ipotesi base: dopotutto, "se lo statuto non dispone diversamente, l'amministrazione e il controllo della società sono regolati" per il tramite di un CdA<sup>5</sup>;
- se è stato prescelto il sistema *dualistico*, alla scelta degli amministratori componenti il Consiglio di Gestione (CdG).  
Dato che in tale modello di *governance*, l'individuazione spetta in ultima istanza a coloro che formano il Consiglio di Sorveglianza (CdS), si intende richiamare propedeuticamente il potere di incaricare questi ultimi;
- se è presente il sistema *monistico*, all'imposizione dei soggetti che nel loro insieme formano il Consiglio d'Amministrazione (all'interno del quale sarà poi costituito un Comitato per il controllo sulla gestione).

---

esaminando la casistica recente, emerge comunque l'esigenza di rifinire analiticamente la teoria del soggetto economico (cfr. FERRARIS FRANCESCHI, 2000: 94 e ss.).

<sup>3</sup> BERLE-MEANS (1932: 69).

<sup>4</sup> Ved. artt. da 2380-bis a 2409 *septies*, cod. civ..

<sup>5</sup> Art. 2380 cod. civ.. Tale configurazione è anche detta «modello dualistico orizzontale».

Che si tratti dei componenti di un CdA o di quelli di un CdG, con il potere di controllo societario si intende comunque la possibilità di pervenire a dominare - direttamente o indirettamente - la scelta degli amministratori, soggetti incaricati del governo aziendale, poiché la “gestione dell’impresa spetta esclusivamente” ad essi, “i quali compiono le operazioni necessarie per l’attuazione dell’oggetto sociale”<sup>6</sup>.

Nel concreto, l’insediamento del CdA (o dei membri di quel CdS che nominerà il CdG) è - di norma - competenza dell’*assemblea ordinaria dei soci/azionisti*<sup>7</sup>: pertanto, l’individuazione del potere di governo di un’impresa societaria è problema che va risolto, come già introdotto, spostandosi propedeuticamente ad analizzare la possibilità di esercitare un’influenza dominante - appunto il «controllo societario» - in simile consesso assembleare (ottenendovi dunque consensi favorevoli alle proprie proposte in misura maggiore di quanto possa raggiungere ogni altro soggetto). D’altronde, “la matrice del «diritto del controllo» è la stessa del «diritto di gestione» che, inequivocabilmente, spetta alla «proprietà», cioè a chi apporta il capitale di rischio nell’azienda”<sup>8</sup>; peraltro, “la proprietà di una quota del patrimonio sociale dà quello ... di poter influenzare la società, primariamente con il voto in occasione dell’assemblea generale dei soci. Da un punto di vista pratico, tuttavia, la società non potrà essere gestita per il tramite di referendum tra soci. La compagine societaria è composta di individui e organizzazioni i cui interessi, scopi, orizzonti d’investimento e potenzialità variano. Inoltre, la gestione deve essere in grado di assumere decisioni rapidamente. Alla luce di tali circostanze e della complessità di gestire gli affari societari in mercati in rapido movimento e in costante cambiamento, ... la responsabi-

---

<sup>6</sup> Art. 2380-bis, co. I, cod. civ.. L’articolo prosegue: “l’amministrazione della società può essere affidata anche a non soci. Quando l’amministrazione è affidata a più persone, queste costituiscono il consiglio di amministrazione”.

Il precedente art. 2380, co. III, cod. civ., recita: “salvo che sia diversamente stabilito, le disposizioni che fanno riferimento agli amministratori si applicano a seconda dei casi al consiglio di amministrazione o al consiglio di gestione”. Similarmente, nel Testo Unico della Finanza si legge: “se non diversamente disposto, le norme del presente decreto legislativo che fanno riferimento al consiglio di amministrazione, all’organo amministrativo ed agli amministratori si applicano anche al consiglio di gestione e ai suoi componenti” (art. 1, co. VI-ter, d. lgs. 58/98, Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria - TUF - «Legge Draghi»).

<sup>7</sup> Per il CdA, cfr. l’art. 2364, co. I, n. 2, cod. civ., nonché il 2383; quest’ultimo recita: “la nomina degli amministratori spetta all’assemblea, fatta eccezione per i primi amministratori, che sono nominati nell’atto costitutivo ...”.

Per il CdS, si veda l’art. 2409 *duodecies*.

Va poi ricordato che il CdA può autonomamente cooptare un nuovo amministratore, che però rimane in carica solo fino alla successiva assemblea ordinaria, la quale dovrà approvare l’incarico affinché questo si prolunghi alla pari degli altri.

<sup>8</sup> BERTINI (1987: 76).

lità per le strategie e le operazioni societarie è tipicamente posta nelle mani di un Consiglio e di un team di manager selezionati, motivati e, quando necessario, rimpiazzati dal Consiglio”<sup>9</sup>.

In sintesi, il potere di «controllo societario» è esprimibile da parte di quegli specifici soci/azionisti, una frazione dell’intera «proprietà», che siano «soggetto economico di controllo» dell’azienda<sup>10</sup>: per quanto già delineato, è un potere che deve manifestarsi e riscontrarsi, in primo luogo, in occasione della delibera assembleare di nomina dei componenti che andranno a comporre il CdA/CdS.

La domanda che allora ne consegue (e che trova riscontro nel capitolo I) è: come si «domina» e si esercita il controllo (c.d. societario) sull’assemblea dei soci? In altri termini, come far sì che le proprie proposte - innanzitutto di nomina degli amministratori - non vedano altre ipotesi raccogliere più voti rispetto a quella presentata nell’assemblea in questione<sup>11</sup>? E siccome ogni voto esprimibile corrisponde al possesso di un’azione (e ogni azione può a sua volta determinare l’espressione al massimo di un voto)<sup>12</sup>, il quesito diviene, più propriamente: con la disponibilità di quante azioni si è maggioritari nell’ambito dell’insieme dei soci/azionisti? O ancor più precisamente, qual è la partecipazione - ovvero la «quota della proprietà» o la percentuale di capi-

<sup>9</sup> OECD (2004: *Annotations*, II).

<sup>10</sup> L’espressione è coerente con le definizioni che nella tradizione degli studi nazionali delineano il soggetto economico facendo riferimento a:

- coloro che di fatto controllano lo svolgimento della gestione così da poterne conseguire determinati interessi o vantaggi di ordine economico (ROSSI, 1962);
- persone “che, di fatto, hanno la padronanza o il controllo dell’azienda” (ONIDA, 1971: 30);
- quanti esercitano il supremo controllo dell’impresa e la indirizzano verso dati fini e obiettivi (ARDEMANI, 1982).

<sup>11</sup> Il dominio sull’assemblea (ordinaria) dei soci porta con sé la possibilità (il potere) di esercitare il controllo su momenti «chiave» ulteriori rispetto alla sola nomina dell’organo di vertice. In assenza del CdS, si fa riferimento:

- «a preventivo», in fase *ex-ante*, cioè antecedentemente rispetto all’esercizio della *corporate governance*, sia alle delibere relative al compenso di amministratori e sindaci che a quelle attinenti oggetti attribuiti dalla legge o dallo statuto all’assemblea (art. 2364, I, punti 3 e 5, cod. civ.);
- nel «durante», vale a dire in sede concomitante, alla nomina (se presenti) di sindaci, Presidente del Collegio Sindacale e soggetto di controllo contabile (art. 2364, I, 2, cod. civ.);
- «a posteriori», in fase *ex-post*, o susseguente, all’eventuale delibera sulla responsabilità di amministratori e sindaci (art. 2364, I, punti 1 e 4, cod. civ.; o dei membri del CdS, se presente) o all’approvazione del bilancio d’esercizio. Per inciso, si tenga conto che nel sistema dualistico è il CdS ad approvare quest’ultimo, salvo che lo statuto preveda il passaggio all’assemblea in caso di richiesta di un terzo dei membri del CdG o del CdS, oppure in caso di mancata approvazione.

<sup>12</sup> Cfr. art. 2351, cod. civ..

tale sociale (c.s.) - da detenere, o che deve comunque essere disponibile (per sé e per soggetti allineati alla medesima posizione), affinché si ottenga la delibera favorevole sul punto messo ai voti?<sup>13</sup> E sarà una percentuale formata da quali azioni, nel caso che la società ne abbia emesse di diverso tipo?

Il conseguimento del «dominio» su una società è inoltre un processo che non può trascurare una diffusa realtà (trattata nel capitolo II): l'innesto della singola azienda all'interno di un gruppo coordinato di imprese societarie. Dalla combinazione di tale circostanza con quanto sopra introdotto deriveranno quesiti come i seguenti: quali sono i possibili «disegni» della «proprietà» nelle catene di controlli societari? ... vale a dire, quali sono le differenti configurazioni degli assetti partecipativi e delle strutture organizzative nei gruppi aziendali? E quali i variegati effetti (anche moltiplicativi) dei relativi poteri di *governance*?

In connessione, occorrerà chiedersi (nel capitolo III): quali sono le forme di alleanze sfruttabili sia per l'esercizio del controllo societario che per la stabilizzazione delle posizioni raggiunte? Secondo quali modalità e tipologie organizzative?

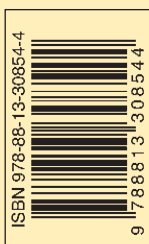
*Last but no least*, è di complemento (nel capitolo IV) il tema della variazione dei livelli partecipativi: è la fase dinamica della «proprietà» - di singole società e di interi gruppi - che si attiva attraverso la movimentazione del patrimonio riflettente le quote societarie.

---

<sup>13</sup> “Per «partecipazioni» si intendono le azioni, le quote e gli altri strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi ...” (art. 1, co. VI-*bis*, d. lgs. 58/98).

Strategie, tattiche e tecniche per «prendere il potere» nella società per azioni e dominare i gruppi aziendali. Un testo sui temi della «proprietà» e del controllo, per amministratori societari, revisori legali, soci di controllo e di minoranza, associazioni di azionisti, centri studi economici e società di consulenza, operatori di Borsa e investitori istituzionali (SGR, fondi, *merchant bank*, SIM, SICAV, Fondazioni), professionisti, docenti e studenti universitari. Il volume contiene il richiamo a oltre 150 casi reali ed è ispirato alle delibere assunte negli ultimi decenni in oltre 50 tra le maggiori società italiane, comprese Benetton, Edison, Enel, Eni, Fiat, Generali, Intesa Sanpaolo, Marzotto, Mediobanca, Pirelli, Telecom, UniCredit.

**Pierre Di Toro** è Professore Ordinario e Direttore del Dipartimento di «Economia e Impresa» (*Economics & Management*) dell'Università degli Studi della Tuscia, dove tiene i corsi di *Governance ed etica aziendale* e di *Strategia e governance aziendale* e ha insegnato *Economia delle aziende e delle amministrazioni pubbliche* e *Contabilità industriale*. Presso il medesimo Ateneo è stato Delegato del Rettore per il *fund raising* e i rapporti con il sistema creditizio. È Consigliere di sede della Banca d'Italia (quale componente della relativa Adunanza dei Consiglieri), nonché Presidente del Consiglio d'Amministrazione e Amministratore Delegato (CEO) di società di capitali, *multiutility* a controllo pubblico, nei settori trasporto, farmaceutico, energetico-tecnologico, mobilità, segnaletica. È abilitato alla professione di Dottore Commercialista e di Revisore Legale. Ha insegnato *Management* alla *Graduate School of Management* di Lione (Francia) nonché *Analisi e contabilità dei costi* e *Revisione aziendale* all'Università di Siena; è stato invitato a tenere lezioni in *Governance & Business Ethics* in Atenei di diversi Paesi europei e - come *Visiting* - alla *University of California at Berkeley* (U.S.A.). È Valutatore (*Referee*) per il Consiglio Nazionale delle Ricerche e per il Ministero dell'Istruzione, dell'Università e della Ricerca. Ha pubblicato diversi volumi (su etica d'impresa, governo aziendale, politica di bilancio, controllo delle società quotate, falso in bilancio), oltre a decine di articoli, su riviste nazionali e internazionali. È Presidente *Lions Club International* di Viterbo e presiede la locale Università dell'Età Libera.  
(contatti: [www.unitus.it/ditoro](http://www.unitus.it/ditoro))



€ 22,00