

Dipartimento di Economia e Direzione delle Imprese

Cattedra di Operazioni di Finanza Straordinaria

**Partecipazioni azionarie incrociate e sistemi di governo societario
come modalità di minimizzazione dell'investimento e
massimizzazione dei benefici del controllo: elementi teorici ed analisi
del caso italiano.**

Relatore:

Prof. Alessandro Pansa

Candidato:

Michele Ronca
Matr. 668611

Correlatore:

Prof. Alfio Torrisi

Anno Accademico

2015/2016

Indice

Introduzione	pag. 1
 Capitolo 1 – Le partecipazioni azionarie incrociate: disciplina normativa e riflessi sul sistema economico	
1.1. Il concetto di partecipazione reciproca	
1.1.1. Definizione	pag. 6
1.1.2. Cenni storici	pag. 9
1.2. Evoluzione normativa	
1.2.1. La ratio dell'art. 2359 bis C.C.	pag. 11
1.2.2. Ambito di applicazione	pag. 15
1.2.3. Limiti quantitativi e qualitativi	pag. 17
1.2.4. La riforma del 1998	pag. 18
1.3. La contendibilità delle imprese reciprocamente controllate e la tutela degli azionisti di minoranza	pag. 21
 Capitolo 2 – <i>Cross-ownership</i>: elementi teorici	
2.1. Premessa	pag. 26
2.2. Le partecipazioni incrociate come strumento per minimizzare l'investimento:	
2.2.1. Modalità operative	pag. 27
2.2.2. Confronto con le strutture piramidali e le azioni con differenti diritti di voto	pag. 32
2.3. Modalità di misurazione del grado di concentrazione	
2.3.1. <i>Modified Hirschman-Herfindahl Index</i>	pag. 36
2.3.2. Gli indici di potere: l'indice di Shapley-Shubick e l'indice di Banzhaf	pag. 43
2.4. Applicazione della teoria input-output alle partecipazioni incrociate	pag. 49

Capitolo 3 – Considerazioni sui sistemi di “governo societario incrociato”

3.1. La teoria di Berle e Means sul governo societario:	
la separazione tra proprietà e controllo	pag. 56
3.2. I conflitti di agenzia	
3.2.1. Il conflitto principal-agent	pag. 61
3.2.2. Il conflitto principal-principal	pag. 64
3.3. Cross-ownership/Corporate Governance/Performance	pag. 69
3.3.1. La struttura proprietaria	pag. 70
3.3.2. Il consiglio di amministrazione	pag. 71
3.4. Gli incroci azionari:	
strumento per risolvere i conflitti di agenzia?	pag. 72

Capitolo 4 – Mediaset s.p.a.-Vivendi S.A.: un mancato caso di incroci azionari?

4.1. Cenni su Mediaset s.p.a. e Vivendi S.A.	pag. 75
4.2. Il contesto in cui è maturata l’operazione	pag. 78
4.3. Le tappe dell’operazione	
4.3.1. L’accordo	pag. 79
4.3.2. Lo “scoglio”	pag. 80
4.3.3. La reazione	pag. 81
4.3.4. Scenario di conflitto (legale)	pag. 82
4.4. Prospettive evolutive e considerazioni	pag. 83

Considerazioni conclusive	pag. 86
----------------------------------	---------

Bibliografia	pag. 92
---------------------	---------

Sitografia	pag. 101
-------------------	----------

Introduzione

Il contesto economico attuale caratterizzato da un'evoluzione turbolenta dei mercati finanziari e delle strutture societarie pone la necessità di soffermarsi sull'analisi delle modalità attraverso cui possono realizzarsi alleanze tra imprese, tramite scambi di natura azionaria.

Il ricorso alla creazione di incroci azionari, pratica che come si avrà modo di vedere è nata e si è consolidata in Giappone per poi diffondersi a livello mondiale, rientra tra le modalità appena citate e rappresenta oggetto di esame dell'elaborato.

Questo fenomeno, il quale ha subito nel corso degli anni un'intensificazione, era stato già oggetto di attenzione da parte del legislatore italiano nel momento in cui si accingeva a redigere il Codice Civile. La preoccupazione risiedeva nel fatto che, attraverso l'acquisto reciproco di azioni, le società promotrici dell'operazione potevano determinare una diminuzione delle loro risorse economiche effettivamente investite, attraverso una duplicazione del capitale sociale, nascondendola agli occhi degli osservatori esterni.

Questa operazione, attraverso cui le stesse risorse economiche venivano utilizzate apparentemente per creare due distinti capitali, aveva, tra gli altri effetti, quello di determinare una situazione in cui una società detenesse indirettamente azioni proprie, giungendo ad essere in sostanza socia di se stessa.

Le partecipazioni reciproche avrebbero potuto inoltre interferire sulla gestione economica della società, influenzando l'attività svolta dagli amministratori, causando conflitti interni che si ripercuotevano sulla *performance* aziendale.

Proprio per tutti questi motivi, nel nostro ordinamento giuridico, come in quello di molti altri Paesi europei, sono presenti delle norme che disciplinano il ricorso agli incroci azionari. Nonostante il legislatore abbia mostrato un'attenzione crescente, necessariamente legata ad uno sviluppo frenetico del sistema economico, il tema della

partecipazioni incrociate rappresenta un argomento ancora poco analizzato in letteratura.

Scopo di questo elaborato è dunque quello di offrire al lettore, oltre ad un'analisi giuridica, un esame in termini economici degli incroci azionari, attingendo alla ricca letteratura in tema di gruppi societari e adattandola alle peculiarità proprie di questo fenomeno.

Esso riveste infatti un ruolo molto importante nell'ambito della *governance* societaria, influenzandola sia in termini economici che in termini di gestione strategica e operativa.

Le partecipazioni azionarie incrociate rappresentano, come si avrà modo di osservare, uno strumento efficace per minimizzare il capitale che i soci di controllo investono nella società ma anche per massimizzare quei benefici che derivano dal controllo e dei quali solo i soci in quella posizione possono appropriarsi, spesso a discapito degli altri.

Tutto ciò rientra nell'ambito operativo tipico di un Paese come l'Italia, che può essere incluso nella lista dei Paesi *bank-based*¹, nei quali i mercati finanziari risultano essere poco sviluppati e dove i prestiti bancari rappresentano la principale fonte di finanziamento. In altri Paesi affini sotto questo punto di vista (Giappone e Germania) le banche non si limitano a prestare i fondi ma entrano proprio a far parte della proprietà delle imprese, ciò in Italia è stato vietato fino all'emanazione del TUB del 1993 che vietava alle banche l'assunzione di partecipazioni in imprese industriali.

In momenti, come quello attuale, in cui le banche sono poco propense a prestare i fondi alle imprese, è comprensibile che si verifichi una maggiore concentrazione della proprietà intorno ad una *holding*. La difficoltà a reclutare capitale liquido, attraverso il sistema creditizio e il mercato finanziario, conduce necessariamente le imprese italiane, appartenenti a diversi settori, a stringere alleanze, dando vita a gruppi industriali che sono a tutti gli effetti delle conglomerate.

¹ I Paesi definiti invece *market-based*, come ad esempio Stati Uniti e Regno Unito, presentano un mercato finanziario molto sviluppato in cui si verificano molte transazioni (liquido) e scambi di diversa entità (spesso).

All'interno di un panorama economico-industriale come quello del nostro Paese dove la maggior parte delle imprese storiche si vedono costrette a vendere, le partecipazioni incrociate permettono, seppur attraverso un'operazione che non apporta realmente nuova ricchezza, di accrescere "artificialmente" il capitale sociale e comunicare una maggiore solidità al mercato.

Dal momento che la strada della ripresa appare ancora lunga, che sull'economia italiana incombe il *credit crunch* e che il mercato del capitale di rischio non è abbastanza liquido da incoraggiare un ricorso ad esso, le imprese nazionali, per non soccombere sotto il peso degli investitori stranieri, necessitano di forme di protezione che un sistema giuridico artritico come quello italiano non può offrire in modo tempestivo. Da qui l'esigenza di adottare meccanismi di autoprotezione, non sempre cristallini e spesso collocabili in una zona grigia tra il lecito e l'illecito, che l'ingegno italiano riesce a partorire nel momento del bisogno.

D'altra parte, come si vedrà nel capitolo primo, il legislatore è intervenuto in più *tranche* a disciplinare gli incroci azionari, ma proprio la frammentarietà degli interventi normativi ha determinato che la loro disciplina si ritrovi dispersa tra norme codicistiche e norme speciali, fenomeno che non rende agevole il lavoro dell'interprete.

La normativa prevede l'applicazione di norme diverse qualora le partecipazioni reciproche si manifestino all'interno di società quotate in borsa o in società chiuse, disponendo limiti sia di natura quantitativa che di natura qualitativa. Limiti volti a circoscrivere gli effetti distorsivi che scaturiscono dalla reciprocità e che si ripercuotono sulla società a livello patrimoniale e gestorio.

In sostanza dunque il legislatore si è prefisso di impedire che un socio, a mezzo partecipazioni incrociate, possa esercitare i propri diritti alterando il normale funzionamento della società.

Il rischio particolarmente temuto è quello che attraverso questo fenomeno gli azionisti possano minimizzare il loro investimento,

creando una realtà aziendale fittizia agli occhi dei terzi, basata sullo scambio di carta contro carta.

Tuttavia le partecipazioni incrociate non rappresentano l'unico meccanismo che consente un rafforzamento del controllo, in quanto a tal fine possono essere utilizzate, come si avrà modo di constatare nel capitolo secondo, anche le azioni di risparmio e le strutture piramidali.

Proprio per il fatto che gli incroci azionari sono meno utilizzati di altre strutture di minimizzazione dell'investimento, meritano un'analisi approfondita che permetta, qualora nel prossimo futuro la loro diffusione aumenti, di quantificarne l'influenza a livello di sistema. Tale analisi parte dall'applicazione delle teorie elaborate sui gruppi societari; ci si riferisce in particolare agli indici che servono per la misurazione della concentrazione ossia al modified Hirschman-Herfindahl index e agli indici di Shapley-Shubick e Banzhaf.

L'esame degli incroci azionari ha riguardato inoltre l'applicazione della teoria input output di Leontief così come adattata da Brioschi *et al.*, al fine di quantificare il valore complessivo e la quota di possesso integrato dell'azionista esterno in un gruppo di imprese.

Dal momento inoltre che il fenomeno in esame risulta strettamente legato al binomio proprietà e controllo, in quanto le partecipazioni incrociate rappresentano una modalità per ricomporre questa separazione, nel capitolo terzo si è ritenuto necessario riportare il contributo teorico di Berle e Means e quello Jensen e Meckling.

I primi due autori hanno messo in evidenza per la prima volta la divergenza di interessi che possono guidare l'operato di azionisti e amministratori; mentre i secondi, partendo da questa considerazione, hanno elaborato la teoria dell'agenzia.

La scissione tra proprietà e controllo evidenziata da Berle e Means, nonostante sia emersa nel contesto capitalistico statunitense degli anni Trenta, risulta ancora di grande attualità, visto che la figura dell'imprenditore appare sempre più necessariamente frammentata nelle sue funzioni.

Da ciò scaturiscono i conflitti di agenzia di cui sono diretta conseguenza i costi di agenzia, che influenzano, rispettivamente, la *governance* e la *performance* aziendali. Tali costi possono essere limitati dalla presenza di partecipazioni incrociate, le quali grazie al rafforzamento della posizione degli azionisti di controllo possono risolvere, almeno in parte, i conflitti di agenzia.

Dopo aver cercato di offrire un quadro teorico di riferimento sugli incroci azionari, il quanto più completo possibile, è sembrato opportuno riportare un tentativo di costruzione di partecipazioni incrociate, che ha visto protagonista un gruppo italiano. Nel capitolo quarto, infatti, è stata esaminata la vicenda, tuttora aperta, dell'accordo "sfumato" attraverso cui Vivendi S.A. e Mediaset s.p.a. avrebbero dovuto procedere ad uno scambio reciproco di azioni.

Proprio analizzando questo caso si avrà modo di comprendere come le partecipazioni incrociate, che di per se non rappresentano un meccanismo illecito, possano in alcuni casi essere utilizzate come modalità per effettuare una scalata azionaria in modo non trasparente.

Capitolo 1

Le partecipazioni azionarie incrociate: disciplina normativa e riflessi sul sistema economico

1.1. Il concetto di partecipazione reciproca

1.1.1. Definizione

Di seguito si riporta la definizione del concetto di partecipazioni incrociate distinguendole da quelle reciproche, e si metteranno in evidenza le peculiarità di entrambe.

Con il termine partecipazione incrociata si intende la contingenza per la quale due società di capitali detengono, all'interno del loro portafoglio di attività finanziarie, l'una partecipazioni dell'altra.

Nel caso di partecipazioni incrociate, la quota che l'impresa A possiede nell'impresa B è identica a quella che quest'ultima possiede nell'impresa A, mentre, nelle partecipazioni reciproche, tale identità non si verifica pertanto una società potrebbe possedere una quota maggiore/minore dell'altra.

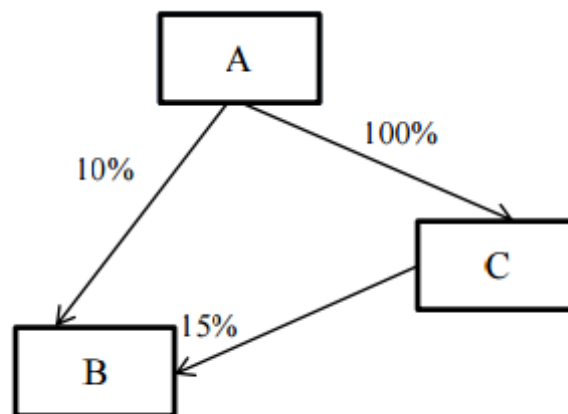
Nel linguaggio anglo-americano per riferirsi al fenomeno delle partecipazioni incrociate si utilizza il termine *cross-ownership*, ma accanto a questa fattispecie vi è anche il fenomeno della *cross-shareholding*².

Sebbene i due termini nella nostra lingua possano essere tradotti nello stesso modo, in realtà presentano una differenza fondamentale che deve essere evidenziata.

² Faccio, M. e Lang, L.H.P., "The ultimate ownership of Western European corporations" in *Jurnal of Financial Economics*, 2002, p. 373

Il *cross-holding* è caratterizzato dalla presenza di un azionista forte di riferimento che detiene il controllo su tutta la struttura sottostante (si veda figura 1).

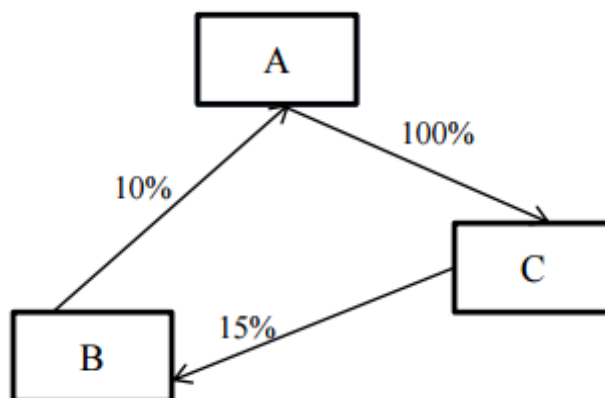
Figura 1 – Struttura tipo di *cross-holding*



Fonte: Faccio, M. e Lang, L.H.P., “The ultimate ownership of Western European corporations” in *Jurnal of Financial Economics*, 2002.

Perché ci sia *cross-ownership*, invece, è necessario che tutte le società del gruppo detengano partecipazioni (nell'esempio appena evidenziato B non possiede partecipazioni in nessuna delle altre due società), ma se si inverte la relazione che lega A e B (figura 2) si crea un incrocio azionario reciproco.

Figura 2 – Struttura tipo di *cross-ownership*



Fonte: Faccio, M. e Lang, L.H.P., *op. cit.*

Dall'esempio appena riportato si evince come, affinché si verifichi una situazione di incrocio di partecipazioni, sia necessaria la circolarità nel possesso delle quote.

Questo circuito chiuso può riguardare solamente due società (in questo caso si parla di partecipazioni reciproche) ma può estendersi ad un numero indefinito di società rendendo la struttura proprietaria più complessa.

Questa particolare situazione, sia che si verifichi in sede di sottoscrizione di capitale di nuova emissione sia successivamente in sede di acquisto di azioni già in circolazione, determina una sensibile alterazione del rapporto tra investitori e potere di gestione.

Le partecipazioni incrociate spesso vengono utilizzate come mezzo per ridurre la quota di capitale proprio che gli azionisti sono disposti ad investire per conquistare o difendere il controllo della società.

La sottoscrizione reciproca di azioni può far aumentare in modo indefinito il capitale di entrambe le società interessate senza che gli azionisti effettuino nuovi finanziamenti.

1.1.2. Cenni storici

Le partecipazioni incrociate tra imprese hanno un'origine molto antica; nel mondo orientale, tipicamente in Giappone, esistevano già nella seconda metà dell'Ottocento le *zaibatsu*³, che consistevano sostanzialmente in fitte reti di partecipazioni che si sviluppavano in senso verticale e che facevano capo a singole famiglie⁴.

Tali strutture sarebbero rinate, dopo la seconda guerra mondiale, nella nuova forma delle *keiretsu*⁵, creando intrecci proprietari non più verticali bensì in senso orizzontale; quindi molto affini all'argomento che qui ci occupa.

I *keiretsu* orizzontali hanno rappresentato uno dei primi esempi di partecipazione reciproca di imprese che operavano in settori produttivi diversi, e sono nate al fine di realizzare delle significative forme di cooperazione e di trarre beneficio dalle economie di scala che scaturivano dall'incrocio azionario⁶.

A seguito dell'occupazione nipponica degli anni Trenta, anche in Corea del Sud si sono sviluppati numerosi gruppi societari sullo stampo dei *keiretsu*, denominati *chaebol*⁷.

I *chaebol* erano caratterizzati dal fatto di essere governati da una *holding* di famiglia e si differenziavano dai *keiretsu*, perché al loro interno non avevano una banca, a causa del principio di separazione banca-industria⁸.

³ Con il termine *zaibatsu* (composto dei due caratteri cinesi *zai* «finanza» e *hatsu* «gruppo») si intende l'insieme di gruppi finanziari, industriali e commerciali, costituiti da un certo numero di imprese raccolte intorno ad alcune *holding*.

⁴ Per un approfondimento in materia vedi Gatti, F., *Storia del Giappone contemporaneo*, Mondadori Bruno, Milano, 2002.

⁵ La parola *keiretsu* è un termine giapponese («allineamento di imprese») riferito a conglomerati che raggruppano, attraverso complesse partecipazioni azionarie incrociate, società commerciali, imprese produttive, compagnie di assicurazioni e alla cui testa vi è in genere una banca che svolge il ruolo di guida del gruppo.

⁶ Per approfondimenti si rimanda Miwa, Y., Ramseyer, J. M., *The Fable of the Keiretsu: Urban Legends of the Japanese Economy*, University of Chicago Press, 2010.

⁷ Il termine *chaebol* è l'equivalente coreano dei *keiretsu* giapponesi.

⁸ Per approfondimenti si rimanda Kwōn, S., O'Donnell, M., *The Chaebol and Labour in Korea: The Development of Management Strategy in Hyundai*, Routledge (Asaa) e Almeida, H. et al., "The structure and formation of business groups: Evidence from Korean *chaebols*" in *Jurnal of Financial Economics* Volume 99, Issue 2, February 2011, Pages 447–475.

Accanto a queste realtà, tuttora presenti sia in Giappone che in Corea, anche nel resto del mondo gli intrecci proprietari sono molto diffusi, soprattutto in quei Paesi nei quali la normativa non è adeguatamente dettagliata e nei quali le imprese fanno scarso ricorso al mercato del capitale di rischio, preferendo ricorrere all'indebitamento per finanziarsi e le aziende fanno capo, tipicamente, ad una singola famiglia.

Prima dell'entrata in vigore delle normative che ne stabiliscono regole e i limiti di applicazione, per molto tempo, i legami tra imprese non hanno incontrato ostacoli sulla strada per la loro formazione.

Sempre rimanendo nel “*far east*”, infatti, è stato solo dopo la seconda guerra mondiale⁹ che il governo nipponico si è reso conto che il potere delle *zaibatsu* era troppo concentrato, tanto che ne ha imposto la dissoluzione¹⁰.

Ciò nonostante, nel resto del mondo i legami tra imprese non sono cessati, ma anzi sulla scia del Giappone e della Corea del Sud, sono stati adottati *ex-novo* da altre nazioni occidentali quali, per esempio, l'Italia e la Germania.

Tuttavia va precisato che nel nostro Paese le banche non potevano far parte dell'incrocio in ottemperanza a quanto disposto dalla legge bancaria del 1936¹¹, che pose fine al sistema della banca mista e all'intreccio tra mondo creditizio e impresa.

⁹ Nel 1947 fu emanata una rigida normativa antimonopolistica sullo stampo della legislazione antitrust americana, ma molto più rigida. Dopo la fine dell'occupazione alleata la legge subì diversi emendamenti che permisero la rinascita di entità societarie conglomerate attraverso il possesso di partecipazioni incrociate. (Cfr Negri, A., *Sistemi giuridici nel mondo*, Giappichelli, Torino, 2016, pag. 263).

¹⁰ Le motivazioni che hanno condotto alla dissoluzione di quelle strutture probabilmente erano legate agli interessi economici degli Stati Uniti, i quali hanno incentivato la ripresa dell'economia del Giappone dopo averlo ridotto ad un cumulo di macerie con le bombe atomiche.

¹¹ R.D.L. 12 marzo 1936 n. 375 convertito in legge 7 marzo 1938, n. 141, Legge bancaria del '36.

1.2. Evoluzione normativa

1.2.1. *Ratio* e modifiche dell'art. 2359 bis c.c.

Il fenomeno delle partecipazioni incrociate è stato affrontato dal legislatore del '42 con riferimento alla regolamentazione dei gruppi societari.

Nella relazione del Guardasigilli al codice civile veniva precisato che *“il raggruppamento di varie società attorno ad una che le controlla è fenomeno che corrisponde tipicamente agli orientamenti della moderna economia organizzata”*¹².

In sostanza dunque il fenomeno dei gruppi societari era considerato come una situazione vantaggiosa per la produzione nazionale e poneva le nuove società al riparo da *“eventuali difficoltà finanziarie, pur lasciando alle medesime la necessaria autonomia con la conseguente responsabilità degli uomini ... che ne sono a capo”*¹³.

All'interno di quest'ottica che privilegiava l'autonomia privata e manifestava un approccio di matrice liberista, il legislatore tuttavia ha messo in evidenza i pericoli che potevano emergere non dal funzionamento dei gruppi societari, ma dalla formazione del capitale delle società coinvolte.

Proprio per questi motivi si è astenuto dal definire il concetto di gruppo di società, mentre si è soffermato a disciplinarne esclusivamente alcuni aspetti peculiari, dando origine ad una normativa frammentaria.

Uno degli aspetti disciplinati era rappresentato dalle partecipazioni incrociate, i cui rischi erano già noti al legislatore che proprio in sede di redazione del codice civile aveva messo in evidenza come il fenomeno in esame determinasse l'eliminazione di una parte dei capitali delle società coinvolte nell'incrocio, nonostante gli stessi continuassero a figurare come integralmente sottoscritti¹⁴.

¹² Relazione al Re n. 963.

¹³ Relazione al Re, cit.

¹⁴ Relazione al Re, cit.

Da ciò si evince che l'attenzione a quel tempo era rivolta all'integrità del capitale sociale dal momento che, non essendoci limiti all'acquisto reciproco di azioni, poteva verificarsi la situazione per la quale due società possedessero ognuna il 100% dell'altra.

Solo con l'emanazione della L. 216/1974¹⁵, istitutiva della CONSOB, il legislatore italiano ha disciplinato in modo dettagliato la questione delle partecipazioni incrociate¹⁶.

L'art. 2359 c.c. è stato riformulato e in esso sono state riportate le definizioni di società controllate e società collegate¹⁷.

La normativa sulla CONSOB inoltre ha aggiunto l'art. 2359 bis c.c. che regola l'incrocio azionario in caso di controllo e che, come avremo modo di vedere nel corso dell'elaborato, ha subito nel corso degli anni sostanziali modifiche.

Il testo originale prevedeva che la società controllata potesse acquistare o sottoscrivere quote o azioni della controllante solo utilizzando denaro accantonato nelle riserve (ad esclusione di quello della riserva legale) e solo qualora esse fossero interamente liberate.

La norma sull'acquisto di partecipazioni della propria controllante permise alle società un facile *escamotage* per eludere la norma sull'acquisto delle azioni proprie; invece che acquistare le proprie azioni la società effettuava l'acquisto tramite una sua controllata.

L'art. 2357 c.c., così come modificato dal D.P.R. 30/1986¹⁸, inoltre vietava l'acquisto effettuato per il tramite di società fiduciarie o di interposta persona, ma non faceva alcun riferimento all'acquisto effettuato per il tramite di una società controllata.

¹⁵ "Conversione in legge, con modificazioni, del D.L. 8 aprile 1974, n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari", pubblicata nella G.U. n. 149 del 8 giugno 1974 in attuazione della direttiva comunitaria 92/101/CEE.

¹⁶ Art. 6 L. 216/1974.

¹⁷ Ai sensi della norma in esame si considerano società controllate quelle in cui una società detiene la maggioranza in termini di quote o azioni in un'altra società, quelle sottoposte all'influenza dominante da parte di un'altra società in virtù delle azioni possedute o di vincoli contrattuali e quelle controllate in cui il controllo avviene indirettamente tramite una catena di controllo. Lo stesso articolo definisce società collegate quelle "*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*".

¹⁸ In attuazione della direttiva 77/91/CEE del 13 dicembre 1976, pubblicata in G.U.C.E. n. L 26 del 31 gennaio 1977.

Nel limite di un decimo del valore nominale, infine, non si menzionava la necessità di computare anche le azioni possedute tramite controllate.

Tuttavia la società controllata non poteva esercitare il diritto di voto nell'ambito delle assemblee dei soci della controllante.

Nel caso di violazione dei suddetti divieti, le azioni acquistate o sottoscritte dovevano essere alienate entro sei mesi dall'approvazione del bilancio e, qualora ciò non fosse avvenuto, il collegio sindacale poteva inoltrare richiesta al tribunale affinché ordinasse la vendita delle azioni attraverso un agente di cambio o un istituto di credito.

Nel 1994 l'art. 2359 bis c.c. è stato riformulato dall'art. 2 del D. Lgs. n. 315/1994¹⁹.

Il nuovo testo non conteneva più le norme che regolavano le procedure di vendita delle azioni che rappresentavano la partecipazione e che sono state inserite nell'art. 2359 ter c.c. all'uopo introdotto dall'art. 3 del D. Lgs. in esame.

Esso invece ha sottoposto l'acquisto delle azioni all'autorizzazione dell'assemblea, sottoponendolo alla stessa disciplina prevista per l'acquisto delle azioni proprie ai sensi dell'art. 2357 c.c.

Il nuovo art. 2359 bis, inoltre, ha previsto un limite quantitativo relativo al valore nominale delle azioni o quote acquistate che è stato stabilito nel 10% del capitale della società controllante, tenendo conto non solo delle azioni o delle quote direttamente detenute, ma anche delle partecipazioni possedute dalle società da essa controllate.

È stata prevista inoltre la creazione di una riserva indisponibile di un valore corrispondente dell'importo delle azioni o quote della società controllata, che andava mantenuta finché le partecipazioni non fossero trasferite.

La novità di maggior rilievo apportata dal decreto legislativo del 1994 è di aver equiparato la normativa relativa all'acquisto di azioni proprie a quella riguardante l'acquisto tramite società controllata.

¹⁹ D. Lgs. 2 maggio 1994 n.315 pubblicato su Gazzetta Ufficiale Serie Generale n.121 del 26/5/1994.

In tal modo il legislatore ha voluto perseguire un duplice obiettivo: da un lato evitare che le partecipazioni incrociate “diluissero” i capitali nominali delle società coinvolte e dall’altro vietare agli amministratori di guadagnare, attraverso le società controllate, dei poteri personali così forti che gli permettessero in sostanza di controllare se stessi²⁰.

Da questo momento in poi, le vicende attinenti le modifiche successive dell’articolo in esame sono strettamente collegate a quelle subite dall’art. 2357 c.c.; la disciplina delle partecipazioni reciproche, infatti, per alcuni momenti della sua storia si è mossa di pari passo a quella delle azioni proprie.

Con la riforma dell’art. 2357 c.c. introdotta ad opera della l. n. 33/2009²¹, e in precedenza dal d. lgs. n. 142/2008²², si è avuto uno iato nel trattamento dell’acquisto delle azioni proprie e quello della controllata nei confronti della controllante, determinando il venir meno di quel parallelismo normativo introdotto nel 1994.

Nello specifico la soglia disposta dall’art. 2357 c.c. è stata innalzata dal 10% al 20% (da un decimo a un quinto del capitale sociale) per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, mentre per le società chiuse non vi era alcun limite.

Per quanto riguarda l’art. 2359 bis c.c., invece, il limite è rimasto invariato (10%), senza distinzione fra società aperte e chiuse.

Questa anomalia legislativa²³ è stata eliminata con l’approvazione del d. lgs. n. 224/2010²⁴ che ha ristabilito il

²⁰ Galgano, F., *Trattato di Diritto Commerciale*, Zanichelli, Bologna, 2013.

²¹ L. 9 aprile del 2009, n. 33, legge di conversione del d.l. 10.2.2009, n. 5., “Misure urgenti a sostegno dei settori industriali in crisi”, pubblicata nella Gazzetta Ufficiale n. 34 dell’11 febbraio 2009.

²² D. lgs. 4 agosto del 2008, n. 142 “Attuazione della direttiva 2006/68/CE, che modifica la direttiva 77/91/CEE relativamente alla costituzione delle società per azioni nonché alla salvaguardia e alle modificazioni del capitale sociale”, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 216 del 15 settembre 2008.

²³ La difficoltà di coordinamento delle due norme è stata messa in evidenza in dottrina da Stella Richter che sottolinea come le società per azioni che ricorrevano al capitale di rischio fossero sottoposte al rispetto del limite del 20% per l’acquisto di azioni proprie, mentre dovessero rispettare il limite del 10% nel caso di acquisto o sottoscrizione di azioni di società controllate (Stella Richter, M., *Novo e novissimo regime dell’acquisto delle proprie azioni*, in Ferri, G., Stella Richter, M., (a cura di), *Profili attuali di diritto societario europeo*, Milano, Giuffrè, 2010, p. 121.

²⁴ D. Lgs. del 24/11/2010 n. 224, “Disposizioni integrative e correttive del decreto legislativo 4 agosto 2008, n. 142, recante attuazione della direttiva 2006/68/CE che modifica la direttiva 77/91/CEE relativamente alla costituzione delle società per azioni, nonché alla salvaguardia e alle modificazioni del loro capitale sociale”, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 300 del 24 dicembre 2010.

coordinamento fra l'art. 2357 c.c. e l'art. 2359 bis c.c., attraverso la modifica del terzo comma di quest'ultimo il quale prevede che *“in nessun caso il valore nominale delle azioni acquistate a norma dei commi primo e secondo può eccedere la quinta parte del capitale della società controllante qualora questa sia una società che faccia ricorso al mercato del capitale di rischio, tenendosi conto a tal fine delle azioni possedute dalla medesima società controllante o dalle società da essa controllate”*²⁵.

In questo modo le due discipline sono state di nuovo riunite, trovando nel limite di un quinto del capitale il loro punto di congiunzione.

1.2.2. Ambito di applicazione

L'art. 2359 bis c.c. rappresenta il punto di partenza per l'esame delle partecipazioni incrociate.

Tuttavia il dispositivo della norma in questione non esaurisce la casistica della fattispecie; esso infatti si applica solo nei casi in cui tra le società partecipate vi sia un rapporto di controllo²⁶.

L'attuale formulazione della norma in esame prevede, come per le azioni proprie, che la società controllata possa acquistare azioni o quote della controllante solo nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili che risultano dall'ultimo bilancio regolarmente approvato e che possano essere oggetto di acquisto soltanto azioni interamente liberate²⁷.

Per utile distribuibile si intende l'utile netto non gravato da alcun vincolo di destinazione, e dunque liberamente ripartibile²⁸.

²⁵ Decreto Legislativo 29 novembre 2010, n.224, pubblicato nella *Gazzetta Ufficiale* n. 300 del 24 dicembre 2010.

²⁶ 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.

²⁷ Comma 1 art. 2359 bis c.c.

²⁸ Maffei, A. A., *Commentario breve al Diritto delle Società*, III ed., Cedam, Padova, 2015.

Sono riserve disponibili quelle facoltative costituite senza alcuna destinazione specifica e gli utili non distribuiti riportati a nuovo.

È necessario, infine, che siano rispettati i requisiti della regolare approvazione del bilancio e che le riserve o gli utili siano realmente esistenti.

Così come disposto dall'art. 2357 c.c., è previsto che l'acquisto delle quote e delle azioni deve essere autorizzato dall'assemblea e, nel caso in cui la società controllante faccia ricorso al mercato del capitale di rischio, occorre che il valore nominale delle azioni acquistate non superi 1/5 del capitale della società controllante²⁹.

Al fine di calcolare questo limite occorre fare riferimento alle azioni possedute dalla controllante o dalle società da essa controllate.

Vi è inoltre l'obbligo di iscrivere a bilancio una riserva indisponibile pari all'importo delle azioni o quote acquistate iscritto all'attivo, e di mantenere tale iscrizione fino al trasferimento delle partecipazioni³⁰.

La riserva è volta a tutelare la consistenza patrimoniale delle società tra le quali intercorre un rapporto di controllo.

La norma in esame inoltre pone il divieto alla società controllata da altra società di esercitare il diritto di voto nelle assemblee di quest'ultima e precisa, infine, che la sua applicazione si estende anche agli acquisti fatti attraverso società fiduciaria o per interposta persona.

Alla luce dell'analisi della normativa, va rilevato come parte della dottrina³¹ ha ritenuto che essa rappresenti una disposizione che allo stesso tempo è incompleta, per il fatto di essere rivolta alla sola controllata, ed eccessiva, in riferimento al rapporto tra l'importo della riserva e quello del capitale "gonfiato" a seguito dell'operazione; capitale che di solito è un sottomultiplo della riserva.

²⁹ Comma 3 art. 2357 c.c.

³⁰ Comma 4 art. 2359 bis c.c.

³¹ Colombo, G. E., "La partecipazione di società di capitali ad una società di persone", in Riv. Soc., 1998.

1.2.3. Limiti quantitativi e qualitativi

Dall'esame del *corpus* dell'art. 2359 bis c.c. si nota che il legislatore ha previsto delle limitazioni che impediscono alla società controllata di acquistare titoli partecipativi della sua controllante.

Al limite di tipo puramente quantitativo (1/5 del capitale) si affiancano limiti più prettamente qualitativi che si riferiscono ai requisiti per effettuare in pratica l'acquisto.

Come già evidenziato le azioni acquistate devono essere interamente liberate, cioè corrispondenti a conferimenti interamente effettuati.

I mezzi finanziari per effettuare l'acquisto devono provenire obbligatoriamente da utili distribuibili e da riserve disponibili dal momento che l'acquisto reciproco di azioni per un importo superiore ad essi *“determinerebbe un indiretto ed illegittimo rimborso dei conferimenti agli azionisti”*³².

L'acquisto deve essere autorizzato dall'assemblea ordinaria della società controllata e quest'ultima non può esercitare il diritto di voto nelle assemblee della controllante.

Riguardo a quest'ultimo limite qualitativo, la dottrina è animata da un acceso dibattito.

Da una parte vi è chi sostiene che la controllata dovrebbe poter votare nelle assemblee della controllante, in quanto autonomo centro di interessi, al fine di contribuire a stabilire la politica di indirizzo del gruppo³³.

Dall'altra c'è chi invece afferma che, nonostante l'autonomia giuridica della controllata, sia innegabile che una società controllata subisca l'influenza dominante della controllante; pertanto il divieto del voto sarebbe atto ad impedire che i rappresentanti della controllata

³² Cendon, P., (a cura di), *Commentario al codice civile*, Giuffrè, Milano, 2010.

³³ Ferri, G. B., *Manuale di diritto commerciale* (XII ed. a cura di Angelici, C. e Ferri, G.B.), Utet giuridica, Torino, 2006.

possano essere mossi da interessi diversi da quelli della società di cui sono rappresentanti nel momento dell'esercizio del voto³⁴.

1.2.4. La riforma del 1998

Un passaggio fondamentale nella normazione delle partecipazioni reciproche è rappresentato dall'emanazione del Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria (TUF)³⁵ che ha dedicato l'art. 121 alla loro disciplina.

Il TUF, che rappresenta il primo intervento legislativo in materia di *corporate governance* volto a coniugare il buon funzionamento del mercato e la stabile gestione delle imprese, ha regolato le partecipazioni reciproche, proprio per la loro attitudine intrinseca a rafforzare le posizioni di comando, creando solidi sistemi di *corporate governance*.

Uno degli aspetti maggiormente caratteristici di questa norma riguarda il fatto che è rivolta a regolare i casi esclusi dall'ambito di applicazione del già esaminato art. 2359 bis c.c..

La disposizione si applica esclusivamente alle partecipazioni reciproche tra società fra le quali non sussiste un rapporto di controllo.

Tale specifica disciplina in materia di partecipazioni reciproche è rivolta alle società quotate ed è pacifico che la normativa in questione “miri principalmente ad assicurare una sufficiente circolazione dei diritti proprietari delle società che si rivolgono al pubblico risparmio, impedendo che il loro governo, attraverso il ricorso a partecipazioni reciproche, sia sottratto al mercato e rimesso alla reciproca cooptazione fra i gruppi di controllo ed i gestori delle società coinvolte”³⁶.

³⁴ P. Cendon, op. cit.

³⁵ D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (TUF), Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52, pubblicato nel supplemento ordinario alla G. U. n. 71 del 26/03/1998.

³⁶ Gianni, F., *La contendibilità del controllo delle imprese: misure difensive e tutela del mercato*, Relazione al Convegno Synergia Formazione “Le partecipazioni reciproche e le partecipazioni

La *ratio* della norma è tesa ad evitare che l'incrocio di partecipazioni determini un inquinamento del processo di formazione della volontà assembleare delle società coinvolte con il conseguente rischio di turbare il mercato.

Nella letteratura economica, inoltre, si riconosce da tempo la possibilità di effettuare incroci azionari con altre società, riconoscendo in ciò uno strumento per ridurre la quota di capitale proprio che un gruppo di azionisti deve investire per conquistare, mantenere e difendere, soprattutto in caso di scalata, il controllo della società.

Si può meglio comprendere, quindi, il significato della disposizione contenuta nell'art. 121, comma 1 del TUF ai sensi della quale, fuori dai casi previsti dall'art. 2359 *bis* c.c., in caso di partecipazioni reciproche eccedenti rispettivamente il 2% in una società con azioni quotate e il 10% in società per azioni non quotate o in società a responsabilità limitata, la società che ha superato il limite successivamente non può esercitare il diritto di voto inerente alle azioni o quote eccedenti ed è tenuta ad alienarle entro 12 mesi dalla data in cui ha superato il suddetto limite.

La norma dispone, inoltre, che in caso di mancata alienazione, la sospensione del diritto di voto si estenderà all'intera partecipazione.

Il TUF si preoccupa di individuare il momento di superamento delle soglie suddette in quanto le conseguenze stabilite ricadranno solo sulla società che abbia superato le soglie per ultima.

Il momento al quale si dovrà fare riferimento è la data di conclusione del contratto, indipendentemente dalla successiva data di liquidazione dell'operazione.

In tutti gli altri casi, si dovrà fare riferimento alla data di perfezionamento dell'atto di acquisto della partecipazione ai sensi della rispettiva disciplina civilistica.

Come accennato, l'art. 121 del TUF prevede espressamente che i limiti alle partecipazioni incrociate non trovino applicazione nei casi previsti dall'art. 2359 *bis* c.c., che, come noto, disciplina in via generale l'incrocio azionario fra società controllante e società controllata.

Da ciò deriva che il fenomeno delle partecipazioni reciproche viene disciplinato esclusivamente dalle norme contenute nell'art. 2359 *bis* c.c., anche con riferimento alle società quotate, in tutti i casi in cui al verificarsi dell'incrocio fra le due società sussista una relazione di controllo unilaterale e, di conseguenza, solamente nel caso in cui non vi sia tale relazione di controllo troveranno applicazione i più stringenti limiti quantitativi sanciti dall'art. 121 del TUF.

E' bene sottolineare, comunque, che le regole ed i limiti indicati nell'art. 2359 *bis* c.c. troveranno applicazione solamente nell'ipotesi in cui una società acquisti una partecipazione nella società che già la controlla, restando inteso che nel caso in cui una società quotata voglia acquisire il controllo di un'altra società la quale detiene nella prima una partecipazione rilevante ai sensi dell'art. 121 del TUF (ma non il controllo), l'art. 2359-*bis* c.c. non sarà applicabile.

La circostanza per cui, all'esito della citata operazione, si venga a determinare una relazione di controllo fra le società parte dell'incrocio azionario non consente di per sé di rendere applicabile l'art. 2359-*bis* c.c., che, come detto, presuppone l'antecedenza temporale del controllo unilaterale rispetto all'incrocio di partecipazioni.

Il secondo comma dell'art. 121 TUF permette l'innalzamento della soglia dell'incrocio azionario dal 2% al 5% nel caso in cui vi sia stata una apposita delibera da parte delle assemblee di entrambe le società.

Ciononostante la decisione finale rimane in capo al management, con tutte le implicazioni che questo comporta in termini di responsabilità e dei poteri di rappresentanza³⁷.

³⁷ Gli amministratori risulteranno pienamente responsabili, anche in presenza dell'approvazione assembleare, in caso di acquisti di partecipazioni reciproche circoscritti nell'ambito della soglia del

1.3. La contendibilità delle imprese reciprocamente controllate e la tutela degli azionisti di minoranza

“L’Italia è considerato universalmente un paese in cui la struttura proprietaria delle imprese italiane è fortemente concentrata, in cui il mercato di borsa è relativamente piccolo, almeno nel confronto internazionale e in cui il livello di protezione del risparmiatore è modesto”³⁸. Ad un investitore straniero l’Italia appare come un Paese caratterizzato da strutture proprietarie complesse, articolate su piramidi finanziarie, patti di sindacato e partecipazioni incrociate, attributi questi estranei ai Paesi anglo-americani e che limitano la contendibilità delle imprese.

Nel passato però la situazione era molto diversa; le differenze tra imprese italiane e anglosassoni erano impercettibili.

Le differenze si sono accentuate nel periodo compreso tra le due guerre mondiali quando le imprese anglosassoni, in particolare quelle inglesi, hanno abbandonato il modello a controllo familiare sotto la spinta di una serie di fusioni e acquisizioni mentre quelle tedesche (e quelle italiane) si sono concentrate maggiormente ad evitare la diluizione della proprietà conseguente al processo di ampliamento della platea degli investitori.

Tutto ciò ha portato inevitabilmente ad una maggiore concentrazione della proprietà, che nel momento in cui si scrive rappresenta un tratto caratterizzante di queste economie a livello sia di piccole che di grandi imprese.

La concentrazione proprietaria elimina, o quantomeno limita, il problema della separazione tra proprietà e controllo in modo tale che i manager non possano disporre di un potere avulso da qualsiasi

5%, ma risultanti dannosi per l’integrità patrimoniale della società. In secondo luogo, la mancanza o il rifiuto dell’autorizzazione assembleare all’accordo per innalzare la soglia al 5% non determinerà una limitazione dei poteri di rappresentanza ai sensi dell’art. 2384 c.c., comportando solo la sospensione del diritto di voto e l’obbligo di alienazione in relazione alle azioni eccedenti il limite generico del 2%, secondo quanto previsto dal comma 1 dell’art. 121 del TUF.

³⁸ Onado, M., “La struttura proprietaria dell’impresa”, in AA.VV., *Proprietà e controllo dell’impresa: il modello italiano stabilità o contendibilità?*, centro nazionale di prevenzione e difesa sociale (relazione del convegno), giuffrè, Milano, 2008.

interferenza degli azionisti. Proprio per questo è importante ricordare come in Italia si sia sempre optato per un controllo certo piuttosto che per la dotazione di una solida base finanziaria, con tutti gli inconvenienti in termini di competitività e di basso livello di complicazione delle produzioni³⁹.

Tuttavia, oltre agli effetti negativi in termini industriali, un nuovo conflitto si origina dalla concentrazione azionaria: quello che vede contrapposti azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza; ancora, questo, un problema di agenzia.

Con l'utilizzo delle strutture piramidali, delle partecipazioni reciproche e degli altri meccanismi di rafforzamento del controllo la questione si accentua ulteriormente dal momento che gli azionisti di minoranza subiscono le decisioni e le linee di condotta dettate da chi detiene il controllo.

Ma ciò che più di tutto danneggia gli azionisti di minoranza sono i benefici privati del controllo di cui si appropriano gli azionisti di maggioranza che li spingono a dirottare le risorse verso obiettivi a loro favorevoli ma improduttivi quali l'attribuzione a sé stessi di elevati salari o nomine nepotistiche. Tutto ciò riduce la *“disponibilità dei controllanti a cedere il controllo anche quando divenuti inadeguati nella gestione dell'impresa”*⁴⁰.

Un altro tratto caratteristico delle partecipazioni incrociate come strumento per limitare la contendibilità del mercato si ha nel caso delle offerte pubbliche di acquisto.

Qualora una società, infatti, intenda acquisire il controllo di un'altra, la società target (e i suoi azionisti di maggioranza) potrebbero trovare conveniente, per evitare di perdere il controllo, acquistare partecipazioni eccedenti le soglie previste dai commi 1 e 2 dell'art. 121 TUF cosicché la società offerente si ritroverebbe a superare il limite per seconda, a vedere congelato il suo diritto di voto per le partecipazioni acquistate all'esito dell'OPA e ad alienare le azioni eccedenti la soglia massima prevista.

³⁹ Per approfondimenti si veda Macheda, F., *I falsi miti del social-liberismo*, consultabile su www.economiaepolitica.it, 2010.

⁴⁰ Banca d'Italia, *Relazione Annuale sul 2009*, Roma, 2010.

Molto è già stato scritto in merito delle clausole statutarie di difesa da una scalata⁴¹, ma ciò che si vuole enfatizzare al riguardo viene esemplificato nelle parole dell'ex commissario della CONSOB il prof. Luca Enriques secondo il quale il tentativo di rendere le società scalabili per decreto (attraverso l'introduzione delle suddette clausole) è fallito *in toto* e che l'unico effetto prodotto da esse è stato quello "*di spingere i soci di controllo verso un maggiore ricorso ai gruppi piramidali, alle partecipazioni reciproche o a forme di coalizione formali o informali, quali i patti parasociali*"⁴².

È importante sottolineare come l'Italia si caratterizzi contemporaneamente per avere il più basso numero di imprese che si attengono al principio di proporzionalità e la maggior frequenza di imprese che ricorrono simultaneamente a più strumenti di rafforzamento del controllo.

Si evince, dunque, come la severità⁴³ delle norme italiane riguardo i limiti posti agli incroci azionari sia necessaria al bilanciamento dei diritti contrapposti degli azionisti controllanti e non controllanti.

La possibilità di ricorrere agli incroci azionari riduce la tutela degli azionisti di minoranza e quindi peggiora le condizioni a cui questi sono disposti a fornire capitale di rischio necessario per finanziare l'espansione delle società italiane.

Le partecipazioni reciproche comportano anche effetti di natura funzionale; anomalie nel regolare processo di formazione delle linee di condotta decise dal management.

Attraverso le partecipazioni reciproche potrebbe verificarsi, infatti, che gli amministratori della controllante acquisiscano una posizione di potere personale che giunga a realizzare un

⁴¹ Per un esame approfondito della clausola di neutralizzazione e della passivity rule si rimanda a D'Ambrosio C., *Offerta pubblica di acquisto: poteri e responsabilità degli amministratori*, Cedam, Padova, 2014.

⁴² Convegno "Dieci anni di Testo unico della Finanza: bilanci e prospettive", Università di Roma Tor Vergata, 29 ottobre 2008.

⁴³ Il limite del 2% previsto in Italia è tra i più bassi tra quelli previsti nell'ordinamento degli Stati europei dotati di una specifica disciplina in materia. Ciò è dovuto alla miglior protezione che gli altri ordinamenti europei offrono agli azionisti di minoranza su diversi fronti. In Italia, per esempio, la diffusione delle azioni di risparmio implica una separazione tra proprietà e controllo, cosa che non avviene nella maggior parte degli altri paesi europei.

“inquinamento” del potere decisionale dell’organo deliberante, cioè dell’assemblea.

In sostanza viene alterato il principio di autonomia tra l’organo proprietario e l’organo gestorio *“consentendo agli amministratori della società controllante di decidere nelle votazioni dell’assemblea della stessa per il tramite degli amministratori della società controllata da loro nominati”*⁴⁴.

Qualora infatti i consigli di amministrazione della controllante e della controllata possano nominarsi in modo reciproco è inevitabile che essi godano di una sorta di tutela in base alla quale si sottraggono alla possibilità di essere revocati.

Gli amministratori della controllante Alfa parteciperanno in qualità di rappresentanti all’assemblea della controllata Beta ed esprimeranno dunque un voto che inciderà sulla volontà societaria, allo stesso modo gli amministratori della controllata Beta voteranno in seno all’assemblea della controllante Alfa.

In questo modo viene meno l’indipendenza degli amministratori di Beta riguardo l’attività di gestione della società dal momento che gli stessi sono stati nominati dagli amministratori di Alfa in virtù della partecipazione rilevante detenuta dalla società di cui sono rappresentanti.

Le decisioni che emergeranno dalle delibere assembleari saranno quindi necessariamente influenzate in modo interdipendente, come ad esempio nel caso dell’approvazione del bilancio.

In questo contesto, tra i due organi si viene a creare un rapporto di autoreferenzialità che rischia di creare organi di gestione “blindati” e inamovibili, spesso identificato con il termine “autocooptazione degli amministratori”⁴⁵.

⁴⁴ Gianni, F., *La contendibilità del controllo delle imprese: misure difensive e tutela del mercato*, Relazione al Convegno Synergia Formazione “Le partecipazioni reciproche e le partecipazioni rilevanti” Milano, 16 dicembre 2008. Consultabile sul sito http://www.gop.it/doc_pubblicazioni/10_bnscoybsht_ita.pdf.

⁴⁵ La cooptazione è un metodo per la scelta dei nuovi membri di un organo collegiale, consistente nella loro elezione da parte dell’organo stesso (o di un collegio ristretto costituito al suo interno). L’art. 2386 c.c. prevede che, nell’ipotesi in cui vengano a cessare solo alcuni dei componenti il consiglio di amministrazione e rimanga in carica la maggioranza dei consiglieri nominati dall’assemblea, si faccia ricorso al sistema della cooptazione mediante il quale i superstiti nominano i

Maggiore è la reciprocità delle partecipazioni detenute maggiore è il rischio che le società effettuino una gestione concordata dell'attività di impresa che può arrivare alla creazione di strutture comuni, di canali privilegiati di informazione e allo scambio degli stessi amministratori (c.d. *interlocking directorates*).

Per tutte queste ragioni l'ordinamento giuridico ha posto dei vincoli alle partecipazioni incrociate volto a contenere le manovre speculative che possono essere effettuate attraverso gli incroci azionari e ad attenuare l'indecifrabilità delle mappe azionarie, che l'osservatore esterno non è in grado di identificare.

Dalle considerazioni sin qui svolte si può comprendere come le partecipazioni reciproche determinino la concentrazione del potere di controllo nelle mani di pochi; una sorta di aristocrazia del potere che tende a rinforzarsi e ad avere un peso economico e politico che il piccolo risparmiatore non avrà mai.

Da questa posizione favorevole chi detiene il controllo si può appropriare dei benefici privati del controllo a scapito degli altri, mentre le conseguenze negative dell'attività di impresa ricadranno indistintamente su tutti gli investitori, di controllo e non.

Citando il grande giurista Louis Brandeis "Possiamo avere la democrazia o possiamo avere la ricchezza concentrata nelle mani di pochi, ma non possiamo averle entrambe"⁴⁶.

Nonostante queste situazioni di eccessiva concentrazione di potere nelle mani di pochi abbiano determinato nel corso della storia gravi manifestazioni di crisi l'uomo, come scrisse Carlo Cipolla, non impara un accidente di nulla e continua a ripetere con monotona pervicacia gli stessi errori del passato⁴⁷.

nuovi consiglieri in modo da reintegrare il numero prestabilito. Nel caso in cui, invece, sia venuta meno la maggioranza dei consiglieri nominati dall'assemblea debba essere la stessa a nominare i nuovi consiglieri.

⁴⁶ Brandeis si riferisce, formulando la frase citata, alla situazione creatasi negli Stati Uniti durante la prima rivoluzione industriale degli anni Trenta dell'Ottocento e la seconda degli ultimi decenni dell'Ottocento. Tuttavia si ritiene che questo aforisma possa essere estratto dal contesto nel quale è inserito e riproposto anche nel caso europeo e dell'Italia in particolare.

⁴⁷ Cipolla, C. M., *Tre storie extra vaganti*, il Mulino, Bologna, 1994.

Capitolo 2

Cross-ownership: elementi teorici

2.1. Premessa

Le partecipazioni incrociate quali esempio di legame mutuo tra gruppi di imprese possono essere studiate sotto numerose sfaccettature.

Si ribadisce che, a differenza delle partecipazioni monodirezionali, questo tipo di legami caratterizzati da un certo grado di simmetria hanno funzioni di stabilizzazione degli assetti di controllo e di coordinamento delle condotte.

Consapevoli dei rischi già evidenziati nel corso dell'elaborato, in questo capitolo ci si propone di affrontare l'argomento sotto l'aspetto squisitamente economico anche con l'ausilio della formalizzazione matematica sviluppata in letteratura.

Data la natura poliedrica del tema verranno presi in considerazione alcuni dei principali contributi teorici al fine di avere una visione organica e quanto più completa possibile. L'analisi partirà dalle modalità con le quali la prassi aziendalistica tratti le partecipazioni reciproche nel momento della redazione dei bilanci e cosa, nella pratica, la legge imponga di fare al riguardo.

Si noterà come in contesti come quelli che si vengono a creare con le partecipazioni incrociate un azionista si trovi in una posizione dominante rispetto agli altri e come, dallo sfruttamento di questa situazione, sia in grado di appropriarsi dei benefici privati del controllo. Tale posizione dominante può essere raggiunta anche attraverso altre strutture che permettono di minimizzare l'investimento e contestualmente di massimizzare i benefici del controllo e quindi si

effettuerà un confronto tra le partecipazioni incrociate e queste strutture alternative.

Ci si concentrerà poi sulle tecniche di misurazione sviluppate dalla letteratura per dare consistenza al grado di controllo esercitato da questo azionista forte, che si sostanziano negli indici di potere di Shapley-Shubick e di Banzhaf.

Infine, si analizzerà l'applicazione alle partecipazioni incrociate della teoria input-output di Leontief, elaborata dalla letteratura economica, allo scopo di mettere in relazione i due aspetti fondamentali di valore societario e controllo integrato e di darne una visione d'insieme.

2.2. Le partecipazioni incrociate come strumento per minimizzare l'investimento

2.2.1. Modalità operative

Le partecipazioni incrociate rappresentano, al pari delle piramidi, un *“espediente giuridico elaborato allo scopo di avere il controllo di una società senza possedere la maggioranza delle sue azioni”*⁴⁸.

In un gruppo federativo ogni società possiede partecipazioni azionarie in altre imprese del gruppo ed è a sua volta partecipata da altre società del gruppo; in questa struttura non vi è una *holding* principale alla quale è demandato il coordinamento delle attività ma tale funzione è svolta tramite vari meccanismi sia formali che informali quali, ad esempio, incontri periodici tra i presidenti e/o lo scambio di informazioni.

Come osservato dalla dottrina ragionieristica gli incroci azionari pongono *“il delicato problema di rappresentare l'effettiva consistenza del capitale netto del gruppo, depurandolo da poste fittizie a fronte*

⁴⁸ Berle, A. A. e Means, G. C., *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York, 1932 (ed. Italiana: *Società per azioni e proprietà privata*, Einaudi, Torino, 1966).

delle quali non sussistono vere e proprie attività, bensì l'immagine speculare di quote del capitale medesimo”⁴⁹.

Proprio per risolvere questo problema sono stati elaborati appositi metodi: il *conventional method* e il *treasury stock method*⁵⁰.

Il primo prevede la brutale eliminazione della partecipazione incrociata, il secondo invece consiste nell'esposizione della stessa in bilancio o tra le poste dell'attivo (direttamente o indirettamente rettificato tramite apposito fondo) oppure a diretta riduzione del patrimonio netto.

Il nostro legislatore ha risolto il dilemma prescrivendo che dal patrimonio netto delle imprese incluse nel consolidamento vada prioritariamente detratto il valore contabile delle azioni o quote della società cui spetta l'obbligo di redigere il bilancio consolidato⁵¹. Questo è reso possibile grazie alla contemporanea iscrizione del valore della partecipazione nello stato patrimoniale consolidato, in attivo, sotto la voce “azioni o quote proprie” e, tra le poste del netto, come “riserva azioni o quote proprie”.

Si ipotizzi ad esempio che vi siano due società X e Y, dove Y è controllata al 100% da X e che possiede una quota partecipativa in X pari al 5%.

⁴⁹ Montrone, A., *Il bilancio di gruppo tra normativa nazionale e principi contabili internazionali. Profili evolutivi e comparativi*, Franco Angeli, Milano, 2009.

⁵⁰ Petri, E. e Minch, R., *The Treasury Stock Method and Conventional Method in Reciprocal Stockholdings-An Amalgamation*, in *The Accounting Review*, Vol. 49, No. 2, 1974.

⁵¹ Decreto legislativo 9 aprile 1991, n. 127, “Attuazione delle direttive n. 78/660/CEE e 83/349/CEE in materia societaria, relative ai conti annuali e consolidati, ai sensi dell'art. 1, comma 1, della Legge 26 marzo 1990, n. 69”, pubblicato su Gazzetta Ufficiale del 17 aprile 1991, n. 90.

Le situazioni patrimoniali delle due aziende al 31/12 saranno:

Figura 2.1.- Stato patrimoniale al 31/12/n delle società X e Y

STATO PATRIMONIALE X			
Cassa	50	Debiti	220
Crediti	140	Capitale sociale	200
Magazzino	130	Riserve	100
Partecipazione Y	200		
Totale	520	Totale	520

STATO PATRIMONIALE Y			
Cassa	20	Debiti	80
Crediti	60	Capitale sociale	185
Magazzino	90	Riserva per azioni	
Partecipazione X	15	società controllante	15
Immobili	95		
Totale	280	Totale	280

Fonte: Montrone, A., *Il bilancio di gruppo tra normativa nazionale e principi contabili internazionali. Profili evolutivi e comparativi*, Franco Angeli, Milano, 2009.

Mentre il consolidato si presenterà così strutturato:

Figura 2.2.- Stato patrimoniale consolidato al 31/12/n

STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO			
Cassa	70	Debiti	300
Crediti	200	Capitale sociale	200
Magazzino	220	Riserve	85
Immobili	95	Riserva azioni proprie	15
Azioni proprie	15		
Totale	600	Totale	600

Fonte: Montrone, A., *Il bilancio di gruppo tra normativa nazionale e principi contabili internazionali. Profili evolutivi e comparativi*, Franco Angeli, Milano, 2009.

A fronte della presenza di partecipazioni reciproche, le azioni detenute dalla società partecipata devono essere trattate contabilmente dalla capogruppo come azioni proprie.

Ne consegue che nel bilancio consolidato all'interno della posta "azioni proprie" saranno comprese sia le azioni possedute dalla capogruppo, che quelle detenute da tutte le altre imprese oggetto di consolidamento. Tali azioni vanno iscritte nello stato patrimoniale consolidato al loro costo d'acquisto e all'interno del patrimonio netto consolidato deve essere creata una riserva indisponibile il cui importo deve coincidere con quello che compare nell'attivo.

In contesti caratterizzati dalla presenza di partecipazioni reciproche accade che un soggetto assuma il ruolo di azionista dominante, riuscendo a prendere il comando della società a fronte di un investimento esiguo di risorse monetarie e abusi della sua posizione di controllo per ottenere benefici privati a discapito degli azionisti di minoranza.

I benefici privati del controllo possono essere molteplici: nomine nepotistiche (che alterano la gestione societaria), elevati salari, vendita dei beni o dei prodotti a prezzi inferiori rispetto al loro valore di mercato.

È evidente infatti che se da una parte gli incroci azionari, rafforzando le posizioni di controllo, determinano la creazione di un sistema di *corporate governance* stabile ed efficiente, dall'altra possono comportare l'estromissione degli azionisti di minoranza dalla gestione sociale.

Il rischio è che si crei un sistema di "*proprietà circolare*"⁵² ed autosufficiente che annienti il ruolo degli azionisti di minoranza e più in generale del mercato, qualora lo scopo degli incroci azionari sia quello di creare delle alleanze non trasparenti per la gestione della società. Gli azionisti di minoranza, quindi, sono scoraggiati dall'investire i loro risparmi e si produce "*un inasprimento del canale*

⁵² Quirici, M. C., *Il mercato mobiliare: L'evoluzione strutturale e normativa*, Franco Angeli, Milano, 2010.

che dovrebbe portare flussi di capitale di rischio nelle imprese quotate e, quindi, finanziare lo sviluppo delle stesse”⁵³.

In Italia la protezione di questa categoria di azionisti è obiettivamente più difficile a causa dell’assetto della proprietà e del controllo, caratterizzato da una concentrazione proprietaria elevata⁵⁴ e del comportamento inerme dei soci minoritari forti (cioè di quegli azionisti con quote minori ma con peso sufficiente ad impedire comportamenti pregiudizievoli degli interessi della società) che mandano deserte un gran numero di assemblee ordinarie con un tasso di assenteismo prossimo al 90%⁵⁵.

In definitiva, pur detenendo una quota proprietaria relativamente elevata, il secondo azionista nelle società controllate, di solito rappresentato da istituzioni finanziarie e investitori istituzionali, non manifesta segni evidenti di attivismo o di *monitoring* dell’operato di chi detiene il controllo in quanto, spesso, la quota partecipativa da esso detenuta viene utilizzata al fine del sostegno dell’azionista più forte.

Tuttavia, recentemente, si evidenziano segnali in controtendenza che vedono un progressivo aumento dell’interesse degli investitori istituzionali e degli intermediari finanziari nella vita sociale.

Distinguendo tra le situazioni in cui l’incrocio azionario riguarda aziende che operano in *business* compatibili e quelle in cui tale compatibilità non sussiste, occorre domandarsi quando gli incroci azionari abbiano finalità di accordi industriali oppure siano mossi da interessi speculativi, cioè volti ad assumere una posizione di controllo attraverso un impiego minimo di risorse finanziarie.

⁵³ Piluso, F., *Fondi hedge attivisti nel contesto dello shadow banking: minaccia o opportunità?*, Egea, Milano, 2013.

⁵⁴ Come si evince dalla lettura del Rapporto 2014 sulla *corporate governance* delle società quotate italiane, l’85% delle società quotate (75% circa in termini di capitalizzazione) risulta controllata da uno o più azionisti. Le società non controllate di tipo *widely held* sono 10, ma pesano per il 20% in termini di capitalizzazione. Le famiglie controllano il 61% delle imprese quotate, corrispondenti al 30% circa della capitalizzazione complessiva. Lo Stato continua ad avere un peso considerevole, controllando 21 società per una capitalizzazione pari a quasi il 35% del mercato. Dal 1998 al 2013 si è dimezzata la percentuale di imprese parte di gruppi verticali/misti (dal 39% al 20% circa).

⁵⁵ Relazione per l’anno 2001 del presidente della CONSOB Luigi Spaventa, 31 marzo 2002, consultabile su <http://www.consob.it/documents/46180/46181/dsc2001.pdf/654711ae-f82f-4ed8-a692-0406f6473464>.

A tale proposito si può affermare che, qualora le società coinvolte nell'incrocio operino nello stesso settore, in settori affini o nella stessa filiera, probabilmente la creazione di partecipazioni reciproche scaturisce dalla volontà di creare un'alleanza volta alla penetrazione o al consolidamento all'interno di un mercato.

Nel caso in cui, invece, l'incrocio riguardi *business* incompatibili, si pone il dubbio sulla reale finalità dell'operazione, in quanto essa potrebbe rappresentare uno strumento rivolto esclusivamente alla riduzione dell'investimento finanziario.

Tuttavia tale distinzione non può essere assunta in modo così perentorio, in quanto occorre necessariamente contestualizzare l'operazione di scambio di partecipazioni all'interno del perimetro storico-sociale in cui si colloca. A tale proposito, nel capitolo quarto, si avrà modo di verificare come, nonostante la compatibilità tra i *business* delle aziende oggetto del caso preso in esame, sussistono dubbi sulle reali intenzioni alla base dell'operazione, ovvero se l'accordo industriale celi la volontà di una delle due di effettuare una scalata azionaria.

2.2.2. Confronto con le strutture piramidali e le azioni con differenti diritti di voto

Con riferimento al concetto di *corporate ownership* (proprietà dell'impresa) gran parte della letteratura⁵⁶ distingue tra la ben nota proprietà diffusa (*dispersed ownership*, DO), la struttura controllata (*controlled structure*, CS) e le strutture controllate con il possesso della minoranza delle quote (*controlling-minority structure*, CMS).

Per DO si intende la grande impresa con capitale di rischio diffuso tra un'ampia platea di investitori, ciascuno dei quali risulta troppo piccolo per esercitare un controllo certo sull'intera struttura, controllo che viene delegato ai manager determinando i problemi di agenzia che si analizzeranno in seguito.

⁵⁶ Bebchuck, L., Kraakman, R. e Triantis, G., *Stock pyramids, cross-ownership and dual class equity: the creation and agency costs of separating control from cash flow rights, in concentrated corporate ownership* (Mork, R., ed.), Harvard Law School Olin Discussion Paper n. 249, 1999.

Al contrario l'acronimo CS delinea la struttura di imprese appartenenti ai Paesi che presentano mercati finanziari poco sviluppati e dove il controllo sull'impresa è esercitato da parte di determinati soggetti spesso identificabili nei fondatori della società stessa.

Il tipo di struttura che in questa sede interessa maggiormente è la CMS, caratterizzata dal fatto che un azionista può esercitare il controllo detenendo solo una piccola frazione dei diritti sugli utili.

Le CMS assomigliano alle CS nella misura in cui mettono al riparo i controllori da possibili rischi di *takeovers* ostili che potrebbero verificarsi sul mercato del controllo societario, ma assomigliano anche alle DO in quanto pongono il controllo societario nelle mani di un soggetto che detiene una piccola frazione dei diritti sul flusso di cassa della società. In questo modo le CMS rischiano di combinare i problemi di incentivi connessi alle CS e la proprietà tipica delle DO in un'unica struttura di proprietà⁵⁷.

Per quanto riguarda la loro formazione alcuni autori⁵⁸ sostengono che i meccanismi principali che permettono al controllore di un'impresa di detenere solo una minoranza dei diritti sui flussi di cassa sono tre: emissione di azioni con differenti diritti di voto, creazione di piramidi societarie e di partecipazioni incrociate.

Con queste modalità l'azionista di minoranza riesce ad esercitare il controllo, mettendosi al riparo da qualsiasi minaccia di *takeover* e riesce a separare i diritti di proprietà dai diritti di controllo; grado di separazione che di seguito sarà indicato con la lettera α .

Per quanto concerne la prima modalità, va rilevato che essa appare più immediata in quanto è l'unica che, per creare una CMS, non prevede il coinvolgimento di altre società.

In sostanza vengono emesse azioni con differenti diritti di voto (azioni privilegiate, azioni di risparmio, ecc) in modo tale che il controllore detenendo le azioni con diritto di voto (α) riesca a gestire l'impresa e allo stesso tempo a reperire capitali sul mercato. Tuttavia

⁵⁷*Idem.*

⁵⁸*Idem.*

questa non è la modalità più utilizzata nella prassi societaria, in quanto molti sistemi giuridici ne hanno limitato il campo d'azione, anche se, per dovere di completezza, occorre precisare che essa rimane piuttosto comune in Svezia e in Sud Africa.

Più utilizzate appaiono invece le piramidi societarie, che rappresentano la principale modalità di rafforzamento del controllo in Italia, ma a cui si fa ricorso anche in altri Paesi europei e asiatici.

Una semplice struttura piramidale è caratterizzata dal fatto che una *holding* controlla una *sub-holding* che a sua volta controlla la società operativa.

Per calcolare il grado di separazione α occorre applicare la seguente formula:

$$\alpha = \prod_{i=1}^n s_i$$

dove n rappresenta il numero di società che compongono la piramide e s_i indica la quota detenuta da una società in quella posta al livello inferiore della piramide.

Considerando ad esempio una piramide composta da tre livelli, in cui la partecipazioni (s_i) ad ogni livello è di 0.4, α sarà pari a: $\alpha = (0,4)^3 = 6,4\%$.

Il grado di separazione, dunque, è uguale al prodotto delle quote azionarie che ogni società della piramide detiene nella società al livello successivo.

Le piramidi societarie sono grandi castelli di carta che possono crollare molto facilmente e che indeboliscono il sistema industriale. Sono anche dette “scatole cinesi”⁵⁹ perché la maggior parte delle società all'interno della catena non sono altro che contenitori di partecipazioni, *subholding* o, più brutalmente, teste di legno.

La terza modalità di creazione delle CMS è rappresentata dalle partecipazioni incrociate, che differiscono dalle strutture piramidali per il fatto che i diritti di voto necessari per esercitare il controllo

⁵⁹ AA.VV, *Proprietà e controllo dell'impresa. Il modello italiano, stabilità o contendibilità?*, Atti del Convegno di studi, Courmayeur, 2007.

rimangono distribuiti su tutto il gruppo piuttosto che essere concentrati nelle mani di una singola impresa o di un singolo azionista.

Vi è un soggetto controllore che detiene una quota s in due imprese che detengono ognuna la stessa quota di capitale dell'altra, pari ad h .

In questo caso il grado di separazione della proprietà dal controllo sarà determinato dall'applicazione della seguente formula:

$$\alpha = \frac{s}{1-h}$$

La frazione di diritti sul flusso di cassa in capo al controllore è data dal rapporto tra la sua partecipazione diretta s e il totale delle partecipazioni che non sono incrociate ($1-h$).

Quando due o più società si partecipano reciprocamente tutte mantengono la propria operatività⁶⁰, anzi possedere quote, anche non di controllo, permette loro di rafforzare il controllo attraverso una sorta di più o meno esplicito patto a concorrere nel suo significato etimologico *cum currere* (=correre insieme).

Una volta assicurato il controllo l'una dell'altra le società sono libere di utilizzare la dotazione di capitale per scopi di maggiore produttività e in un'ottica di lungo periodo, piuttosto che una politica volta alla massimizzazione spietata nel breve periodo come vorrebbe la sterile finanza.

Ciononostante è importante ricordare che anche in questo caso, come per le strutture piramidali viste precedentemente, le società si espongono al rischio che fattori, sia esogeni che endogeni, possano danneggiare prima una e poi tutte le società coinvolte nell'incrocio.

Possiamo concludere che le partecipazioni incrociate sono uno strumento di massimizzazione dei benefici del controllo più "fair" rispetto alle strutture piramidali dal momento che, mentre in queste ultime l'azionista che esercita il controllo potrebbe essere indotto ad

⁶⁰ O'Brien, D. e Salop, S., *Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control*, Georgetown University Law Center, Faculty Publication, 2000.

intraprendere investimenti eccessivamente rischiosi, poiché il capitale in gioco è minimo, mettendo a repentaglio le sorti delle società poste ai livelli inferiori della piramide, nelle partecipazioni incrociate invece le società partecipate reciprocamente sono consapevoli che le loro sorti sono strettamente legate.

Viene a questo punto da domandarsi se quest'ultima contingenza non privi le società di quella spinta al rischio che a volte è necessaria per intraprendere investimenti di successo, relegando le società in una sorta di dilemma del prigioniero.

La risposta, per ciò che in questa sede interessa, può essere rintracciata indagando lo scopo della costruzione delle CMS, che è quello di assicurare il controllo ad un soggetto che non detiene la maggioranza delle quote azionarie. Dopodiché l'uso che l'imprenditore farà del controllo acquisito rimane nella sua discrezionalità.

2.3. Modalità di misurazione del grado di concentrazione

2.3.1. *Modified Hirschman-Herfindahl Index*

Al fine di quantificare il fenomeno delle partecipazioni incrociate tra imprese si utilizza il *Modified Hirschman-Herfindahl Index* (MHHI)⁶¹, ossia una versione rielaborata dell'indice formulato originariamente dagli autori dai quali ha preso il nome⁶², il cui acronimo è HHI.

La rilevanza delle *cross-ownership*, attraverso questo indice, è misurata in termini della concentrazione industriale che esse determinano.

⁶¹ Reynolds, R. e Snapp, B., "The Competitive Effects of Partial Equity Interests and Joint Ventures" in *International Journal of Industrial Organization*, 4, 1986; Bresnahan, T. F. e Salop, S. C., "Quantifying the Competitive Effects of Horizontal Joint Ventures Among Competitors" in *International Journal of Industrial Organization*, 4, 1986.

⁶² Le origini dell' HHI risiedono nei due economisti (Orris Clement Herfindahl e Albert O. Hirschman) i quali, lavorando separatamente, svilupparono una simile misurazione matematica della concentrazione, che fu successivamente rinominata con entrambi i loro nomi.

Dal punto di vista operativo, il calcolo richiede la disponibilità di alcuni dati:

- la quota detenuta dagli azionisti in ogni impresa;
- la quota di mercato di ogni impresa;
- il livello di controllo societario di ognuno dei proprietari.

Se la ricognizione delle prime due informazioni è piuttosto agevole, il reperimento della terza risulta più complicato.

Dal momento che il principio “*one share-one vote*” (secondo il quale i diritti di controllo sono direttamente proporzionali ai diritti proprietari in capo ad uno stesso soggetto) risulta poco riscontrabile nella realtà, in letteratura⁶³ si sono moltiplicati gli sforzi per trovare un’alternativa, che hanno condotto all’elaborazione degli indici di potere, dei quali i più importanti e, quindi, meritevoli di analisi approfondita, sono l’indice di Shapley-Shubick e l’indice di Banzhaf.

Essi hanno permesso di giungere ad una serie di risultati: la misurazione dei diritti di voto e l’allocazione del potere nei grandi gruppi di imprese finanziarie e non, l’implementazione del MHHI e la predisposizione della mappa del controllo.

L’elaborazione dell’indice HHI e dell’MHHI scaturiscono dal paradigma SCP⁶⁴ (struttura-condotta-performance), in base al quale “*un aumento del grado di concentrazione in un settore facilita comportamenti collusivi tra imprese che allontanano dagli equilibri concorrenziali e, dunque, da situazioni Pareto efficienti*”⁶⁵.

Lo schema SCP è stato messo in discussione da Demsetz⁶⁶ e altri studiosi che hanno affermato come una maggiore concentrazione industriale non implica una riduzione della competizione quanto piuttosto un incremento del livello di efficienza dell’intero settore, dal

⁶³ Shapley, L. S. e Shubick, M., *A Method for Evaluating the Distribution of Power in a Committee System*, American Political Science Review, 1954.

⁶⁴ Introdotta da E. S. Mason (1939,1949) e dai suoi colleghi di Harvard, questo approccio sostiene che: la struttura di mercato influisce sul comportamento adottato dalle imprese e quindi ne determina la performance.

⁶⁵ Trivieri, F., *Proprietà e controllo delle banche italiane*, Rubbettino, Soveria Mannelli (Catanzaro), 2005.

⁶⁶ Demsetz, A., *Industry Structure, Market Rivalry, and Public Policy*, Journal of Law and Economics, 16, 1973.

momento che sono le imprese più efficienti ad accrescere le loro quote di mercato a danno di quelle meno efficienti.

L'ipotesi elaborata da questi autori rientra sotto il nome di *efficient structure hypothesis* (ESH) il cui fulcro è riassumibile nell'assunto che: mercati più concentrati emergerebbero da una più accesa competizione tra le imprese.

Tuttavia il rapporto tra concentrazione e potere di mercato non è stato univocamente dimostrato dalla prassi economica e quindi l'MHHI può essere pacificamente utilizzato al solo fine di individuare la misura delle *cross-ownership*⁶⁷.

Da quanto detto finora emerge come non si possa stabilire una relazione univoca e universalmente accettata tra concentrazione e potere di mercato, non a caso il dibattito circa il rapporto tra struttura di mercato e competitività delle imprese è ancora acceso.

Partendo dalla formula elaborata da Herfindahl e Hirschman (HHI) riferita al calcolo del grado di concentrazione industriale all'interno del mercato, si è giunti alla ideazione dell'indice MHHI attraverso una serie di passaggi.

Il valore dell'HHI scaturisce dalla somma dei quadrati delle quote di mercato dei partecipanti:

$$HHI = s_1^2 + s_2^2 + \dots + s_n^2 = \sum_j s_j^2$$

in cui s_j rappresenta la quota di mercato della j -esima impresa per j che va da 1 a n .

Ad esempio un HHI pari a 1800 indica un mercato fortemente concentrato, mentre un valore compreso tra 1000 e 1800 descrive un mercato moderatamente concentrato; al di sotto di 1000 il mercato risulta poco concentrato.

Come sottolineato dal Dipartimento di Giustizia americano⁶⁸, un valore di concentrazione molto alto, a seguito di operazioni di M&A (*merger and acquisition*), può creare problemi in materia di anti-trust.

⁶⁷ Trivieri, F., *op. cit.*

⁶⁸ <https://www.justice.gov/atr/herfindahl-hirschman-index>.

La formula relativa all'HHI, come anche quella per calcolare l'MHHI, si basa sull'ipotesi fondamentale che le imprese si trovino a competere nel mercato oligopolistico descritto da Cournot⁶⁹, nel quale n imprese indipendenti producono beni omogenei (x_j , con $j = 1, \dots, n$) e sono protette da elevate barriere all'ingresso.

Considerando che l'*output* dell'industria è dato da $X = \sum_j x_j$ e che la quota di mercato per la j -esima impresa è data dalla formula $s_j = x_j / X$,

stante l'elasticità della domanda rispetto al prezzo pari a $\eta = (1/p')(p/X)$ e $c_j(x)$ il costo sostenuto dalla singola impresa per produrre l'*output* x , la condizione di massimizzazione dei profitti attesi per l'impresa j è data da:

$$\max_{x_j} \pi_j = \max_{x_j} p \left(\sum_{i \neq j}^N x_i + x_j \right) x_j - c_j(x_j)$$

Ne deriva che l'*output* di equilibrio dell'impresa j è dato da:

$$p \left(1 - \frac{1}{\eta} s_j \right) = c'_j$$

nella quale c'_j rappresenta il costo marginale dell'impresa j . Riorganizzando i termini dell'equazione si ottiene:

$$\frac{p - c'_j}{p} = \frac{s_j}{\eta}$$

Tale espressione matematica è nota in letteratura come indicatore di Lerner (L_j) e rappresenta l'uguaglianza tra il margine prezzo-costi per l'impresa j , ossia il suo *mark-up* ($\frac{p - c'_j}{p}$), e la quota di

⁶⁹Nel modello uniperiodale di Cournot vi sono due imprese che devono prevedere la scelta di produzione dell'altra e, in base ad essa, scegliere la quantità di output che massimizza il profitto.

mercato della stessa impresa, divisa per l'elasticità della domanda rispetto al prezzo ($\frac{s_j}{\eta}$).

Per ottenere l'indice di Lerner relativo al settore industriale si devono moltiplicare entrambi i membri della formula sopra riportata per s_j e sommare per $j=1, \dots, n$.

Si otterranno così i margini di prezzo-costo delle imprese dell'industria pesate per le rispettive quote di mercato:

$$L = \sum_j s_j L_j = \sum_j s_j \left(\frac{p - c'_j}{p} \right)$$

Ne consegue che il valore dell'indice di Lerner per il settore industriale e quello dell'HHI sono legati dalla seguente relazione:

$$L \equiv \sum_j s_j \left(\frac{p - c'_j}{p} \right) = \frac{1}{\eta} \sum_j s_j^2 \equiv \frac{H}{\eta}$$

In base a tale corrispondenza all'aumentare della concentrazione settoriale si assiste ad un aumento del potere di mercato dell'industria.

Qualora però ci si trovi in presenza di incroci azionari la suddetta relazione subisce delle sostanziali modifiche, in tal caso infatti i proprietari delle imprese sono azionisti anche delle imprese concorrenti e il profitto marginale che essi percepiscono a causa dell'aumento dell'output di un'impresa, comprende anche il profitto marginale che scaturisce dall'attività delle imprese concorrenti.

Tutto ciò accade perché in presenza di *cross-ownership* le imprese non sono entità indipendenti e ciò implica, di conseguenza, che il livello dell'output di equilibrio di ogni impresa, in cui il singolo proprietario possiede diritti di *cash flow*, deve essere minore di quello che si avrebbe nel modello standard di Cournot-Nash.

È evidente dunque che a causa degli incroci azionari la competizione tra le imprese di un settore diminuisca, determinando

uno spostamento del livello dell'output di equilibrio da una situazione di oligopolio a una di monopolio.

Ciò determina l'alterazione della relazione che lega l'indice di Lerner all'HHI; proprio per questo motivo intorno agli anni '80 del secolo scorso è stata formulata una versione modificata dell'HHI, che è in grado di calcolare in modo corretto il livello di concentrazione industriale nel caso di incroci azionari⁷⁰.

La formula dell'MHHI può essere usata in modo trasversale per calcolare il livello di concentrazione del settore, indipendentemente dalle varie tipologie di controllo societario associate agli intrecci azionari (*silent financial interest, total control, partial control, ecc.*)⁷¹.

Alla elaborazione di questa formula, che come è stato già sottolineato si basa sul modello teorico di Cournot-Nash, si giunge partendo dal calcolo della massimizzazione del profitto della singola impresa (j), che è dato dalla seguente espressione algebrica:

$$\max_{x_j} \sum_{i=1}^M \gamma_{ij} = \max_{x_j} \sum_{i=1}^M \gamma_{ij} \sum_{k=1}^N \beta_{ik} \pi_k = \max_{x_j} \sum_{i=1}^M \gamma_{ij} \sum_{k=1}^N \beta_{ik} [p(X)x_k - c_k(x_k)]$$

in cui sono presi in considerazione M soggetti (con $i=1, \dots, M$) ognuno dei quali possiede una quota in un'impresa j (β_{ij} , con $\sum_i \beta_{ij}=1$ per ogni j) e in cui si ipotizza di poter misurare il grado di controllo che l'azionista i esercita nell'impresa j , indicandolo con un parametro non negativo (γ_{ij} , con $\sum_i \beta_{ij}=1$ per ogni j); $\pi^i = \sum_i \beta_{ij}$ rappresenta dunque il profitto dell'azionista i che scaturisce dalle quote di cui è proprietario nelle singole imprese.

Nella formula viene ipotizzato, infine, che l'impresa j cerchi di massimizzare il profitto dei suoi proprietari “ponderando π^i con il grado di controllo di ciascun owner, per cui $\Pi_j = \sum_i \beta_{ij} \pi^i$ ”⁷².

⁷⁰ Reynolds R. e Snapp, B., “The Competitive Effects of Partial Equity Interests and Joint Ventures” in *International Journal of Industrial Organization*, 4, 1986; Bresnahan, T. F. e Salop, S. C., “Quantifying the Competitive Effects of Horizontal Joint Ventures Among Competitors” in *International Journal of Industrial Organization*, 4, 1986.

⁷¹ O'Brien, D. P. e Salop, S. C., *Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control*, Antitrust Law Journal, vol.68, Chicago, 2000.

⁷² Trivieri, F., *op. cit.*

Nel caso in cui ci si trovi di fronte all'ipotesi di scuola di un'azione un voto, si avrà la seguente condizione di equilibrio:

$$\frac{\partial \Pi_j}{\partial x_j} = \sum_{i=1}^M \gamma_{ij} \left\{ \beta_{ij} [p - c'_j(x_j)] + \sum_{k=1}^N \beta_{ik} p'(X) x_k \right\} = 0$$

Moltiplicando per X/X e $1/p$ si ottiene:

$$\sum_{i=1}^M \gamma_{ij} \left\{ \sum_{k=1}^N \beta_{ik} \left(\frac{p'X}{p} \right) \frac{x_k}{X} \right\} + \sum_{k=1}^N \gamma_{ij} \beta_{ik} \frac{p - c'_j(x_j)}{p} = 0$$

formula che, attraverso passaggi algebrici, permette di mettere in evidenza il termine algebrico che indica gli effetti prodotti dall'incrocio proprietario e che è rappresentato nell'equazione sottostante dal secondo addendo all'interno della parentesi (riportato in grassetto):

$$L_j = \frac{p - c'_j(x_j)}{p} = \frac{1}{\eta} \left(s_j + \sum_{k \neq j}^N \frac{\sum_{i=1}^M \gamma_{ij} \beta_{ik}}{\sum_{i=1}^M \gamma_{ij} \beta_{ij}} s_k \right)$$

Partendo dall'indice di Lerner calcolato in relazione alla singola impresa (L_j) e generalizzando (ossia moltiplicando entrambi i termini dell'espressione sopra riportata per s_j e sommando per $j= 1, \dots, N$) si giunge ad individuare la relazione che lega l'indice di Lerner (L) all'MHHI:

$$L = \sum_{j=1}^N s_j L_j = \sum_{j=1}^N s_j \frac{p - c'_j}{p} = \frac{1}{\eta} \left\{ s_j^2 + \sum_{j=1}^N \sum_{k \neq j}^N \frac{\sum_{i=1}^M \gamma_{ij} \beta_{ik}}{\sum_{i=1}^M \gamma_{ij} \beta_{ij}} s_j s_k \right\} = \frac{1}{\eta} \text{MHHI}$$

ne consegue che l'MHHI è dato dalla somma dell'indice HHI e la sommatoria degli effetti che derivano dagli incroci azionari sul grado di concentrazione del mercato:

$$MHHI = HHI + [\sum_{j=1}^N \sum_{k \neq j}^N \frac{\sum_{i=1}^M \gamma_{ij} \beta_{ik}}{\sum_{i=1}^M \gamma_{ij} \beta_{ij}} s_j s_k]$$

2.3.2. Gli indici di potere: l'indice di Shapley-Shubick e l'indice di Banzhaf

L'ipotesi *one-share one-vote* perde di significato quando le regole per il governo societario si complicano e in tal senso le partecipazioni incrociate rappresentano una delle manifestazioni forse più evidenti di complicazione dei meccanismi di *corporate governance*.

È importante pertanto analizzare il grado di controllo societario esercitato da ciascun azionista in un'impresa, sulla base della quota proprietaria detenuta quando all'interno del settore si è in presenza di *cross-ownership*.

La misurazione del grado di controllo, ossia della capacità di influenzare gli esiti dei processi di voto che avvengono in sede di assemblea, avviene attraverso l'applicazione di appositi indici di potere. Tali indici, infatti, furono elaborati nel corso degli anni '80 del secolo scorso per fornire un modello matematico che potesse essere utilizzato per garantire agli azionisti il più ampio controllo su varie aziende, attraverso le operazioni di compravendita azionaria.

Si supponga che due azionisti detengano un diverso numero di azioni, che però gli consente di esercitare lo stesso potere decisionale, in questo caso quello che detiene il maggior numero di azioni può decidere di venderne una parte (lasciando invariato il suo potere di controllo) e utilizzare il ricavato per acquistare titoli azionari in altre compagnie, all'interno delle quali raggiunge una posizione di controllo maggiore.

Gli indici di potere che di seguito si analizzeranno sono quello di Shapley-Shubick⁷³ e l'indice di Banzhaf⁷⁴, elaborati da questi autori applicando, seppur con modalità diverse, la teoria dei giochi.

Ipotizziamo innanzitutto che all'interno di un'impresa vi siano n azionisti, ciascuno con un peso in termini di votazioni (basato sulle quote proprietarie detenute) pari a w_i (valore che potrà variare in un intervallo compreso tra 0 e 0.5).

È evidente che la sommatoria degli n "pesi" deve uguagliare la totalità delle parti votanti (100% dei voti), ossia che $\sum_i w_i = 1$.

Indicando con q la quota che rappresenta la regola decisionale in un processo di votazione (ad esempio $q > 0.5$, come nel caso di maggioranza semplice) e indicando con T una coalizione di azionisti (che quindi rappresenta un sottoinsieme di N), tale coalizione risulta vincente se $w(T) \geq q$ e perdente se $w(T) < q$.

Ipotizziamo che la compagine azionaria sia composta da tre azionisti x , y e z e che il loro peso sia per i primi due pari a 0.3 e per l'ultimo uguale a 0.4; in questa situazione essi sono tutti equipollenti, nel senso che hanno tutti un potere coalizionale paritetico pari al 33,3%; di conseguenza le coalizioni vincenti sono rappresentate da (x, y) , (x, z) e (x, y, z) e nessun azionista da solo è in grado di esercitare il controllo sulla società.

Ciò avviene anche nel caso in cui ognuno dei due azionisti (x e y) abbia un peso di 0.49 e z un peso pari a 0.02, infatti anche se il potere nominale di quest'ultimo è di molto inferiore rispetto a quello dei primi due, nessuno di loro è in grado di raggiungere da solo un peso maggiore di 0.5, che gli permetta di controllare la società.

Applicando la teoria dei giochi a questa situazione emerge che le coalizioni vincenti sono rappresentate dalle combinazioni (x, z) , (x, y) e (x, y, z) .

In entrambi i casi ipotizzati, dunque, gli azionisti dovranno coalizzarsi per ottenere il controllo della società. Questo non sarebbe

⁷³ Shapley, L. S. e Shubik, M., *A Method for Evaluating the Distributions of Power in a Committee System*, American Political Science Review, 1954.

⁷⁴ Banzhaf, J. F., *Weighted Voting doesn't Work: a Mathematical Analysis*, Rutgers Law Review, 1965.

necessario, invece, qualora un azionista avesse un peso pari a 0.51, dal momento che realizzerebbe da solo la condizione $w(T) \geq q$.

Una situazione singolare si presenta quando un azionista (x) ha un peso di 0.5 e gli altri due (y e z) rispettivamente di 0.3 e 0.2; la coalizione vincente è data da (x, y) e (x, z), mentre la coalizione (y, z) è perdente, in quanto insieme i due azionisti avrebbero un peso pari a 0.5.

Come si evince da quanto esposto finora, un generico azionista i può essere determinante per la creazione della coalizione vincente T_i ; egli è definito *pivotal*, perché opera come ago della bilancia in quanto la sua presenza o meno all'interno della coalizione, la rende rispettivamente vincente o perdente.

In sostanza dunque la coalizione T_i rappresenta una *swing* per l'azionista, dal momento che il suo voto può trasformare la coalizione da perdente a vincente o viceversa.

Alla luce di queste considerazioni, l'indice di Shapley-Shubick, basato su un processo di votazione che si sostanzia in un gioco finito, assegna ad ogni giocatore una vincita attesa data dalla probabilità che egli si trovi in una posizione cruciale, in fase di aggiunta ad una coalizione già costituita⁷⁵.

Tornando all'ipotesi di una compagine societaria composta da tre azionisti x, y e z (che abbiano rispettivamente un peso pari a 0.5, 0.3 e 0.2) possiamo individuare i casi in cui ognuno di essi è cruciale per la formazione di coalizioni vincenti, calcolando l'indice di Shapley-Shubick.

⁷⁵ Gambarelli, G., *Indici di potere in politica e in finanza: qualche spunto*, consultabile su gtmv.lakecomoschool.org.

Tabella 2.1.- Calcolo indice di potere di Shapley-Shubick

	x	y	z	
x ← y ← z		•		
x ← z ← y			•	
y ← x ← z	•			
y ← z ← x	•			
z ← x ← y	•			
z ← y ← x	•			
TOTALI	4	1	1	6

Esaminando la tabella sopra riportata si deduce che l'indice di Shapley-Shubick è pari a 2/3 per x e ad 1/6 sia per y che z, in quanto nella prima riga y si coalizza con x e diventa determinante per la coalizione (x, y), nella seconda z si coalizza con x e quindi è z che risulta determinante per la coalizione (x, z); nelle successive righe si nota come x sia cruciale per tutte le coalizioni (sia quando si coalizza con y, che quando si coalizza con z e con y, così come nel caso in cui si coalizza con z o con z e y). In sostanza la ripartizione del potere è pari a (2/3, 1/6, 1/6).

Per calcolare l'indice di Shapley-Shubick occorre applicare la seguente formula:

$$\phi_i = \frac{1}{n!} \sum_{T_i} (t-1)! (n-t)! \quad i=1, \dots, n$$

in essa t rappresenta il numero dei componenti della coalizione T_i ed n indica il numero dei giocatori (cioè degli azionisti).

L'indice in esame dunque è dato dalla sommatoria del prodotto degli ordinamenti (coalizioni) in cui l'azionista i è pivotale, rappresentato dall'espressione algebrica $\sum_{T_i} (t-1)! (n-t)!$, rapportato a tutti gli ordinamenti che si possono ottenere con la totalità dei giocatori ($n!$).

Applicando questa formula al caso ipotizzato e rappresentato nella tabella 2.1. si può verificare quanto x è determinante:

$$\phi_x = \frac{1}{3!}((2-1)!(3-2)!2 + (3-1)!(3-3)!1) = \frac{2}{3}$$

la probabilità che y e z siano cruciali è data da:

$$\phi_y = \phi_z = \frac{1}{3!}((2-1)!(3-2)!1) = \frac{1}{6}$$

Come si nota dai calcoli sopra effettuati l'indice in esame si basa sulle permutazioni. Al contrario, l'indice di Banzhaf "lavora" sulle combinazioni, non tenendo conto, a differenza di quello di Shapley-Shubick, dell'ordinamento con cui si forma la coalizione vincente; in sostanza dunque essi si basano su un modello di contrattazione diversa.

L'indice di Banzhaf assegna ad ogni giocatore una quota proporzionale al numero di coalizioni per cui egli è cruciale, permettendo di calcolare il numero di *swings* per l'azionista i attraverso l'applicazione della seguente formula:

$$\beta'_i = \frac{\sum_{T_i} 1}{2^{n-1}} = 2^{1-n} \sum_{T_i} 1$$

la formula è data dal rapporto tra il numero di *swings* per l'azionista i -esimo e il numero totale delle coalizioni delle quali non fa parte i .

Normalizzando la formula, ovvero considerando al denominatore il totale delle *swings* di tutti gli azionisti, si avrà:

$$\beta_i = \beta'_i / \sum_n \beta'_i$$

Facendo riferimento alla tabella 2.1. e al caso in cui l'azionista x detenga il 50% delle azioni e gli azionisti y e z detengano rispettivamente il 30% e il 20%, applicando la formula dell'indice di Banzhaf e non tenendo conto dell'ordinamento nella formazione delle coalizioni si avrà che y e z saranno cruciali una sola volta, mentre x sarà determinante 3 volte.

Quindi a differenza del caso di Shapley-Shubick, x non sarà più cruciale 4 volte, perché sia che si aggiunga alla coalizione già formata da zy o da yz, la coalizione formata da tre elementi sarà presa in considerazione una sola volta.

Il totale delle combinazioni sarà 5, mentre le permutazioni su cui si basava l'indice di Shapley-Shubick erano 6.

Ne consegue che la ripartizione del potere secondo Banzhaf sarà (3/5, 1/5, 1/5).

La differenza sostanziale tra i due indici va ricondotta al fatto che l'indice di Shapley-Shubick calcola la probabilità di un azionista di essere cruciale nel caso in cui gli ordinamenti siano equiprobabili, mentre quello di Banzhaf misura tale probabilità qualora le coalizioni siano equiprobabili.

Da ciò discende che nella misurazione attraverso l'indice di Shapley-Shubick viene attribuita rilevanza alle dimensioni degli azionisti, per cui i *large shareholders* avranno un peso maggiore.

Diversamente l'altro indice in esame attribuisce alle coalizioni lo stesso peso considerando "*l'influenza di ciascun player in relazione ad ogni possibile risultato del processo di voto*"⁷⁶.

Con riferimento all'ultima caratteristica, Trivieri⁷⁷ ha sottolineato come questo indice sia più adatto per descrivere un numero maggiore di situazioni che si possono verificare nella realtà.

Leech⁷⁸, invece, ha messo in evidenza come l'indice di Shapley-Shubick non possa essere applicato con successo (dal momento che non sarebbe in grado di rappresentare il potere del corpo votante) nei

⁷⁶ Trivieri, F., *op. cit.*

⁷⁷ Trivieri, F., *op. cit.*

⁷⁸ Leech, D., *An Empirical Comparison of the Performance of Classical Power Indices*, Political Studies, 2002, vol. 50.

casi di giochi finiti, che presentano un elevato numero di giocatori, e nel caso dei giochi oceanici⁷⁹, per i quali dunque sarebbe più consono applicare l'indice di Banzhaf che non presenterebbe questo limite.

Altro autore⁸⁰, mettendo a confronto i due indici applicati all'interno del sistema di voto e della struttura del Consiglio di Sicurezza dell'ONU, ha evidenziato che essi offrono dei risultati molto diversi tra di loro, infatti l'indice di Banzhaf attribuisce ai membri permanenti⁸¹ un potere decisionale 10 volte superiore a quello degli altri membri, mentre l'altro indice gli attribuisce un potere maggiore di ben 105 volte.

Gambarelli⁸², infine, ha rilevato come l'indice di Shapley-Shubick appaia più congeniale nel descrivere la compravendita di azioni in contesti con coalizioni già costituite che cambiano struttura; l'indice di Banzhaf-Coleman invece sarebbe più appropriato per descrivere il funzionamento dei sistemi elettorali, in cui è determinante esclusivamente la proporzionalità.

2.4. Applicazione della teoria input-output alle partecipazioni incrociate

Un'analisi a parte merita la teoria input-output applicata alle partecipazioni incrociate per l'importanza storica della teoria stessa e per i risvolti applicativi nell'oggetto del presente elaborato.

La teoria input-output venne elaborata per la prima volta dall'economista russo Leontief⁸³, ma il merito di aver sviluppato un modello matematico tale da poter essere applicato (tra le altre cose) alla misurazione del valore e del possesso di un insieme di imprese

⁷⁹ I giochi oceanici sono caratterizzati da un numero finito di major players e da un numero elevatissimo di giocatori di piccole dimensioni.

⁸⁰ Lucchetti, R., *Scacchi e scimpanzé. Matematica per giocatori razionali*, Bruno Mondadori, Milano, 2012.

⁸¹ Il consiglio di sicurezza dell'ONU è formato da 5 membri permanenti e 10 a rotazione.

⁸² Gambarelli, G., *op. cit.*

⁸³ Leontief, W., *Input-output Economics*, Oxford University Press, 1951.

connesse da partecipazioni incrociate va attribuito a Brioschi, Buzzacchi e Colombo⁸⁴.

Per spiegare questo modello matematico, che si basa sul sistema primale di Leontief, si ipotizzerà che vi siano n imprese nel gruppo e che a_{ij} sia la porzione dell'impresa j detenuta dall'impresa i .

La matrice composta da tanti a_{ij} per $i, j = 1, 2, \dots, n$ quante sono le imprese nella federazione è detta matrice dei possessi azionari e viene così indicata:

$$A=[a_{ij}]$$

Questa matrice deve soddisfare le seguenti condizioni:

- la quota dell'impresa j posseduta dall'impresa i deve essere compresa tra 0 e 1 ($0 < a_{ij} < 1$);
- la sommatoria delle quote del capitale dell'impresa j detenute da tutte le altre imprese del gruppo deve essere inferiore o uguale all'unità ($\sum_i a_{ij} \leq 1$);
- i coefficienti a_{ij} devono assumere un valore tale da impedire che all'interno del gruppo esista un sottoinsieme di imprese che si autopossiedono.

Continuando a sviluppare il modello primale di Leontief, gli autori hanno proceduto a calcolare il valore globale di un'impresa, suddividendolo in due parti: in una hanno riportato il valore al netto delle partecipazioni infragruppo (w_i) e nell'altra hanno inserito il valore delle partecipazioni infragruppo ($\sum_j a_{ij} v_j$).

Sinteticamente, dunque, lo stato patrimoniale di un'impresa può essere rappresentato da una tabella in cui le attività sono rappresentate dai due valori sopra citati e le passività corrispondono al valore dei mezzi propri (v_i).

⁸⁴ Brioschi, F., Buzzacchi, L. e Colombo, M. G., *Gruppi di imprese e mercato finanziario: la struttura di potere nell'industria italiana*, 1990, La nuova Italia Scientifica, Roma. Successivamente questa elaborazione è stata utilizzata dalla letteratura, in particolare da D. P. Ellerman che l'ha impiegata per lo studio del funzionamento dei *keiretsu* giapponesi (Ellerman, D. P., *Cross-Ownership of Corporations: A new Application of Input-Output Theory*, Metro economica, 1991).

Tabella 2.2.- Rappresentazione Stato patrimoniale

ATTIVITA'	PASSIVITA'
Valore al netto delle partecipazioni infragruppo	Valore dei mezzi propri
Valore delle partecipazioni infragruppo	

Questa rappresentazione grafica può essere tradotta nella formula:

$$v_i = w_i + \sum_j a_{ij} v_j$$

o in forma matriciale:

$$v = Av + w$$

Dalla quale è possibile esplicitare:

$$v = (I - A)^{-1}w$$

analizzando quest'ultima e confrontandola con il modello primale di Leontief si nota come esse siano formalmente identiche, in quanto la matrice dei coefficienti tecnici è sostituita da quella dei possessi azionari, così come il vettore delle quantità domandate e il vettore delle quantità prodotte sono rispettivamente sostituite dal vettore dei valori delle imprese al netto delle partecipazioni infragruppo e dal vettore dei valori globali⁸⁵.

Sempre gli stessi autori hanno proceduto ad applicare il sistema duale di Leontief per giungere al calcolo del possesso integrato (y_i),

⁸⁵ Brioschi, F., Buzzacchi, L. e Colombo, M. G., *op. cit.*

inteso come la somma della quota detenuta direttamente (x_i) da un azionista esterno (possessione diretto) e dalla quota indirettamente ($\sum_j a_{ji} y_j$) posseduta attraverso la matrice dei possessi azionari.

In formula:

$$y_i = \sum_j a_{ji} y_j + x_i$$

e in forma matriciale:

$$y = A' y + x$$

Dalla quale è possibile esplicitare:

$$y = (I - A')^{-1} x$$

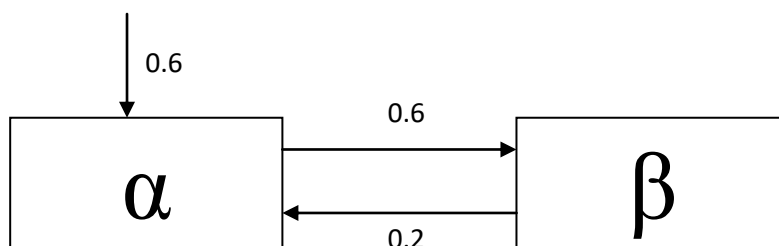
L'applicazione dei due modelli primale e duale conduce all'individuazione della relazione di dualità tra valore e possesso:

$$x' v = y' w$$

Si rende necessario a questo punto riportare un esempio per offrire una applicazione pratica della teoria input-output alle partecipazioni incrociate.

Si ipotizzi l'esistenza di due imprese α e β legate tra loro da partecipazioni incrociate e di un soggetto esterno che esercita il controllo diretto solo sull'impresa α , come intuitivamente rappresentato nella figura seguente:

Figura 2.3. - Rappresentazione delle partecipazioni incrociate nel gruppo formato da α e β



Sia $w_\alpha = -50$ il valore al netto delle partecipazioni infragruppo dell'impresa α , valore negativo in quanto α rappresenta una *holding* e pertanto, per questo tipo di società, un valore d'impresa al netto delle partecipazioni infragruppo negativo non è inusuale.

Sia inoltre $w_\beta = 200$ il valore al netto delle partecipazioni infragruppo dell'impresa β .

Il vettore che esprime questi valori è:

$$w = (w_\alpha, w_\beta)' = (-50, 200)'$$

e il vettore che esprime il possesso diretto da parte di un azionista esterno:

$$x = (x_\alpha, x_\beta)' = (0.6, 0)'$$

La matrice dei possessi azionari, che in questo caso può essere rinominata matrice delle partecipazioni azionarie incrociate, è così formata:

$$A = \begin{vmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{vmatrix} = \begin{vmatrix} 0 & 0.6 \\ 0.2 & 0 \end{vmatrix}$$

Per calcolare il valore complessivo delle due aziende e la quota di possesso integrato da parte dell'azionista esterno si ricorrerà al calcolo matriciale, in quanto esso, a differenza di quello relativo al caso di una ipotetica struttura piramidale, non è immediato e pertanto il ricorso alle matrici appare indispensabile.

Dunque per calcolare il valore complessivo delle due imprese dell'esempio si utilizzerà la formula:

$$v = (I - A)^{-1}w$$

Risulta quindi necessario calcolare la differenza tra la matrice unità e la matrice delle partecipazioni incrociate e, una volta fatto, invertire la matrice risultante, si avrà quindi che:

$$(I - A)^{-1} = \begin{vmatrix} 1/0,88 & 0,6/0,88 \\ 0,2/0,88 & 1/0,88 \end{vmatrix}$$

e quindi che:

$$v = \begin{vmatrix} 1/0,88 & 0,6/0,88 \\ 0,2/0,88 & 1/0,88 \end{vmatrix} \begin{vmatrix} -50 \\ 200 \end{vmatrix} = \begin{vmatrix} 79,55 \\ 215,91 \end{vmatrix}$$

Una volta calcolato il valore globale delle due società, si procederà a misurare il possesso integrato relativo all'azionista esterno:

$$y = (I - A')^{-1}x = \begin{vmatrix} 1/0,88 & 0,2/0,88 \\ 0,6/0,88 & 1/0,88 \end{vmatrix} \begin{vmatrix} 0,6 \\ 0 \end{vmatrix} = \begin{vmatrix} 0,6818 \\ 0,4091 \end{vmatrix}$$

Tenendo conto della relazione di dualità che lega il valore e il possesso ($x'v = y'w$), il valore del portafoglio dell'azionista esterno può essere determinato calcolando la somma dei valori globali di alfa e beta pesati per la quota di possesso diretto ($P = x'v$), ossia:

$$P = x_{\alpha}v_{\alpha} + x_{\beta}v_{\beta} = 0,6 * 79,55 = 47,73$$

oppure calcolando la somma dei valori di α e β al netto delle partecipazioni infragruppo pesati sulle quote dei possessori integrati ($P = y'w$), ossia:

$$P = y_{\alpha} w_{\alpha} + y_{\beta} w_{\beta} = 0,6818 * (-50) + 0,4091 * 200 = 47,73$$

Ellerman⁸⁶, partendo dalla rielaborazione di Brioschi *et al.*, ha declinato in una veste più pratica la teoria input-output.

L'autore ha sottolineato che gli *stocks* e i flussi di valore all'interno di una singola impresa possono essere ripartiti in due categorie: quelli indipendenti da qualsiasi altra partecipazione detenuta in altre società e quelli ottenuti sulle azioni detenute in altre compagnie del gruppo.

Ellerman inoltre ha precisato che mentre nella versione primale il livello degli output determina il livello degli input, ossia i valori flusso vanno dall'impresa agli *shareholders* sotto forma di dividendi e *capital gains*, nella versione duale il valore degli input determina il valore dell'output, in quanto il controllo e i diritti di proprietà vanno dagli *shareholders* all'impresa.

⁸⁶ Ellerman, D. P., *op. cit.*

Capitolo 3

Considerazioni sui sistemi di “governo societario incrociato”

3.1. La teoria di Berle e Means sul governo societario: la separazione tra proprietà e controllo

I problemi legati alla separazione tra proprietà e controllo⁸⁷ sono stati affrontati da Berle e Means che, negli anni '30 del secolo scorso, tracciando il solco del filone di studi successivamente denominato managerialismo, evidenziarono come tra il ruolo dei manager e quello degli azionisti ci fosse spesso un disallineamento degli interessi.

All'indomani dello scoppio della “Grande Depressione” essi hanno evidenziato come su duecento grandi imprese dell'epoca il 44% era sotto un controllo di tipo manageriale, in cui l'azionista principale deteneva solo una quota relativamente bassa di azioni (compresa nel percentile 0-20%).

Gli Autori si rivolsero a questo fenomeno esprimendo quello che costituirà poi il paradigma dominante in materia, asserendo che *“la rivoluzione economica che si è verificata in America nel corso del ventesimo secolo è segnata in gran parte da una massiccia collettivizzazione della proprietà produttiva, accompagnata da un declino del controllo e delle decisioni individuali e da una massiccia dissociazione della proprietà da controllo”*⁸⁸.

La loro impostazione del fenomeno viene indicata con il termine atomizzazione; la maggior parte delle società quotate infatti erano

⁸⁷ Tale separazione era stata intuita da Adam Smith che, già nel 1776, aveva sostenuto come, dal momento che i manager gestivano denaro altrui, non ci si potesse aspettare che lo investissero con la stessa prudenza che avrebbero utilizzato se il denaro fosse stato il loro (Smith, A., *The Wealth of Nations*, 1776).

⁸⁸ Berle, A. A. e Means, G. C., *op.cit.*

detenute da un numero molto grande di azionisti che possedevano però solo piccole quote partecipative.

La cessione del controllo da parte dei soci fondatori a favore dei manager era necessaria in quanto le imprese stavano crescendo rapidamente ed erano necessarie grandi quantità di capitali da investire nella costruzione di nuovi impianti, funzionali alle produzioni di massa, che a loro volta erano funzionali al raggiungimento di importanti economie di scala. Dal momento che reinvestire i profitti generati non era più sufficiente si incominciò ad avvertire il bisogno di rivolgersi al mercato per raccogliere capitali da investire per sostenere la crescita.

A sua volta vi era una moltitudine di piccoli investitori che sentivano l'esigenza di diversificare il rischio del proprio portafoglio.

La dissociazione tra proprietà e controllo è frutto della scomparsa della figura dell'imprenditore (inteso come proprietario, controllante e gestore) nelle grandi società per azioni che è avvenuta negli ultimi decenni. Nel momento in cui l'autofinanziamento non fu più sufficiente chi aveva fondato l'impresa finì con l'uscire di scena. All'interno di questo scenario, il mercato permise sia ad alcune società di raccogliere ulteriori capitali, sia ai fondatori e eredi di liquidare la loro quota. Attraverso la separazione tra proprietà e controllo gli azionisti fondatori hanno visto ridotto il loro investimento nella società, quindi il processo di atomizzazione dell'azionariato, oltre a permettere all'impresa di raccogliere capitali freschi, ha permesso anche ai fondatori di liquidare parte della loro quota con il conseguente trasferimento del controllo e dei benefici privati da esso estraibili alla nuova categoria di manager ambiziosi, ma privi delle risorse finanziarie per fondare un'azienda loro stessi.

Questa situazione è stata oggetto di studio da parte di Berle e Means, i quali hanno rivoluzionato con la loro tesi l'assunto walrasiano che vedeva nell'imprenditore la coesistenza di molteplici funzioni, tratteggiando la separazione tra proprietà e controllo in virtù dell'affidamento della gestione aziendale ad un gruppo di manager

legati all'impresa da un contratto di lavoro, ponendo le basi della futura teoria dell'agenzia e dei relativi conflitti⁸⁹.

Come evidenziato in dottrina⁹⁰, infatti, essi sottolinearono le diverse motivazioni che guidavano i comportamenti dell'imprenditore e dei manager; i primi mostravano una esclusiva propensione verso il profitto individuale, mentre i secondi puntavano alla massimizzazione dei ricavi.

Gli esiti degli studi condussero gli autori ad affermare che “*i top manager delle grandi società americane non dovevano rendere conto nemmeno agli azionisti ma gestivano le aziende nel proprio interesse e distraevano parte delle attività per i propri usi personali*”⁹¹.

In sostanza Berle e Means, reputando che gli azionisti delle grandi imprese non fossero interessati a verificare giorno per giorno l'andamento degli affari, ritenevano che essi permettessero al *management* di poter gestire l'impresa liberamente, e ciò determinava che i manager dessero priorità ai loro interessi a scapito di quelli della società⁹².

Per dirlo con le parole degli autori “*the economic power in the hands of the few persons who control a giant corporation is a tremendous force which can harm or benefit a multitude of individuals, affect whole districts, shift the currents of trade, bring ruin to one community and prosperity to another. The organizations which they control have passed far beyond the realm of private enterprise - they have become more nearly social institutions*”⁹³.

A parere di Berle e Means, a fronte della divergenza di interessi tra azionisti e manager, in alcuni casi questi ultimi potevano scegliere

⁸⁹ Questa teoria, la cui elaborazione è attribuita a Jensen e Meckling, sarà oggetto di approfondita trattazione nel corso del successivo paragrafo.

⁹⁰ Salvati, M., *Una critica alle teorie dell'impresa*, Edizioni dell'Ateneo, Roma, 1967.

⁹¹ Reich, R., *Come salvare il capitalismo*, Fazi Editore, Roma, 2015.

⁹² Coerentemente alla nuova visione dell'impresa enunciata da Berle e Means e concepita come un'entità dinamica in continua evoluzione dimensionale, si inseriscono gli studi effettuati da Baumol sulla massimizzazione del saggio di crescita dell'impresa, secondo cui l'obiettivo dei manager è quello di espandere l'impresa al ritmo più elevato possibile, al fine di consolidare la loro posizione, massimizzando le vendite rispettando determinati vincoli di profitto (Baumol, W., *Business Behavior, Value and Growth*, Macmillan, New York, 1959).

⁹³ Berle, A. A. e Means, G. C., *op.cit.*

di operare nell'interesse anche dei primi qualora entrambe le categorie condividessero gli stessi obiettivi e qualora ci fosse un adeguato sistema di controlli sul potere stabilito a livello giuridico, economico o sociale.

Tuttavia gli autori hanno affermato che, nella realtà operativa, molto spesso gli azionisti non si vedevano soddisfatti a causa della ricerca di una crescita sfrenata dell'impresa ad opera dei manager, i quali miravano a raggiungere risultati positivi nel breve periodo, sia per essere riconfermati, che per ottenere gli emolumenti aggiuntivi previsti dal contratto.

L'analisi dell'assetto imprenditoriale delle grandi imprese degli anni '30, che mostrava la separazione della proprietà dal controllo, aveva dimostrato come il tradizionale concetto di proprietà fosse ormai superato, a causa della perdita da parte degli *shareholders* di qualsiasi *status* speciale basato sui diritti di proprietà.

Come affermato da Berle e Means *“i proprietari della proprietà passiva, cedendo il controllo e la responsabilità sulla proprietà attiva, hanno ceduto il diritto a che la corporation venga amministrata nel loro esclusivo interesse. Essi hanno sciolto la comunità dall'obbligo di proteggerli nella misura ampia implicita nella dottrina dei diritti assoluti di proprietà”*⁹⁴.

Tuttavia la cessione del controllo ai manager, non autorizzava questi ultimi a gestire l'azienda a proprio vantaggio, anzi gli autori hanno ritenuto che la loro attività dovesse porsi “al servizio” non solo dei proprietari ma dell'intera società, in quanto gli interessi di quest'ultima avrebbero dovuto essere considerati come prevalenti rispetto a quelli degli *shareholder* e dei manager.

Per contenere il potere dei manager e limitarne derive assolutistiche sarebbe stato necessario mantenere nell'ordinamento giuridico una serie di doveri fiduciari verso gli azionisti. Solo in tal modo l'operato dei manager non si sarebbe rivelato dannoso sia per la comunità che per l'economia.

⁹⁴ Berle, A. A. e Means, G. C., *op. cit.*

A tale proposito, gli autori hanno affermato che “*non controllato dagli attuali contrappesi giuridici, un assolutismo economico-sociale degli amministratori, anche se benevolo, potrebbe essere pericoloso; e in ogni caso difficilmente fornirebbe la base più solida su cui costruire la ricchezza economica che l’industrialismo sembra esigere*”⁹⁵.

La necessità che la *corporation* debba essere gestita responsabilmente, nel rispetto dei doveri fiduciari e a vantaggio degli azionisti, sarebbe dunque giustificabile non nel fatto che questi ultimi sono i proprietari dell’impresa e neanche dalla relazione contrattuale che li lega ai manager, ma perché in tal modo si raggiungerà la situazione ottimale per tutti gli *stakeholders* (investitori, dipendenti, consumatori e cittadini), in un’ottica di *public policy*⁹⁶.

Questa visione della *governance* degli anni ’30 portò Berle e Means a suggerire che il controllo delle grandi imprese dovesse essere basato su una “*tecnocrazia del tutto neutrale*”⁹⁷; in sostanza gli amministratori avrebbero dovuto prendere in considerazione e soppesare le richieste degli *stakeholders* al fine di attribuirgli una parte del flusso delle entrate in base ad “*una politica pubblica anziché della cupidigia privata*”⁹⁸.

Berle e Means auspicavano che in futuro i manager diventassero amministratori professionisti in grado di valutare in modo spassionato le richieste degli *stakeholders* e gli distribuissero i benefici ottenuti dalla gestione di impresa in modo bilanciato.

Il mantenimento di un giusto equilibrio tra le richieste delle varie categorie direttamente coinvolte dalla gestione societaria avrebbe permesso il superamento della dicotomia tra proprietà e controllo.

⁹⁵ Berle, A. A. e Means, G. C., *op. cit.*

⁹⁶ Berle, A. A. e Means, G. C., *op. cit.*

⁹⁷ Berle, A. A. e Means, G. C., *op. cit.*

⁹⁸ Berle, A. A. e Means, G. C., *op. cit.*

3.2. I conflitti di agenzia

3.2.1. Il conflitto principal-agent

Approfondendo gli studi di Berle e Means, Meckling e Jensen⁹⁹ hanno elaborato la teoria dell'agenzia e hanno definito il rapporto di agenzia come la relazione contrattuale attraverso cui il *principal* delega all'*agent* di svolgere alcuni servizi per suo conto i quali comportano un certo grado di autonomia decisionale. Questa relazione è riscontrabile in molti casi come ad esempio tra Stato e ambasciatore, tra eletti ed elettori e, ciò che in questa sede più interessa, tra *shareholder* e CEO.

La teoria in esame si concentra sullo studio dei problemi che scaturiscono dalla divergenza di interessi tra il *principal* e l'*agent* e che possono essere attribuiti a “*un'imperfetta informazione sugli stati di natura e sui comportamenti degli attori e a una asimmetria informativa tra le parti*”¹⁰⁰. Ne deriva quindi come l'agente abbia normalmente più informazioni rispetto al principale circa le attività da svolgere. Dal momento che è impossibile redigere un contratto tra questi due soggetti che preveda qualsiasi ipotesi, da quelle più comuni a quelle con più remota possibilità di avverarsi, il contratto di agenzia sarà inevitabilmente un contratto incompleto.

Il vincolo contrattuale che esiste tra azionisti e manager è volto ad incrementare il valore dell'impresa, tuttavia i primi ambiscono a raggiungere profitti elevati e di conseguenza ad arricchirsi, mentre i secondi potrebbero essere guidati nello svolgimento dell'attività di gestione da interessi privati.

Proprio da questa diversità di intenti nascono i cosiddetti costi di agenzia che si verificano nel caso in cui i manager non si adoperano per massimizzare il valore dell'impresa e nel caso in cui gli azionisti,

⁹⁹ Jensen, M. C e Meckling, W. H., “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs And Ownership Structure”, in *The Journal of Financial Economics*, 1976.

¹⁰⁰ Rossi, G., *Il conflitto epidemico*, Adelphi, Milano, 2003.

aumentando il grado di controllo sull'agente non faranno altro che sostenere costi aggiuntivi.

A tale proposito, va rilevato che Jensen e Meckling individuarono proprio nel monitoraggio delle azioni dell'*agent* una fonte di costo, accanto alla quale vi affiancarono altre due fonti di costo.

Si tratta dei *bonding costs* che derivano dalla previsione di limitazioni contrattuali che impediscano all'*agent* di intraprendere iniziative potenzialmente profittevoli e che prevengano che esso compia dei crimini a danno dell'impresa e dalla *residual loss*, che si sostanzia nella perdita che il *principal* deve sostenere quando le azioni dell'*agent* non sono volte alla massimizzazione della sua ricchezza.

Tuttavia il loro studio, a differenza dei primi contributi embrionali sulla teoria dell'agenzia¹⁰¹, si focalizzò sugli incentivi che ogni parte deve affrontare e sugli elementi che permettono di giungere all'equilibrio contrattuale caratterizzante la relazione tra agent e principal. A tal fine essi compararono il comportamento dei manager in due strutture di imprese molto diverse:

- nella prima, in cui ipotizzarono che il manager possedesse il 100% dell'impresa, evidenziarono come esso agisse per massimizzare il profitto dell'impresa, in quanto tutti i benefici che ne scaturivano sarebbero tornati a lui¹⁰²,

- nell'altra, in cui ipotizzarono che il manager avesse venduto il 20% delle quote di capitale ad azionisti esterni, sottolinearono come

¹⁰¹ Negli anni '70 altri autori avevano già affrontato seppur in modo meno approfondito la teoria dell'agenzia. Ci si riferisce a Ross che, in un breve *paper* presentato al meeting annuale dell'*American Economic Association* nel 1973, ha delineato quello dell'agenzia come un principio generale (Ross, S. A., *The Economic Theory Of Agency: The Principal's Problem*, New Orleans, 1973) e a Mitnick che, nello stesso anno, ha pubblicato un *paper* in cui proponeva l'applicazione della teoria dell'agenzia in numerosi contesti societari (Mitnick, B. M., *Fiduciary Rationality And Public Policy: The Theory of Agency And Some Consequencies*, 1973).

¹⁰² Ciò si sarebbe verificato perché la massimizzazione si raggiunge quando l'utilità marginale di ciascun dollaro speso eguaglia i benefici non pecuniari e l'utilità marginale di ciascun dollaro al netto delle imposte

gli azionisti dovessero sostenere i costi di agenzia dovuti alla divergenza di interessi tra il manager e gli azionisti¹⁰³.

Jensen e Meckling giunsero dunque ad affermare che maggiore è la riduzione della quota di capitale nelle mani del manager, minore sarà il guadagno che egli otterrà dal detenere capitale e il suo incentivo nel ricercare iniziative profittevoli, così come parallelamente crescerà la sua motivazione a estrarre benefici privati; ciò comporterà un aumento dei costi di monitoraggio.

Ne deriva che i costi di agenzia sono inevitabili quando vi è separazione tra proprietà e controllo, situazione in cui (a causa della mancata coincidenza dello status giuridico del titolare dell'impresa con quello economico di soggetto decisore) si verifica che alcuni soggetti hanno la proprietà e non il controllo (*principal*), mentre altri hanno il controllo senza la proprietà (*agent*).

La soluzione del conflitto di agenzia sarebbe agevole qualora tutti i soggetti coinvolti disponessero delle stesse informazioni. Tuttavia, come è noto, il mercato è caratterizzato da asimmetrie informative dalle quali potrebbero scaturire delle forme di opportunismo contrattuale. Ci si riferisce alla selezione avversa, ossia all'opportunismo pre contrattuale in cui l'agente fornisce informazioni non veritiere o manipolate in modo tale da risultare idoneo al ruolo al quale ambisce, e all'azzardo morale, che si sostanzia in quell'opportunismo post contrattuale che spinge l'agente, data l'incompletezza del contratto e la difficoltà del principale di far rispettare gli impegni assunti, a non eseguire diligentemente i compiti affidatigli.

Schematizzando quanto esposto precedentemente, i costi di agenzia derivano dalla somma di:

- costi di sorveglianza e di incentivazione sostenuti per indirizzare il comportamento dell'agente e ridurne condotte opportunistiche;

¹⁰³ A tale proposito gli autori hanno affermato che, dal momento che gli interessi del manager sul capitale sono dell'80%, egli sarà incline a spendere risorse in modo tale che ogni dollaro speso eguagli l'utilità marginale di 80 cent in potere d'acquisto.

- costi di obbligazione sostenuti dall'agente per assicurare il principale circa la sua volontà di svolgere un buon lavoro e di non danneggiarlo e, semmai, di rifonderlo del danno;
- parte residua, prima nominata *residual loss*, che rappresenta il costo opportunità misurato dalla differenza tra il comportamento effettivo dell'agente e quello che teoricamente avrebbe portato alla massimizzazione dell'utilità per il principale.

Tuttavia gli autori hanno messo in evidenza come, in presenza di interessi divergenti tra *principal* e *agent*, possa accadere che gli azionisti non abbiano convenienza a monitorare e a tentare di reprimere i comportamenti devianti e scorretti del manager in quanto i costi che dovrebbe sopportare sarebbero maggiori di quelli sostenuti a seguito di condotte opportunistiche del manager.

3.2.2. Il conflitto principal-principal

Le considerazioni sin qui svolte riguardo la separazione delle funzioni imprenditoriali e i conflitti che si verificano nell'ambito di un rapporto di delega possono essere estese, con le dovute cautele, anche all'interno della stessa categoria degli azionisti, distinguendo al suo interno tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza.

Partendo da quanto esposto nel primo capitolo del presente elaborato circa la tutela che alcuni ordinamenti giuridici riservano agli azionisti di minoranza¹⁰⁴, si è in grado a questo punto di offrire una visione più organica dei problemi legati alla *governance* ed in particolare a quelli legati alle partecipazioni incrociate, che

¹⁰⁴ Nel nostro ordinamento giuridico sono previste una serie di norme a tutela degli azionisti di minoranza. In particolare il Testo Unico della Finanza (decreto legislativo n.58 del 24/02/1998) dedica un'intera sezione a questo argomento, al fine di incentivare gli investitori ad una maggiore e più attiva partecipazione alla vita sociale. Il testo unico ha previsto: la riduzione del quorum per la convocazione dell'assemblea (dal 20% al 10% del capitale sociale), la riduzione del quorum per sporgere denuncia al collegio sindacale (dal 5% al 2%), la riduzione del quorum per sporgere denuncia al tribunale contro sindaci e amministratori (dal 10% al 5%), la modifica della maggioranza richiesta per le delibere dell'assemblea straordinaria, la possibilità di esercitare un'azione sociale di responsabilità senza passare per una previa delibera assembleare con il 5% del capitale sociale, la rappresentanza delle minoranze nel collegio sindacale e la possibilità di esercitare il voto per corrispondenza insieme alla sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto.

permettono ad una determinata categoria di azionisti (quelli di maggioranza) di influenzare la gestione aziendale.

Prima di affrontare questo problema, occorre necessariamente spendere qualche parola per far comprendere al lettore in che cosa si sostanzia il conflitto in esame. Esso è stato oggetto di studio da parte di Villanova e Amit¹⁰⁵ che, all'inizio di questo secolo, nell'ambito di una ricerca volta ad esaminare le differenze tra la *governance* e la creazione di valore d'impresa, presente nelle imprese a gestione familiare e in quelle a gestione non familiare, hanno evidenziato come spesso gli azionisti di maggioranza utilizzino il loro potere per estrarre benefici privati a scapito degli azionisti di minoranza.

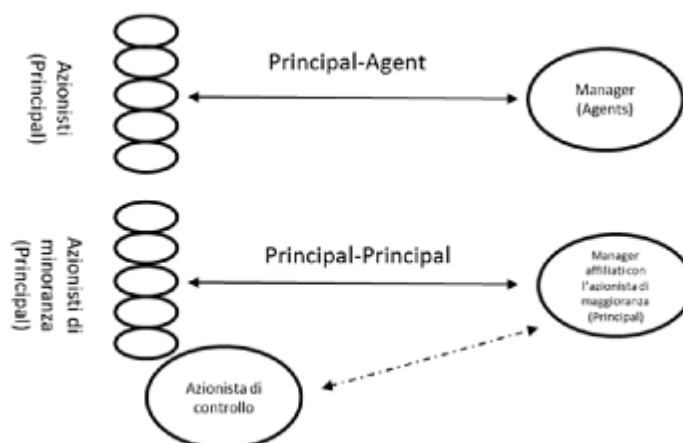
Gli stessi autori hanno anche precisato che “*if the large shareholder is an institution such as a bank, an investment fund, or a widely held corporation, the private benefits of control are diluted among several independent owners*”¹⁰⁶. Villanova e Amit, partendo dal concetto di impresa ideato da Shleifer e Vishny¹⁰⁷, caratterizzata dalla presenza di un gruppo di grandi azionisti di maggioranza e un gruppo di piccoli azionisti di minoranza, hanno notato come spesso al classico conflitto tra manager e azionisti si aggiunga quello tra principal-principal. Il problema risiede ancora una volta nei benefici privati del controllo dei quali può appropriarsi chi è al comando; nel conflitto tradizionale principal-agent questa possibilità rimane in capo al manager di turno, mentre nel conflitto principal-principal, sono gli azionisti di maggioranza ad avere la possibilità di appropriarsi di questi benefici (si veda figura 3.1.).

¹⁰⁵ Villalonga, B. e Amit, R., “How do family ownership, control and management affect firm value?”, in *Journal of Financial Economics* n. 80, Harvard Business School, Boston, 2006.

¹⁰⁶ *Idem.*

¹⁰⁷ Shleifer, A. e Vishny, R., “A Survey of Corporate Governance”, in *Journal of Finance*, vol. 57, n. 2., 1997.

Figura 3.1.- Schema dei conflitti di agenzia



Fonte: Peruffo, E., *Verso una cultura del disinvestimento: strategia, governance e valore economico*, Franco Angeli, Milano, 2015.

Il conflitto principal-principal, che è particolarmente sentito nei paesi che dedicano scarsa protezione giuridica agli azionisti di minoranza, si sviluppa perché gli azionisti di controllo hanno un notevole potere sul complesso societario, essi sono infatti in grado di influenzare le decisioni aziendali per estrapolare benefici privati, che potrebbero anche non coincidere con l'interesse della società, causando danni agli azionisti di minoranza.

Nei paesi di *civil law*, che presentano una puntuale codificazione del diritto, i giudici non possono ricorrere ad una interpretazione analogica di norme specifiche che non si riferiscono agli azionisti di minoranza. In quelli di *common law* invece, i magistrati possono creare delle norme in relazione a casi concreti che gli vengono sottoposti, e ciò permette una maggiore tutela degli azionisti di minoranza, anche in assenza di norme specifiche.

Accanto agli studi compiuti da Villanova e Amit, devono essere analizzati i contributi di altri autori¹⁰⁸ i quali, sempre analizzando le differenze di *governance* tra imprese a conduzione familiare e non, hanno evidenziato come, in quest'ultimo caso, non riscontrandosi la

¹⁰⁸ Jara-Bertin, M., Lopez-Iturriaga, F., Lopez-de-Foronda, O., "The Contest to the Control in European Family Firms: How Others Shareholders Affect Firm Value" in *The Authors Journal Compilation*, vol. 16, n. 3, 2008.

presenza di un azionariato concentrato, diminuisce la probabilità che gli azionisti di maggioranza tentino di espropriare gli azionisti di minoranza¹⁰⁹.

Diversamente in presenza di azionisti di controllo che sono i componenti della stessa famiglia, si nota come essi saranno più propensi ad espropriare gli azionisti di minoranza al fine di ottenere dei benefici privati.

In questo conflitto tra azionisti di maggioranza con un'influenza diretta nella gestione aziendale o mediata tramite amministratori di loro fiducia e azionisti di minoranza emerge la figura dell'amministratore indipendente e del ruolo che essa svolge all'interno del consiglio di amministrazione. La presenza di questo soggetto viene additata quale possibile soluzione o almeno contenimento dei conflitti del tipo principal-principal, in quanto la sua funzione è garantire che le operazioni aziendali vadano a beneficio della società *in primis* e, quindi, di tutti gli azionisti. Gli amministratori indipendenti vigilano quindi sull'operato degli altri amministratori, partecipano alle decisioni sia strategiche che operative e hanno accesso a tutte le informazioni aziendali al fine di limitare le asimmetrie informative.

La legge prescrive alcuni requisiti fondamentali¹¹⁰ per questo tipo di amministratori che devono essere presenti¹¹¹ in ogni consiglio di amministrazione.

¹⁰⁹ Quanto appena affermato è giustificabile in quanto una proprietà equidistribuita tra gli azionisti impone a quelli di controllo di coalizzarsi con altri azionisti di controllo o con quelli di minoranza al fine di raggiungere la maggioranza dei voti per intervenire.

¹¹⁰ Ai sensi dell'art. 2382 c.c., rubricato "cause di ineleggibilità e decadenza degli amministratori", l'amministratore indipendente deve quindi essere colui che non è interdetto, inabilitato, fallito o è stato condannato a una pena che importa l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici o l'incapacità a esercitare uffici direttivi e, ai sensi dell'art. 2399 c.c. rubricato "cause di ineleggibilità e decadenza dei sindaci" colui che non è coniugato, imparentato o affine entro il quarto grado degli amministratori esecutivi della società o degli amministratori esecutivi delle società controllate, controllanti o sottoposte a comune controllo; non è legato alla società o a quelle controllate, controllanti o sottoposte a comune controllo da un rapporto di lavoro o continuativo di consulenza o di prestazione d'opera retribuita, ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale che ne compromettano l'indipendenza.

¹¹¹ L'art. 2409-septedecies sancisce che "almeno un terzo dei componenti del consiglio di amministrazione deve essere in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'art. 2399, primo comma e, se lo statuto lo prevede, di quelli al riguardo previsti da codici di

È necessario quindi che gli amministratori indipendenti dispongano di qualità personali che permettano loro di non essere influenzati da nessuno, in particolare dagli azionisti di controllo nel caso di proprietà concentrata e di curare esclusivamente gli interessi della società.

Ciononostante la sussistenza dei requisiti previsti dalla legge per gli amministratori indipendenti non è garanzia assoluta di eliminazione dei conflitti in seno all'azienda tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza, soprattutto nei casi di proprietà concentrata in cui gli azionisti di maggioranza prendono parte al cda in veste di amministratori esecutivi. In queste situazioni un buon amministratore indipendente dovrebbe assicurarsi che le decisioni prese dai soci di controllo siano coerenti con quanto discusso in consiglio, assicurando gli altri azionisti circa il buon senso delle scelte operate.

L'indipendenza degli amministratori eviterebbe che si creassero tutta una serie di incroci che interferiscono sulla gestione dell'impresa da parte del management.

L'influenza esercitata dall'azionariato forte infatti può esercitarsi tra le altre ipotesi oltre che attraverso incontri periodici tra i presidenti delle società, anche tra i manager che si confrontano periodicamente in sede di consiglio di amministrazione determinando un tipo di incrocio non più a livello proprietario, bensì a livello manageriale.

Può accadere anche che l'intreccio tra due o più società sia talmente fitto che si propaghi a più livelli, da quello proprietario, attraverso lo scambio di quote azionarie, fino a quello gestorio, attraverso lo scambio di amministratori.

In quest'ultimo caso si verifica ciò che in dottrina è stato identificato come il fenomeno degli *interlocking directorates*, situazione nella quale un amministratore prende posto nel consiglio di amministrazione di più società, influenzandone la gestione attraverso i

molteplici interessi di cui è portatore¹¹². Se i manager vengono scelti a discrezione degli azionisti di maggioranza, ne deriva che questi ultimi, potrebbero in ogni momento revocarli dal loro incarico, e quindi potrebbe accadere che si generi un rapporto di autoreferenzialità e che dunque ci sia allineamento di interessi tra azionariato forte e amministratori a scapito degli azionisti di minoranza¹¹³.

Tuttavia lo scambio di amministratori può avere dei risvolti positivi, perché permette di instaurare legami per condividere informazioni e fattori strategici concordando politiche e azioni congiunte.

3.3. Cross-ownership/Corporate Governance/Performance

Tramite le partecipazioni incrociate la proprietà dell'impresa risulta concentrata nelle mani di uno "zoccolo duro" di azionisti i quali, pur non avendo la maggioranza delle quote societarie, esercitano il controllo in virtù dello scambio carta contro carta effettuato con uno o più partner. La dottrina manageriale si è prodigata nell'indagare una relazione tra *corporate governance* e *performance* dell'impresa e, pur non arrivando ad una conclusione unanime, ha evidenziato quell'insieme di variabili della *corporate*

¹¹² Il fenomeno degli *interlocking directorates* è molto diffuso in Italia specialmente tra banche e imprese non finanziarie, infatti molto spesso i direttori di una banca servono nel consiglio di amministrazione di una società non finanziaria e per questa ragione il loro ruolo risulta controverso. Se da una parte essi dovrebbero trovarsi nella condizione di monitorare i creditori nel corso del tempo e ottenere migliori informazioni riguardo il loro grado di solvibilità (con impatti positivi sui costi informativi), dall'altra questi direttori potrebbero andare incontro ai ben noti conflitti di interesse perché, nel ruolo di amministratori d'impresa, potrebbero cercare di spuntare le migliori condizioni di finanziamento per l'impresa mentre, come membro del cda della banca potrebbero tentare di non farle prendere carico di eccessivi rischi sui capitali prestati (Di Donato, F. e Tiscini, R., "Cross Ownership and Interlocking Directorates Between Banks and Listed Firms: an Empirical Analysis of the Effects on Debt Leverage and Cost of Debt in the Italian Case", in *Corporate Ownership & Control* / Volume 6, Issue 3, 2009).

¹¹³ Altre critiche mosse agli *interlocking directorates* riguardano la limitazione della concorrenza, intesa come limitazione dell'incertezza sui prezzi e politiche concordate con l'obiettivo di ridurre la competizione, danneggiando il consumatore finale e il fatto che gli amministratori dovrebbero ripartire il loro tempo nella gestione di più imprese, rischiando di svolgere questa attività senza la diligenza richiesta.

*governance*¹¹⁴ in grado di influenzare il valore aziendale. Di seguito si analizzeranno la struttura proprietaria e il cda quali elementi della *corporate governance* in grado di influenzare la *performance* e come le partecipazioni incrociate si ripercuotano su di essi.

3.3.1. La struttura proprietaria

La struttura proprietaria, soprattutto in presenza di partecipazioni incrociate con altre imprese che determinano un'importante concentrazione azionaria, riveste un ruolo molto importante sulla performance aziendale.

In letteratura vi sono autori¹¹⁵ i quali asseriscono che la concentrazione azionaria migliora la *performance* e che i grandi azionisti influenzino positivamente gli interessi degli *stockholder*: gli azionisti di controllo si schiereranno a favore di iniziative del management volte al miglioramento del valore aziendale e ad opporsi a quelle che invece li danneggiano. Gli azionisti di maggioranza infatti, in virtù delle partecipazioni incrociate, saranno dotati di diritti di voto aggiuntivi e godranno di un maggior potere contrattuale con i manager e avranno su di essi una influenza maggiore nello spingerli a concentrarsi sulle attività che migliorano le *performance*.

Altra parte della dottrina¹¹⁶ sostiene invece che la presenza di un gruppo di azionisti dominanti può ripercuotersi negativamente sulla *performance*; essi infatti potrebbero avere interessi confliggenti con quello della massimizzazione del valore di impresa, al fine di perseguire il raggiungimento dei propri benefici privati a scapito degli

¹¹⁴ Il novero degli strumenti di *corporate governance* è ampio, tuttavia ai fini del presente elaborato si prenderanno in considerazione la tipologia della struttura proprietaria e il ruolo del consiglio di amministrazione.

¹¹⁵ Alexander, J. C., Barnhart, S. W., Rosenstein, S., "Do investor perceptions of corporate governance initiatives affect firm value? The case of TIAA-CREF", in *Quarterly Review of Economics & Finance*, Vol. 47 No. 2, 2007; Schmid, M. M., Zimmermann, H., "Leadership structure and corporate governance in Switzerland", in *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 20 No. 1, 2008; Renders, A., Gaeremynck, A., Sercu, P., "Corporate governance ratings and company performance: a cross-European study", in *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 18 No. 2, 2010.

¹¹⁶ La Porta, R., Lopez de Salines, F., Shleifer, A., Vishny, R., "Investor Protection and Corporate Governance", v.58, n.3, 2000; Fama, E., Jensen, M., "Agency Problem and Residual Claims", in *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n. 2, 1983; Shleifer, A., Vishny, R., "A Survey of Corporate Governance", in *Journal of Finance*, vol. 57, n. 2., 1997.

azionisti di minoranza attraverso, ad esempio, spese eccessive e altri *fringe benefits*.

Infine vi sono autori¹¹⁷ che non riscontrano alcun legame tra struttura della *corporate governance* e *performance* aziendale dal momento che la concentrazione proprietaria e la possibile interferenza che può avere sul management rappresentano dinamiche interne all'azienda che tendono attraverso un'analisi costi/benefici a raggiungere un punto di equilibrio. Secondo questa teoria dunque, in caso di creazione di posizioni dominanti a seguito di partecipazioni incrociate, la performance aziendale non ne risulterebbe influenzata.

3.3.2. Il consiglio di amministrazione

La dottrina si è inoltre interrogata sulla eventuale influenza che il consiglio di amministrazione può esercitare sulla *performance*.

Anche su questo punto gli studiosi non sono d'accordo: alcuni sostengono che la presenza di amministratori indipendenti all'interno del consiglio generi maggiore redditività¹¹⁸; altri giungono a conclusioni diametralmente opposte e altri ancora¹¹⁹ a ritenere totalmente ininfluenza la presenza all'interno del cda di *outside director* sulla performance aziendale.

È evidente che in base alla teoria che si abbraccia la presenza di incroci azionari, in grado di alterare la gestione aziendale, può avere un peso più o meno rilevante.

Anche sulle dimensioni del cda la diatriba è aspra: attraverso le partecipazioni incrociate gli azionisti di controllo possono loro stessi prendere parte attiva nella gestione partecipando ai cda oppure nominare manager a loro vicini. Ciò si riflette in un consiglio di amministrazione piuttosto ristretto nel quale la *voice* degli altri

¹¹⁷ Demsetz, H., "The structure of ownership and the theory of the firm", in *Journal of Law and Economics*, vol. 26, 1983; Demsetz H., Villalonga, B., "Ownership structure and corporate performance", in *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, issue 3, 2001.

¹¹⁸ Perry T., Shivdasani, A., "Do Boards Affect Performance? Evidence from Corporate Restructuring", in *Journal of Business*, n. 8, 2005.

¹¹⁹ Johnson, J. L., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., "Boards of directors: A review and research agenda", in *Journal of Management*, vol. 22, n.3, 1996.

azionisti risulta ridotta al minimo soprattutto in assenza degli amministratori indipendenti. Tuttavia alcuni autori sostengono che un cda di dimensioni ridotte abbia i suoi aspetti positivi in quanto ritengono produca *performance* migliori di un cda più vasto, i cui risultati appaiono però maggiormente stabili¹²⁰.

Riguardo quest'ultimo aspetto si deve fare cenno a quegli studi che hanno evidenziato come i cda di grandi dimensioni siano meno efficaci nell'attività di *monitoring* del management¹²¹ e come questo si rifletta negativamente sulla *performance*¹²².

3.4. Gli incroci azionari: strumento per risolvere i conflitti di agenzia?

Alla luce di quanto sin qui esposto è emerso che le partecipazioni incrociate contribuiscono alla formazione di un azionariato concentrato e di un cda di dimensioni contenute.

A prescindere dalle varie tesi rispettivamente a favore, contrarie o neutrali riguardo la creazione di una tale struttura di *corporate governance*, ciò che deve essere messo in evidenza è che il conflitto principal-principal esiste ed è stato finora poco studiato. Partendo dal presupposto che gli incroci azionari danno vita ad una struttura proprietaria concentrata nelle mani di pochi grandi azionisti, possiamo affermare che attraverso questa prassi si riducano i conflitti di agenzia del tipo principal-agent. Gli azionisti forti sono infatti in grado di esercitare un significativo monitoraggio ed uno stretto controllo sul management, i cui componenti sono frutto di una loro scelta.

In tal caso la dicotomia tra proprietà e controllo teorizzata, quasi un secolo fa da Berle e Means, risulta attenuata grazie al controllo che torna nelle mani del gruppo di azionisti dominante.

¹²⁰ Cheng, Y., "Taxes And Capital Structure: A Study Of European Companies", in *The Manchester School*, Vol. 76, Issue s1, 2008.

¹²¹ Jensen, M. C., "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", in *The Journal of Finance*, Vol. 48, Issue 3, 1993.

¹²² Yermack, D., "Higher Market Valuation of Companies With a Small Board of Directors", in *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, 1996.

Tuttavia se le partecipazioni incrociate possono rappresentare una strategia per risolvere il conflitto principal-agent, allo stesso tempo potrebbero determinare o accentuare il conflitto principal-principal.

La formazione di un gruppo dominante infatti, che tende a perseguire i propri benefici privati, potrebbe creare degli svantaggi a scapito degli azionisti di minoranza.

In altre parole gli azionisti di maggioranza potrebbero manovrare a proprio piacimento il management, con il quale condividono gli stessi obiettivi, causando danni agli altri azionisti.

Da ciò si deduce che la presenza di partecipazioni incrociate può incidere in modo significativo sulla *governance* societaria, non solo influenzando sulla *performance*, ma influenzando anche sulla realizzazione degli interessi che fanno capo agli *stakeholders*. Qualora i *large shareholder* si prefiggano di raggiungere benefici privati, interferendo sull'operato del management, il ruolo di quest'ultimo si allontanerà molto da quello auspicato da Berle e Means e più recentemente da Buffett il quale sostiene che “*managers are steward of shareholders capital. The best managers think like owners in making business decisions. They have shareholder interests at heart*”¹²³.

Al fine di dirimere il conflitto principal-principal, che può scaturire dalla prassi degli incroci azionari, si potrebbe ipotizzare di creare un management che risponda ai requisiti stabiliti dalla legge e che quindi sia indipendente da qualsiasi influenza; ciò potrebbe portare gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza a essere soddisfatti. Tuttavia i manager che presentano tutti i requisiti legali non necessariamente potrebbero essere indipendenti e, nella realtà fattuale, comportarsi con autonomia di giudizio.

Piuttosto che tentare di allineare gli obiettivi di manager e azionisti (e all'interno di questa categoria quelli degli azionisti di maggioranza e degli azionisti di minoranza) tramite provvedimenti cogenti, sarebbe auspicabile un'inversione di cultura, che porti a percepire l'impresa non come una *black box* da cui estrarre benefici

¹²³ Cunningham, L. A., *The essays of Warren Buffett. Lesson For Corporate America*, New York, 2015.

privati, ma come uno strumento a servizio degli *stakeholder* e dell'economia in generale.

Solo in tal modo la *governance* rappresenterà un mezzo adeguato per la creazione di valore sia economico che sociale. Le partecipazioni reciproche, nonostante scaturiscano dalla volontà di minimizzare l'investimento, non necessariamente devono rappresentare un mezzo per appropriarsi di una fetta più grande della torta dell'economia a scapito degli altri. Se infatti l'attività imprenditoriale è mossa solo dal fine della redistribuzione a favore dell'imprenditore, e non dei vari settori della società, la torta si rimpicciolisce e potrebbe condurre ad una "povertà rovinosa"¹²⁴.

La presenza di un azionariato forte che scaturisce dalle partecipazioni reciproche potrebbe realizzare una *governance* in grado di determinare una *performance* positiva dell'impresa e aumentarne il valore globale.

La massimizzazione del controllo che deriva dagli incroci azionari dovrebbe essere dunque mirata al raggiungimento di obiettivi non strettamente egoistici ma allargati alla vasta platea dei portatori di interesse.

¹²⁴ Baumol, W. J., Litan, R. E., Schramm, C. J., *Capitalismo buono capitalismo cattivo. L'imprenditorialità e i suoi nemici*, UBE Paperback, Milano, 2013.

Capitolo 4

Mediaset s.p.a.-Vivendi S.A.: un mancato caso di incroci azionari?

4.1. Cenni su Mediaset s.p.a. e Vivendi S.A.

Prima di focalizzare l'attenzione sull'operazione economico-finanziaria che avrebbe dovuto portare alla creazione di un incrocio di partecipazioni tra Mediaset e Vivendi si rende necessaria, per dovere di completezza, una breve analisi delle due società al fine di inquadrarne l'operato all'interno del sistema economico.

Mediaset s.p.a., nata nel 1978 come società di gestione della tv locale Telemilano, in breve tempo si afferma nel campo televisivo italiano grazie alla creazione di Canale 5 e alla sua trasmissione a livello nazionale e, successivamente, con l'acquisizione di Italia 1 e Retequattro, che determinò la creazione del polo televisivo Rti.

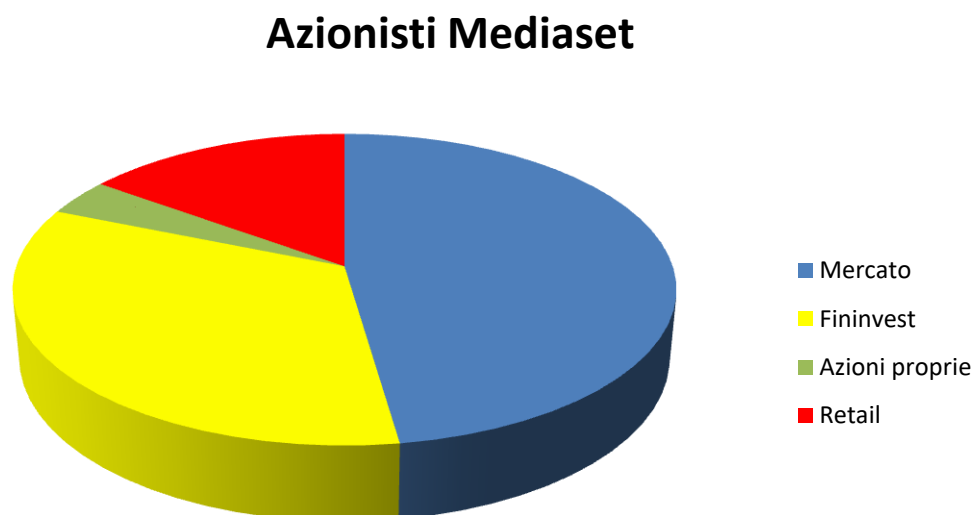
Nel 1996 il Gruppo Mediaset viene quotato alla Borsa di Milano per iniziare, l'anno successivo, un processo di espansione all'estero acquisendo una partecipazione del 25% dell'emittente privata spagnola Telecinco, di cui, agli inizi del nuovo millennio, diventa azionista di riferimento aumentando la propria partecipazione al 50,1%.

Un anno importante in questa carrellata di tappe del Gruppo è il 2005 poiché rappresenta l'anno del lancio di Mediaset Premium: servizio a pagamento per la televisione digitale terrestre che offre sport e cinema in esclusiva.

Nel 2016, l'azionariato Mediaset si presenta così ripartito: 33,49% di azioni in capo alla famiglia Berlusconi tramite la finanziaria Fininvest, 47,7% di azioni in mano al mercato, 15%

detenuto dagli investitori retail e il restante 3,8% del capitale è rappresentato da azioni proprie¹²⁵.

Figura 4.1. – Schema struttura proprietaria Gruppo Mediaset



Fonte: rielaborazione grafica su dati estrapolati da www.mediaset.it

La struttura di *governance* di Mediaset si rifà al sistema tradizionale. Il Consiglio di Amministrazione in carica è composto da 17 membri nominati dall'Assemblea degli azionisti del 29 aprile 2015 che resteranno in carica per tre esercizi ovvero fino all'Assemblea di approvazione del bilancio al 31 dicembre 2017.

Il Consiglio è investito di tutti i più ampi poteri per la gestione ordinaria e straordinaria della società.

Ad inizio 2016 Mediaset diffonde un comunicato nel quale informa della volontà di stipulare un accordo avente ad oggetto lo scambio di azioni con il gruppo francese Vivendi.

Il gruppo Vivendi S.A.¹²⁶ rappresenta il risultato dello sviluppo avvenuto nel corso degli anni della Compagnie Générale des Eaux (CGE), nata in Francia verso la metà del 1800. Questa società, che in

¹²⁵ www.mediaset.it.

¹²⁶ www.vivendi.com.

origine si occupava della fornitura di acqua, di trasporti e di edilizia, si è poi specializzata nella comunicazione. Nel 1983 crea Canal + e in breve tempo, grazie alla sua espansione riesce a penetrare il mercato internazionale.

L'affermazione nel campo delle telecomunicazioni avviene nel 1996 grazie all'impegno del presidente e amministratore delegato Jean-Marie Messier.

Tuttavia solo nel 1998 l'azienda cambia nome in Vivendi S.A., liberandosi della sua vecchia denominazione legata al business dell'acqua, a dimostrazione della sua volontà di concentrarsi sul settore dei media, dimostrato anche dalla revisione di strategia degli asset decisa dal consiglio di sorveglianza nel 2012.

Il suo sistema di *governance*, dal 2005, è basato su un consiglio di sorveglianza (composto da 14 membri e presieduto da Vincent Bolloré) e su un consiglio di gestione (composto da cinque membri e diretto dal CEO Arnaud De Puyfontaine); questa struttura dualistica permette di separare le autorità di controllo e di management.

Negli ultimi anni Vivendi S.A. mostra un certo dinamismo all'interno del mercato internazionale: nel 2015 acquisisce da Telefonica, società spagnola nel campo della telefonia, la controllata GVT e diventa l'azionista principale di Telecom Italia, al posto di Telefonica. Attualmente possiede il 100% delle azioni di Telefonica Brasil e, tramite una partecipazione del 7,5% del capitale GVT, detiene lo 0,95% in Telefonica¹²⁷.

Negli ultimi anni inoltre acquisisce EMI Recorded Music (2012), Direct 8 and Direct Star facenti parte del gruppo Bolloré e Canal+ France all'interno di un progetto di espansione nelle pay TV..

Nel 2015 afferma il suo interesse verso il settore distribuzione digitale di video, attraverso l'acquisto in due tranche del 90% di Dailymotion.

¹²⁷ www.vivendi.com.

4.2. Il contesto in cui è maturata l'operazione

Il tentativo di dare vita ad una operazione di incrocio di partecipazioni tra Mediaset e Vivendi è maturata in un contesto nel quale le due società devono fronteggiare una forte concorrenza, per quel che concerne l'intrattenimento televisivo e il mondo dei media in generale, proveniente da Inghilterra e Stati Uniti.

In particolare Vivendi sente molto la pressione di Netflix¹²⁸ che si appresta a fare il vuoto intorno a sé per competitività dell'offerta.

Proprio per questo motivo l'intesa strategica caldeggiata con Mediaset avrebbe permesso a Bolloré di affermarsi a livello continentale nel campo della comunicazione.

Dall'altra parte Mediaset già da alcuni anni sta cercando di stringere accordi relativi alla gestione della propria pay-tv, dal momento che Premium non ha mai prodotto utili dalla sua costituzione; dopo una lunga trattativa è sfumato anche l'accordo con Sky a causa di divergenze sull'individuazione del valore di Mediaset Premium ed è cominciato un periodo, ancora in corso, caratterizzato da una battaglia a suon di diritti in esclusiva sui contenuti nel mercato italiano. In questa ottica Mediaset sta tentando di trasferire il conflitto a livello internazionale e per fare ciò ha bisogno di rafforzarsi anche finanziariamente, attraverso l'individuazione di altri partner.

Mediaset s.p.a. e Vivendi S.A. si stanno concentrando anche sulla conquista del mercato dei Media digitali, spinti dall'evidenza che esso rappresenta un'occasione appetibile per espandere i propri profitti. Sempre più spesso infatti gli utenti chiedono l'accesso e la fruizione in ogni momento ed in ogni luogo di un universo digitale costantemente connesso. È sempre più avvertita infatti l'esigenza di essere connessi sia nel posto di lavoro utilizzando il PC, sia nel tempo libero con il proprio smartphone o attraverso la dotazione

¹²⁸ Netflix è un'azienda statunitense operante nella distribuzione, attraverso canali digitali, di contenuti di intrattenimento fondata nel 1997 e che oggi conta più di 83 milioni di abbonati.

multimediale della propria auto, che tra le mura domestiche attraverso gli apparati connessi alla home network.

Questa situazione è stata fotografata anche dall'osservatorio New Media & New Internet del Politecnico di Milano, il quale ha evidenziato come nell'ultimo decennio, l'unica componente del settore della comunicazione che è risultata in crescita è quella degli Internet Media, arrivando a valere circa il 15% del mercato di riferimento¹²⁹.

I Media digitali fruibili attraverso protocolli IP rappresentano dunque un business ambito da più parti e che ha ottime prospettive di crescita nel breve termine, di pari passo alla diffusione dei nuovi device attraverso cui accedere al web (smartphone, tablet, smart tv, social network e app) e alla diffusione capillare dei social network.

4.3. Le tappe dell'operazione

4.3.1. L'accordo

In un comunicato risalente all'inizio di aprile 2016 Mediaset s.p.a. e Vivendi S.A. diramarono i termini e le condizioni dell'operazione con la quale acquisivano partecipazioni per il 3,5% delle azioni l'una dell'altra.

Dal momento che la differenza in termini di capitalizzazione di borsa tra le due società era consistente fu previsto anche il passaggio dell'89% di Mediaset Premium s.p.a. in mano ai francesi, in modo tale da colmare il *gap*. Nello specifico il capitale sociale di Vivendi S.A. ammontava a 22,60 Mld di euro, mentre quello di Mediaset a 3,21 Mld di euro; dal momento che lo scambio azionario sarebbe dovuto ammontare al 3,5%, per differenza si ricava la valutazione d'azienda di Mediaset Premium s.p.a. pari a 780 milioni di euro¹³⁰.

Il restante 11% di tale società per azioni doveva rimanere in capo agli spagnoli di Telefonica. L'accordo era corredato inoltre da

¹²⁹ http://www.economyup.it/startup/2660_nel-mercato-dei-media-cresce-solo-internet-gli-editori-cambino-pelle.htm.

¹³⁰ <http://ilcorsivoquotidiano.net/mercati-azionari/vivendi-mediaset-guida-capire-quel-sta-accadendo.html>.

altre clausole: il divieto per entrambe le società di liquidare la partecipazione nell'altra per tre anni (clausola di *lock-up*), il divieto per Vivendi S.A. di acquistare azioni Mediaset s.p.a. nel primo anno e l'impossibilità, per il secondo e il terzo anno, di arrivare a detenere una partecipazione superiore al 5% in Mediaset s.p.a. Infine veniva stabilita la libertà in capo a Fininvest s.p.a.¹³¹, la finanziaria facente capo alla famiglia Berlusconi, di effettuare in maniera diretta oppure indiretta degli acquisti di azioni Mediaset mantenendosi comunque entro i limiti imposti dalla legge in materia di OPA obbligatoria¹³².

4.3.2. Lo “scoglio”

Alla fine di luglio 2016, quindici settimane dopo la firma dell'accordo (che non rappresentava un contratto preliminare bensì un vero e proprio contratto definitivo) il CEO di Vivendi S.A., Arnaud De Puyfontaine, dichiarava che la sua società non aveva intenzione di onorare il contratto stipulato¹³³. Il duro colpo è stato avvertito da Mediaset s.p.a. anche sul mercato finanziario tanto che, nella giornata dell'annuncio di Vivendi di non voler procedere all'accordo originale, ha perso oltre il 10%.

Successivamente Vivendi S.A. ha proposto a Mediaset s.p.a. un nuovo accordo, profondamente diverso dal primo in quanto prevedeva di acquisire solamente il 20% di Mediaset Premium s.p.a., mentre lasciava inalterata la volontà di procedere all'incrocio di partecipazioni del 3,5%. La differenza, a detta dei francesi, sarebbe dovuta essere colmata dall'emissione da parte di Mediaset s.p.a. di un prestito obbligazionario convertibile triennale.

In base a questa nuova impostazione Vivendi S.A. proponeva di arrivare nei tre anni a detenere il 15% del capitale di Mediaset s.p.a. (e non un massimo del 5% come inizialmente pattuito).

¹³¹ Per quanto riguarda la partecipazione Fininvest s.p.a. nel capitale di Mediaset s.p.a. si rimanda alla figura 4.1.

¹³² Metti riferimento alla legge in materia di opa obbligatoria

¹³³ <http://www.vivendi.com/en/press/>.

Quest'ultima avrebbe dovuto procedere ad un aumento di capitale di 500 milioni di euro; ma così facendo la quota detenuta da Fininvest s.p.a. (38,7%) si sarebbe diluita fino a perdere il controllo della sua società. Per questo motivo l'accordo è stato respinto in toto da Mediaset.

4.3.3. La reazione

Dopo aver analizzato i contenuti degli accordi che avrebbero dovuto portare ad un incrocio azionario tra Mediaset s.p.a. e Vivendi S.A. ed aver esaminato lo scoglio che non ne ha permesso la realizzazione, è opportuno indagare le ragioni che hanno spinto la società transalpina a un così lesto passo indietro rispetto a quanto nell'aprile 2016.

Innanzitutto va precisato che il business plan presentato da Mediaset s.p.a. prevedeva il raggiungimento del BEP nel 2018 e che la società di consulenza Deloitte, incaricata da Vivendi S.A., aveva ritenuto che il *business plan* si basasse su ipotesi irrealistiche e che andasse rivisto al ribasso. Di fronte a questa obiezione Mediaset ha precisato che la società francese conosceva perfettamente la situazione economico-finanziaria di Premium s.p.a. fin da Marzo 2016 cioè oltre un mese prima della firma dell'accordo.

Alla luce delle incongruenze significative nel *business plan* nel mese di giugno 2016, Bolloré ha dichiarato di voler continuare a creare un'alleanza basata su partecipazioni reciproche¹³⁴, sulla base però di condizioni diverse. Da parte sua Mediaset s.p.a. rifiuta qualsiasi altro accordo diverso da quello originale, nella convinzione che Vivendi S.A. sarebbe più interessata ad assumere il controllo della Mediaset s.p.a. piuttosto che a creare con essa un'alleanza. La frattura si rivela insanabile, nonostante De Puyfontaine abbia dichiarato formalmente che la società che rappresenta non era interessata al controllo di Mediaset.

¹³⁴ www.corriere.it.

4.3.4. Scenario di conflitto (legale)

Il mancato rispetto dell'accordo stipulato tra Mediaset s.p.a. e Vivendi S.A. nell'aprile 2016 e le successive vicende, hanno portato la società milanese a intraprendere una vera e propria battaglia legale.

In particolare, a seguito delle dichiarazioni effettuate dalla società francese in base alla quale “il business plan di mediaset premium appare irraggiungibile e andrebbe seriamente rivisto al ribasso per essere realista”¹³⁵, Mediaset s.p.a. ha affermato che le considerazioni contenute nel comunicato avrebbero potuto alterare il corso dei titoli Mediaset e sarebbero state in contrasto con la vigente normativa in materia. In effetti il giorno in cui è stato comunicato il fallimento dell'accordo le azioni Mediaset hanno perso il 9,7%. Alla luce di queste considerazioni dunque Mediaset s.p.a. ha intimato di intraprendere azioni legale sia in sede civile che in sede penale, ritenendo che il passo indietro dalla Vivendi S.A. possa essere considerato come un atto di *“capitalismo cannibalesco... che prospera grazie alla distruzione di ricchezza altrui, costruisce il proprio successo sull'altrui rovina”*¹³⁶.

In particolare la società milanese ha lamentato la violazione dei più basilari principi del diritto e dell'etica economica, dal momento che l'atteggiamento di Vivendi palesa la sua volontà di costruire in modo surrettizio una posizione dominante all'interno di Mediaset.

A fine agosto ha depositato un'azione legale contro Vivendi S.A. con l'intento di vedere adempiuta l'obbligazione contrattuale da parte della società francese.

Mediaset valuta la richiesta di procedura d'urgenza ex art. 700 c.p.c. per il contenzioso con i francesi, sperando che si possa arrivare ad una sentenza di primo grado già nel lasso di tempo di sei mesi.

Mediaset, non più intenzionata a proseguire nelle trattative, vorrebbe l'esecuzione coattiva imposta a Vivendi del contratto originale dell'8 aprile, esigendo inoltre, 50 mln di euro a titolo di

¹³⁵ <http://www.vivendi.com/press/press-releases/vivendi-mediaset-clarification/>.

¹³⁶ Così si è espressa Marina Berlusconi in un'intervista al corriere della sera; l'articolo integrale è consultabile su <http://www.corsera.it/notizia.php?id=8448>.

risarcimento per ogni mese di ritardo nell'adempimento del contratto. Le richieste espresse da Mediaset riguardano, va precisato, l'esecuzione coattiva del contratto e il risarcimento dei danni da ritardata conclusione. Qualora invece non si giunga a queste conclusioni, la società milanese chiederà un maxi-risarcimento dell'importo di 1,5 mld di euro a Vivendi per non aver tenuto fede al contratto vincolante dello scorso aprile.

Vivendi da parte sua non è rimasta a guardare. Il gruppo francese avrebbe incaricato i legali di Clearly Gottlieb di analizzare in dettaglio il caso Premium e continua a guardare con interesse al mercato della comunicazione nella sua idea di creare un impero latino, con o senza Mediaset¹³⁷.

4.4. Prospettive evolutive e considerazioni

Alla luce di quanto sin qui esposto la vicenda dello scambio reciproco di partecipazioni con cessione di Mediaset Premium a titolo di conguaglio sembra giunta ad un punto di stallo.

Nonostante le ferme posizioni assunte delle due società sulla base delle proprie ragioni, non è da escludere una ripresa delle trattative che risparmierebbe ad entrambe di dar vita ad un caso giudiziario logorante.

Se vi saranno, comunque, ulteriori trattative nella speranza di una risoluzione extragiudiziale, queste saranno trattative al ribasso che difficilmente condurranno ad una piena soddisfazione delle società.

Degna di essere messa in evidenza nella controproposta fatta pervenire da Vivendi dalle parti di Cologno Monzese, è la modalità con la quale la società francese richiedeva a Mediaset s.p.a. di far fronte alla disparità tra le quote del 3,5% del capitale sociale delle due società oggetto di reciproco scambio.

¹³⁷

<http://www.milanofinanza.it/news/vivendi-non-chiude-del-tutto-la-porta-a-mediaset-201609211024376106>.

Vivendi S.A. intendeva infatti far emettere a Mediaset s.p.a. un prestito obbligazionario convertibile¹³⁸ dell'ammontare di 500 mln di euro che sarebbe stato interamente acquistato dalla società d'oltralpe.

In questo modo si offrivano a Mediaset capitali freschi a fronte di un aumento di capitale (differito) rappresentato dai 500 mln di euro di obbligazioni convertibili; tuttavia così facendo, Vivendi S.A. sarebbe potuta arrivare con un sottile stratagemma, degno dello stratega più accorto¹³⁹, a occupare una posizione dominante nell'azionariato di Mediaset s.p.a., se e quando, avesse deciso di convertire il prestito in azioni Mediaset.

Vi poteva essere anche il rischio che, così facendo, la famiglia Berlusconi, per il tramite di Fininvest, potesse perdere il controllo della propria società e che quindi lo scambio reciproco di partecipazioni non fosse finalizzato ad un maggiore coordinamento tra le due società, quanto piuttosto ad un tentativo da parte di Vivendi S.A. di mascherare un'acquisizione ostile come un'iniziativa congiunta.

Tuttavia, non è da escludere che invece Vivendi S.A. voglia stringere un'alleanza con Mediaset s.p.a. per creare un colosso europeo capace di contrastare Netflix.

Per conoscere le effettive intenzioni della società francese, può essere utile osservare come proseguirà la vicenda, in quanto se la soluzione sarà incentrata su un problema di valutazione delle partecipazioni, probabilmente Vivendi S. A. ha intenzione di creare un'alleanza con Mediaset s.p.a. attraverso lo scambio azionario. Qualora invece non si riuscirà ad uscire dalla situazione di stallo perché i francesi riterranno che non sia sufficiente, oltre alla quota del 3,5% del capitale di Mediaset s.p.a., la cessione di una quota di Mediaset Premium s.p.a., i dubbi sollevati dalla società di Cologno

¹³⁸ Le obbligazioni convertibili sono titoli obbligazionari che potremmo definire "spuri", in quanto si trovano in una posizione intermedia tra i titoli obbligazionari e i titoli azionari. Sono obbligazioni che possono essere convertite, in tutto o in parte, nell'arco di un certo periodo di tempo, in base ad un rapporto di conversione predeterminato che si fonda su un numero prefissato di azioni ordinarie della società emittente.

¹³⁹ Sun tzu, *The art of War*, (tr. Italiana, a cura di M. Conti, *L'arte della guerra*, Universale economica Feltrinelli, Milano, 2011).

Monzese, circa le reali intenzioni di Vivendi S. A., risulteranno fondati.

Al di là dell'inconoscibilità delle motivazioni che hanno spinto la società francese verso la stipula di un accordo con Mediaset s.p.a., questa vicenda porta a riflettere sul ruolo svolto, in alcuni casi, dalle partecipazioni reciproche.

Ricordando che, in questo caso non vi era soltanto lo scambio di partecipazioni, ma anche la cessione di quota parte delle azioni di Mediaset Premium s.p.a., appare comunque lecito chiedersi se la creazione di incroci azionari possa essere utilizzata per celare scalate spregiudicate di una società.

È indubbio che attraverso questo strumento si possa consolidare una posizione di controllo ed è parimenti evidente che esso potrebbe rappresentare un mezzo per estromettere l'azionista di controllo dalla sua posizione.

Proprio per questo motivo, il caso Mediaset s.p.a.-Vivendi S.A. ha portato al centro dell'attenzione il tema delle partecipazioni incrociate, che si auspica venga approfondito dal punto di vista economico e regolamentato sotto il profilo giuridico.

L'analisi di questo caso è, infatti, la dimostrazione di quanto sia difficile distinguere sulla carta quando gli incroci azionari nascondano volontà diverse da alleanze.

Tale difficoltà è sentita anche dal legislatore, il quale non ha ancora elaborato una disciplina omogenea in materia. In attesa che ciò avvenga è doveroso chiedersi se, alla luce delle considerazioni sin qui esposte, sia preferibile che l'ordinamento giuridico vieti *tout cour* la creazione di partecipazioni reciproche oppure ne circoscriva l'ambito di utilizzo. La scelta non risulta agevole proprio perché, come si è avuto modo di constatare, se da una parte lo scambio di azioni potrebbe determinare una diluizione del capitale sociale e la creazione di posizioni dominanti a scapito degli azionisti di minoranza, dall'altro potrebbe rappresentare uno strumento economico-finanziario che permetterebbe il raggiungimento di economie di scala.

Considerazioni conclusive

Al termine dell'esame delle partecipazioni incrociate dalle varie prospettive, si possono trarre alcune conclusioni.

Si è avuto modo di constatare come non sempre gli intenti di chi si avvale delle partecipazioni incrociate con altri partner siano dei più nobili; spesso infatti, anche con riferimento all'Italia, esse danno luogo a strutture apparentemente molto solide dietro alle quali si celano però degli azionisti che vogliono rischiare solo una minima parte del proprio capitale. Ed è per limitare tali usi non trasparenti delle partecipazioni incrociate che numerosi ordinamenti giuridici ne hanno dettato una normativa *ad hoc*, la quale però, nel caso italiano si limita a riproporre quanto disposto per le azioni proprie. Le partecipazioni incrociate tuttavia non sono in tutto e per tutto assimilabili alle azioni proprie per diversi ordini di ragioni, primo fra tutti il fatto che implicano il coinvolgimento di almeno due società.

Passando dalla dottrina giuridica agli aspetti pratici dal punto di vista dell'economia dell'impresa si sono esposti i principali metodi di contabilizzazione delle partecipazioni reciproche, anche questi caratterizzati da una certa affinità con le azioni proprie.

Tuttavia ai fini della redazione del bilancio consolidato la trattazione delle partecipazioni reciproche come azioni proprie non implica il sorgere di problemi interpretativi. I problemi sorgono nei confronti degli *stakeholders* i quali potrebbero essere indotti a credere che un'azienda disponga di un ingente patrimonio che risulta in realtà "dopato". Se sotto il profilo contabile quindi non si hanno difficoltà nel trattamento di questo tipo di partecipazioni, appare innegabile che una disciplina giuridica attenta sia necessaria al fine di evitare che, attraverso azioni proprie e partecipazioni incrociate, le aziende operino senza un patrimonio alle spalle. In un certo senso, anche se non vengono effettuate in coincidenza della chiusura dell'esercizio, le partecipazioni incrociate potrebbero rientrare tra quelle pratiche note alla ragioneria come politiche di bilancio dette anche, nel linguaggio anglo-americano, operazioni di *window dressing*.

Le partecipazioni incrociate investono numerosi ambiti dell'azienda, sempre interconnessi, come la possibilità di creare strutture che, oltre ad apparire all'esterno come fortemente dotate di capitale, fanno capo ad un soggetto che di quel capitale ne possiede solo una piccola parte. In questo caso ai diritti sui flussi di cassa non corrispondono altrettanti diritti di controllo, anzi questi ultimi sono sproporzionalmente maggiori. Questo grado di separazione, indicato dalla finanza aziendale come α diluito, attraverso apposite formule, permette di carpire l'entità di questa sproporzione che, giova ricordarlo, può ottenersi anche con il ricorso all'emissione di azioni con differenti diritti di voto e con la creazione di piramidi societarie.

Approfondendo le implicazioni legate all'uso degli incroci azionari, occorre differenziare l'analisi a seconda che si tratti di imprese operanti in *business* compatibili o meno.

Nel primo caso le società, pur avendo interessi comuni di natura gestionale e operativa, non realizzano un'operazione classificabile nell'ambito delle M&A: non si ha una fusione dal momento che le società continuano ad operare separatamente nello stesso ambito competitivo e non si ha nemmeno un'acquisizione poiché le due entità rimangono giuridicamente indipendenti. Questo caso merita particolare attenzione perché se da una parte potrebbe determinare i benefici della fusione (quali ad esempio le economie di scala), senza la necessità di intraprendere un'operazione lunga e dispendiosa, dall'altra non implica che la situazione sia meno problematica in termini di competitività rispetto ad una classica fusione¹⁴⁰.

Diverso è il caso in cui le partecipazioni reciproche si verificano tra imprese i cui settori di riferimento risultano incompatibili; in questa circostanza l'interesse sottostante è meramente finanziario, con tutti i problemi in termini di *performance* e *governance* osservati e che necessitano, quindi, di essere limitati.

Le partecipazioni incrociate comportano un'elevata concentrazione all'interno di un settore e, più in generale, del sistema

¹⁴⁰ Phillip Areeda e Donald Turner nel loro trattato concludono che una "noncontrolling acquisition has no intrinsic threat to competition at all". PHILLIP AREEDA & DONALD F. TURNER, ANTITRUST LAW ~ 1203d, at 322 (1980).

economico, concentrazione che viene misurata da un indice, noto come HHI il quale, opportunamente modificato, fornisce una immediata comprensione dell'effetto degli incroci partecipativi sul grado di concentrazione di un dato settore.

La sua derivazione non è agevole e richiede il ricorso ad altri indici, tra i quali quello di Lerner, ma in particolare di appositi indici di potere che permettano di cogliere il livello di controllo societario in capo ad ogni proprietario.

Superando la diatriba che anima la dottrina circa la scelta dell'indice più idoneo, ciò che premeva mettere in evidenza in questa sede non era l'identificazione di una formula standard per calcolare la quota di controllo spettante a ciascun azionista sulla base della partecipazione detenuta, bensì la necessità di evidenziare come l'azionista in possesso di una quota minoritaria del capitale potesse, attraverso la formazione di coalizioni, esercitare un controllo certo.

Questo ragionamento non deve necessariamente rimanere relegato all'analisi della situazione in cui singoli *player* cercano di coalizzarsi per esercitare il controllo di una stessa società, ma va esteso oltre i confini della singola azienda per considerare eventuali ripercussioni determinate da coalizioni tra proprietari di imprese concorrenti nell'intero settore.

Tali accordi coalizionali rientrano sotto la denominazione *structural links* e possono avere, come è stato osservato, effetti anti-competitivi, dal momento che spingono l'impresa ad accrescere il prezzo, ma anche a diminuire l'output. Se infatti essa ha interessi finanziari sul profitto di un suo diretto *competitor*, gli effetti positivi dovuti a una riduzione dell'output o all'aumento del prezzo saranno internalizzati, ma allo stesso tempo ciò determinerà degli effetti negativi sul sistema economico.

Come affermato nel 2004 da Giuseppe Tesauro, allora presidente dell'autorità Antitrust, le partecipazioni azionarie incrociate “*possono creare le condizioni per equilibri di mercato caratterizzati da una riduzione sostanziale e durevole della concorrenza, in presenza di un*

capitale azionario disperso”¹⁴¹. Tali strumenti, anche qualora siano di modesta entità, potrebbero infatti limitare la contendibilità delle imprese, se associati alla presenza di significativi legami di natura personale tra i soggetti che compongono gli organi societari.

Proprio da tale presenza scaturisce il conflitto di agenzia principal-principal, che si aggiunge al tradizionale conflitto principal-agent teorizzato da Jensen e Meckling.

Le partecipazioni incrociate portano il sistema economico-industriale a chiudersi in se stesso e a risolvere, in parte, il conflitto di agenzia tra proprietari e management. Se da una parte infatti lo scambio azionario conduce ad una maggiore stabilità della *governance* (anche grazie al rapporto di fiducia tra azionisti di maggioranza e manager e tra i cda delle diverse società coinvolte), dall'altra si verifica un conflitto di agenzia all'interno della categoria degli azionisti, con quelli di minoranza che si sentono tagliati fuori dalla gestione da quelli di maggioranza.

Gli incroci azionari non determinano solo la creazione di una posizione dominante all'interno dell'impresa, ma anche sull'intero mercato; ciò avviene nel caso di imprese operanti nello stesso settore che, attraverso le partecipazioni reciproche, ne determinano una forte concentrazione.

Queste posizioni dominanti, originate da operazioni di per se lecite, potrebbero essere sottoposte alla verifica dell'Antitrust, qualora rappresentassero una modalità alternativa a quelle tradizionalmente attenzionate dalla stessa autorità. In altre parole gli scambi azionari potrebbero essere utilizzati al posto della fusione per limitare la libera concorrenza all'interno del mercato.

A tale proposito va rilevato che anche l'originale accordo tra Mediaset s.p.a. e Vivendi S.A. è tuttora al vaglio della commissione antitrust europea. Una alleanza tra le due società creerebbe infatti un gigante nel settore di riferimento che avrebbe come unico concorrente Netflix. È evidente dunque che le partecipazioni incrociate, in alcuni

¹⁴¹ <http://www.agcm.it/component/joomdoc/relazioni-annuali/TestoLetto.pdf/download.html>.

casi, possono ripercuotersi negativamente sui consumatori, che subiranno condizioni meno favorevoli.

Alla luce di questa considerazione e dal momento che, sia in ambito comunitario che in ambito nazionale sono previste norme contro le intese anti-competitive e contro tutte le iniziative restrittive della concorrenza, occorre che il legislatore dedichi un'apposita disciplina alle partecipazioni incrociate, affinché non vengano utilizzate in maniera speculativa solo per dare maggior solidità ai bilanci o al controllo su una società senza un corrispondente investimento finanziario.

È essenziale che esse siano attentamente regolate, non tanto per privare le imprese e gli imprenditori di un efficace strumento di rafforzamento e di coordinamento all'interno di un gruppo, quanto piuttosto per evitare che dalle stesse promanino effetti pregiudizievoli e negativi per la concorrenza e per il mercato in generale. Quest'ultimo infatti potrebbe risentirne se diversi azionisti all'interno di un gruppo di società riuscissero, tramite gli incroci di partecipazioni, ad assumere una posizione di potere e si lasciassero corrompere da quello stesso potere per trarne benefici privati e non per promuovere la produzione e la crescita economica.

Significative a tale proposito sono le parole di W. Buffett, il quel afferma che “*we want our managers to think about what counts, not how it will be counted*”¹⁴².

Tuttavia questo principio che richiama il pensiero di Berle e Means, secondo i quali il compito del management sarebbe quello di portare avanti gli interessi degli *stakeholders* in un'ottica di *public company*, appare difficilmente realizzabile in un sistema economico globalizzato e competitivo come quello attuale. Proprio per questo occorre che l'uso delle partecipazioni reciproche non venga utilizzato in maniera speculativa, perché ciò contribuirebbe ad alimentare un sistema capitalistico spietato e deprecabile, basato sulla figura di un imprenditore che vuole a tutti i costi consolidare la sua posizione sul mercato, senza investire corrispondenti risorse economiche.

¹⁴² Cunningham, L. A., *op. cit.*

È anche vero che in un momento di grave e persistente crisi economica, le motivazioni sottostanti l'utilizzo delle partecipazioni reciproche possono essere più d'una, e non è detto che tutte siano obbligatoriamente negative per il sistema economico.

Proprio per questo motivo le partecipazioni incrociate si collocano in una zona grigia e, di conseguenza, non è agevole giungere ad una regolamentazione che da una parte ne argini l'uso improprio e dall'altra ne permetta un'applicazione che si riveli vantaggiosa per il sistema economico, dando respiro all'attività imprenditoriale ormai sempre più difficile da svolgere.

BIBLIOGRAFIA

- AAVV, "*Proprietà e controllo dell'impresa: il modello italiano. Stabilità o contendibilità?*", atti del XXII Convegno di studi "Adolfo Beria di Argentine", Courmayeur, 5-6 ottobre 2007
- AAVV, *Diritto commerciale*, a cura di Cian, M., Giappichelli, Torino, 2013
- Abbadessa, P., "I gruppi di società nel diritto italiano", in *I gruppi di società* a cura di Pavone La Rosa, A., Bologna, 1982, p. 103 ss.
- Alexander, J. C., Barnhart, S. W., Rosenstein, S., "Do investor perceptions of corporate governance initiatives affect firm value? The case of TIAA-CREF", in *Quarterly Review of Economics & Finance*, Vol. 47 No. 2, 2007;
- Alexander, J. C., Barnhart, S. W., Rosenstein, S., "Do investor perceptions of corporate governance initiatives affect firm value? The case of TIAA-CREF", in *Quarterly Review of Economics & Finance*, Vol. 47 No. 2, 2007
- Almeida, H. et al., "The structure and formation of business groups: Evidence from Korean *chaebols*" in *Jurnal of Financial Economics* Volume 99, Issue 2, February 2011, Pages 447–475.
- Anello, P., Rizzini Bisinelli, S., "Sollecitazione all'investimento ed offerta pubblica di acquisto", in *Le Società*, 1998, p. 550 ss.
- Angelici, C., "La partecipazione azionaria nella società per azioni", in Rescigno, P., *Trattato di diritto privato*, Utet giuridica, Torino, 1985, XVI, p. 283 ss.
- Antonucci, A., "Acquisto di azioni proprie, dall'invalidità del contratto all'obbligo di alienazione", in AA.VV, *La II direttiva in materia societaria* (a cura di Buttaro e Patroni Griffi), Giuffrè, Milano, 1984, p. 381 ss.
- Banzhaf, J. F., *Weighted Voting doesn't Work: a Mathematical Analysis*, Rutgers Law Review, 1965.

- Banzhaf, J. F., *Weighted Voting doesn't Work: a Mathematical Analysis*, Rutgers Law Review, 1965
- Barca, F. et al., *Assetti proprietari e mercato delle imprese. Proprietà , modelli di controllo e riallocazione delle imprese industriali italiane*, Il Mulino, Bologna, 1994.
- Baumol, W. J., *Business Behavior, Value and Growth*, Macmillan, New York, 1959
- Baumol, W. J., Litan, R. E., Schramm, C. J., *Capitalismo buono capitalismo cattivo. L'imprenditorialità e i suoi nemici*, UBE Paperback, Milano, 2013
- Bebchuk, L. A., Kraakman, R., Triantis, G., "Stock pyramids, cross-ownership and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights", in *Concentrated Corporate Ownership* (R. Morck, ed.), Harvard Law School Olin Discussion Paper, n. 249, 1999;
- Berle, A. A., Means, G. C., *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1932, (trad. it. in *Società per azioni e proprietà privata*, Einaudi, Torino, 1966).
- Bertolotti, A., *Partecipazioni rilevanti e reciproche*, in *Giur. It.*, 1998, p. 1535 ss.
- Bianchi, M., Cipolletta, L., "Concentrazione proprietaria e stabilità del controllo nelle società quotate", in *Rapporto IRS sul mercato azionario*, Milano, 1997, p. 187 ss.
- Bianchi, M., Fabrizio, S., Siciliano, L., "La proprietà circolare nei gruppi quotati italiani", in *Rapporto IRS sul mercato azionario*, Milano, 1998, p. 205 ss.
- Bianchi, M., Staderini, G., Art. 121, in *Il Testo unico dell'intermediazione finanziaria. Commento al d. lgs. 58/1998* a cura di Rabitti Bedogni, Giuffrè, Milano, 1998, p. 650 ss.
- Bianco, M., Casavola, P., *Corporate Governance in Italia, alcuni fatti e problemi aperti*, in *Riv. Soc.* 1996, p. 43 ss.
- Bresnahan, T. F., Salop, S. C., "Quantifying the Competitive Effects of Horizontal Joint Ventures Among Competitors" in *International Journal of Industrial Organization*, n. 4, 1986,

- Brioschi, F., Buzzacchi, L., Colombo, M., “La rete dei legami azionari fra i gruppi italiani”, in *Gruppi di imprese e mercato finanziario*, Carocci, Roma, 1990, p. 115 ss.
- Buzacchi, L., Colombo, M. G., “Gruppi di imprese e proprietà”, in *Politica Economica*, 1994, p. 156 ss.
- Calkins, S., *The New Merger Guidelines and the Herfindahl-Hirschman Index*, 71 Cal. L. Rev. 402, 1983;
- Candi, A., *Le partecipazioni reciproche dopo la riforma*, in Quaderni di Giur. Comm. 1976 n.7, p. 41 ss.
- Casadei, D., *La riforma delle società con azionariato diffuso*, in Riv. Soc. , 1998, p. 918 ss.
- Cendon, P., (a cura di), *Commentario al codice civile*, Giuffrè, Milano, 2010.
- Cheng, Y., “Taxes And Capital Structure: A Study Of European Companies”, in *The Manchester School*, Vol. 76, Issue s1, 2008.
- Cipolla, C. M., *Tre storie extra vaganti*, il Mulino, Bologna, 1994.
- Colombo, G. E., “La partecipazione di società di capitali ad una società di persone”, in Riv. Soc., 1998.
- Costa, C., “Il divieto di sottoscrizione reciproca di azioni”, in *Trattato delle società per azioni* (a cura di Colombo e Portale), Utet, Torino, 1991, II, 2, p. 495 ss.
- Costa, C., *La tutela del capitale sociale e la disciplina delle partecipazioni reciproche nella prospettiva di armonizzazione comunitaria*, in Dir. Fall., 1991, I , p. 550 ss.
- Costi, R., “Le partecipazioni reciproche”, in *Atti del convegno internazionale di studi*, Venezia, 16 17 18 novembre 1995, Milano, 1996, p. 1069 ss.
- Cotta Ramusino, E., *Conflitti e trasformazioni nei modelli di governance*, sinergie n. 73-74, 2007
- Cunningham, L. A., *The essays of Warren Buffett. Lesson For Corporate America*, New York, 2015.

- D'Ambrosio C., *Offerta pubblica di acquisto: poteri e responsabilità degli amministratori*, Cedam, Padova, 2014.
- Demsetz, A., *Industry Structure, Market Rivalry, and Public Policy*, *Journal of Law and Economics*, 16, 1973.
- Demsetz, H., "The structure of ownership and the theory of the firm", in *Journal of Law and Economics*, vol. 26, 1983;
- Demsetz, H., Villalonga, B., "Ownership structure and corporate performance", in *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, issue 3, 2001.
- Di Donato, F., Tiscini, R., "Cross Ownership and Interlocking Directorates Between Banks and Listed Firms: an Empirical Analysis of the Effects on Debt Leverage and Cost of Debt in the Italian Case", in *Corporate Ownership & Control*, vol. 6, n. 3, 2009
- Dietzenbacher, E., Temurshoev, U., *Ownership relations in the presence of cross-shareholding*, published online 2008;
- Ellerman, D. P., "Cross ownership of corporations: a new application of the input-output theory", *Metroeconomica*, 1991;
- Fama, E., Jensen, M., "Agency Problem and Residual Claims", in *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n. 2, 1983;
- Fanelli, G., *Considerazioni in tema di controllo reciproco fra società per azioni*, in *Riv. Soc.* 1966, p. 664 ss.
- Fanelli, G., *Le partecipazioni reciproche dopo la miniriforma*, in *Giur. Comm.*, 1976 , p. 177 ss.
- Fanelli, G., *Le partecipazioni sociali reciproche*, Giuffrè, Milano, 1957.
- Fanelli, G., *Partecipazioni di società in altra società e partecipazioni reciproche, collegamento e controllo tra le società*, in *Riv. Soc.* 1966, p. 286 ss.
- Ferri, G. B., *Manuale di diritto commerciale* (XII ed. a cura di Angelici, C. e Ferri, G.B.), Utet giuridica, Torino, 2006.
- Ferri, G., voce "Partecipazioni reciproche", in *Enc. del Dir.*, XXXII, Milano, 1982, p. 24 ss.

- Fratini, M., Gasparri, G., *Il testo unico della finanza*, Utet, Torino, 2012
- Fratini, M., *Le sanzioni delle autorità amministrative indipendenti*, Cedam, Padova, 2011;
- Galgano, F., *Partecipazioni incrociate, scambio di comunicazioni e imputazione dell'obbligo di alienazione delle partecipazioni eccedenti*, in Riv. Soc. 1986, p. 553 ss.
- Gambino, A., *Governo societario e mercati mobiliari*, in Giur. Comm. 1997, p. 788 ss.
- Gianni, F., *La contendibilità del controllo delle imprese: misure difensive e tutela del mercato*, Relazione al Convegno Synergia Formazione, 2008
- Jaeger, P., Denozza, F., Toffoletto, A., *Appunti di diritto commerciale: impresa e società*, Giuffrè, Milano, 2010
- Jara-Bertin, M., Lopez-Iturriaga, F., Lopez-de-Foronda, O., "The Contest to the Control in European Family Firms: How Others Shareholders Affect Firm Value" in *The Authors Journal Compilation*, vol. 16, n. 3, 2008.
- Jensen, M. C, Meckling, W. H., "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs And Ownership Structure", in *The Jurnal of Financial Economics*, 1976.
- Jensen, M. C., "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", in *The Journal of Finance*, Vol. 48, Issue 3, 1993.
- Johnson, J. L., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., "Boards of directors: A review and research agenda", in *Journal of Management*, vol. 22, n.3, 1996.
- Kwōn, S., O'Donnell, M., *The Chaebol and Labour in Korea: The Development of Management Strategy in Hyundai*, Routledge (Asaa)
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A., "Corporate Ownership Around the World", in *Journal of Finance*, n. 54, 1999;

- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., “Investor Protection and Corporate Governance”, in *Journal of Financial Economics*, n. 58, 2000,
- Leech, D., *An Empirical Comparison of the Performance of Classical Power Indices*, Political Studies, 2002, vol. 50.
- Leontief, W., *Input-output Economics*, Oxford University Press, 1951.
- Levy, M., Szafarz, A., *Cross-Ownership: A Device for Management Entrenchment?*, CEB Working Paper N° 16/009, 2016
- Lucchetti, R., *Scacchi e scimpanzé. Matematica per giocatori razionali*, Bruno Mondadori, Milano, 2012.
- Maffei, A. A., *Commentario breve al Diritto delle Società*, III ed., Cedam, Padova, 2015.
- Marchetti, P., Jaeger, P., *Corporate Governance*, in *Giur. Comm.* 1997, I, p. 625 ss.
- Masera, R., *Note in tema di nuove regole per le imprese quotate*, in *Giur. Comm.*, p. 801 ss., 1997;
- Meo, G., *Gli incroci azionari e la riforma dell’opa*, in *Riv. Soc.* 1998, p. 530 ss.
- Minervini, G., *Le società quotate nel Testo Unico della finanza. Prove tecniche di una riforma*, in *Riv. Dir. Civ.* , 1998, p. 205 ss.
- Mitnick, B. M., *Fiduciary Rationality And Public Policy: The Theory of Agency And Some Consequencies*, 1973
- Miwa, Y., Ramseyer, J. M., *The Fable of the Keiretsu: Urban Legends of the Japanese Economy*, University of Chicago Press, 2010.
- Miyajima, H., Kuroki, F., “The Unwinding of Cross-shareholding in Japan: Causes, Effects, and Implications”, in *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, 2006;

- Mollo, G., Montesanto, D., *Il controllo societario nel testo unico della finanza*, Consob, quaderni giuridici, 2015
- Montrone, A., *Il bilancio di gruppo tra normativa nazionale e principi contabili internazionali. Profili evolutivi e comparativi*, Franco Angeli, Milano, 2009.
- Negri, A., *Sistemi giuridici nel mondo*, Giappichelli, Torino, 2016, pag. 263)
- O'Brien, D. P., Salop, S. C., "Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control", in *Antitrust Law Journal*, vol.68, Chicago, 2000.
- Pagano, M., Panunzi, F., Zingales, L., *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in Riv. Soc. 1998, p. 152 ss.
- Pasteris, C., *Il controllo nelle società collegate e le partecipazioni reciproche*, Giuffrè, Milano, 1957.
- Pavone La Rosa, A., "Disciplina delle partecipazioni incrociate", in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Utet, Torino, 1991, II, 2, p. 629 ss.
- Perry, T., Shivdasani, A., "Do Boards Affect Performance? Evidence from Corporate Restructuring", in *Journal of Business*, n. 8, 2005.
- Petri, E. e Minch, R., *The Treasury Stock Method and Conventional Method in Reciprocal Stockholdings-An Amalgamation*, in *The Accounting Review*, Vol. 49, No. 2, 1974.
- Piluso, F., *Fondi hedge attivisti nel contesto dello shadow banking: minaccia o opportunità?*, Egea, Milano, 2013.
- Quirici, M. C., *Il mercato mobiliare: L'evoluzione strutturale e normativa*, Franco Angeli, Milano, 2010.
- Reich, R., *Come salvare il capitalismo*, Fazi Editore, Roma, 2015.
- Renders, A., Gaeremynck A., Sercu, P., "Corporate governance ratings and company performance: a cross-European study", in

Corporate Governance: An International Review, Vol. 18 No. 2, 2010.

- Reynolds R. e Snapp, B., "The Competitive Effects of Partial Equity Interests and Joint Ventures" in *International Journal of Industrial Organization*, 4, 1986.
- Ross, S. A., "The Economic Theory Of Agency: The Principal's Problem", in *American Economic Review*, vol. 63, n. 2, New Orleans, 1973,
- Rossi, G., *Il conflitto epidemico*, Adelphi, Milano, 2003.
- Salafia, V., *Partecipazioni rilevanti e reciproche nel d. lgs. 58/1998*, in *Le Società*, p. 565 ss., 1998;
- Salop, S. C., O'Brien, D. P., *Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control*, Georgetown Law Faculty Publications, 2010
- Salvati, M., *Una critica alle teorie dell'impresa*, Edizioni dell'Ateneo, Roma, 1967.
- Sbisà, G., Art. 121, in *Commentario al Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, Padova, 1998, p. 1120 ss.
- Schmid, M. M., Zimmermann, H., "Leadership structure and corporate governance in Switzerland", in *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 20 No. 1, 2008;
- Scognamiglio, G., "Partecipazioni rilevanti e reciproche dopo la l. 281/1985", in *Trattato di diritto privato diretto da Rescigno*, Torino, 1991, XXII, p. 509 ss.
- Shapley L. S., Shubik, M., *A Method for Evaluating the Distributions of Power in a Committee System*, American Political Science Review, 1954.
- Shleifer, A., Vishny, R., "A Survey of Corporate Governance", in *Journal of Finance*, vol. 57, n. 2., 1997.
- Smith, A., *The Wealth of Nations*, 1776
- Spolidoro, M. S., *Disciplina delle partecipazioni reciproche*, in *Riv. Soc.* 1998, p. 1039 ss.

- Stella Richter, M., *Novo e novissimo regime dell'acquisto delle proprie azioni*, in Ferri, G., Stella Richter, M., (a cura di), *Profili attuali di diritto societario europeo*, Milano, Giuffrè, 2010, p. 121.
- Tencati, A., *Le partecipazioni azionarie tra acquisto e gestione*, editore key, Vicalvi, aprile 2012
- Tombari, U., *Disciplina delle partecipazioni reciproche (Art.121- tuf) e gruppo di imprese*, in Banca, borsa e tit. cred., n.1, 2006;
- Trivieri, F., *Proprietà e controllo delle banche italiane*, Rubbettino, Soveria Mannelli (Catanzaro), 2005.
- Villalonga, B., Amit, R., "How do family ownership, control and management affect firm value?", in *Journal of Financial Economics* n. 80, Harvard Business School, Boston, 2006.
- Visentini, G., *Assunzione di partecipazioni: direzione e coordinamento di società*, Archivio Ceradi. Sezione: Impresa e Società, 2007, pag. 1-35.
- Yermack, D., "Higher Market Valuation of Companies With a Small Board of Directors", in *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, 1996.
- Young, P. K. Y., McAuley, J. J., *The Portable MBA in Economics*, I ed., wiley, 1994
- Zingales, L., *The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience*, The Review of Financial Studies Spring, Vol. 7. No. 1, pp. 125-148, Oxford University Press, 1994

SITOGRAFIA

- www.agcm.it;
- www.consob.it;
- www.corriere.it;
- www.corsera.it;
- www.economiaepolitica.it;
- www.economyup;
- www.gop.it;
- www.ilcorsivoquotidiano.net;
- www.justice.gov;
- www.mediaset.it;
- www.milanofinanza.it;
- www.vivendi.com.

**Partecipazioni azionarie incrociate e
sistemi di governo societario come modalità di
minimizzazione dell'investimento e
massimizzazione dei benefici del controllo:
elementi teorici ed analisi del caso italiano.**

Le partecipazioni incrociate tra imprese hanno un'origine molto antica; nel mondo orientale, tipicamente in Giappone, esistevano le *zaibatsu*, che consistevano sostanzialmente in fitte reti di partecipazioni che si sviluppavano in senso verticale e che facevano capo a singole famiglie.

Più recentemente questo fenomeno, per il quale due società di capitali detengono all'interno del loro portafoglio di attività finanziarie l'una partecipazioni dell'altra, ha subito una notevole diffusione a livello mondiale.

Le partecipazioni incrociate, infatti, consentono al titolare di una società di minimizzare l'investimento, rendendo il capitale sociale molto consistente, ma solo apparentemente dal momento che, al pari delle azioni proprie, ad esso non corrispondono altrettante risorse finanziarie.

Non solo, se il capitale sociale è rappresentato da azioni quotate, a seguito di un acquisto reciproco i titoli azionari disponibili sul mercato risulteranno sensibilmente ridotti; in questo modo gli autori dell'accordo massimizzeranno i benefici del controllo potendo attuare tutte le iniziative che, in alcuni casi, potrebbero andare a loro diretto vantaggio piuttosto che a favore della società.

Tutto ciò ha condotto il legislatore ad emanare apposite norme volte a limitare gli effetti collaterali che, sia a livello patrimoniale che a livello funzionale e amministrativo, possono ripercuotersi negativamente sul corretto funzionamento del sistema economico e societario.

La creazione di partecipazioni incrociate può rappresentare uno strumento che mette a rischio l'integrità del capitale sociale, determinandone una diluizione che però viene nascosta ai terzi e ai creditori, in quanto le società coinvolte manifestano un patrimonio apparente che non corrisponde a quello reale.

Attraverso questa modalità, inoltre, potrebbe derivare un'altra conseguenza di natura patrimoniale, perché lo scambio azionario potrebbe influenzare l'attività economica svolta dalla società, innescando un meccanismo di diffusione delle perdite, che si propaga in un movimento circolare che continua fino a giungere all'azzeramento della perdita e senza emergere palesemente dai bilanci.

Dal fenomeno in esame possono scaturire anche delle ripercussioni di tipo funzionale, dal momento che quando due società detengono azioni l'una dell'altra accade che esse votano una nell'assemblea dell'altra e partecipano alla distribuzione degli utili l'una dell'altra, quindi reciprocamente.

Saranno dunque spinte a convergere in decisioni che permettano di trarre il massimo vantaggio dalle loro partecipazioni, cioè a porre in atto forme di gestione concordata dalle quali possono scaturire la creazione di strutture comuni e di canali di informazione privilegiati, ma anche lo scambio di amministratori.

Tuttavia la formazione di queste strutture comuni (che a volte possono essere rappresentate da alleanze industriali e commerciali) non è di per sé necessariamente negativa, sia a livello di stabilità del sistema economico che in termini di stabilità della società.

Cionondimeno il nostro ordinamento giuridico regola il fenomeno all'interno della normativa che disciplina il rapporto tra società controllata e controllante, affinché gli incroci azionari vengano utilizzati per perseguire interessi meritevoli di tutela, mentre ne impedisce il ricorso nel caso in cui determinino una situazione nella quale gli amministratori siano sottratti da qualsiasi sindacato e controllo.

Il legislatore già nel '42 aveva intuito la necessità di regolare gli scambi azionari, a causa dell'evoluzione del mercato e delle strutture sociali. Tale evoluzione, che nel corso del tempo si è intensificata, ha condotto all'emanazione, nel 1974, dell'art. 2359 bis c.c. (la cui formulazione attuale è il risultato di alcune successive modifiche), rubricato “*acquisto di azioni o quote da parte di società controllate*”.

Accanto alla norma codicistica, il nostro ordinamento giuridico prevede una norma speciale, art. 121 TUF (Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria), la cui applicazione è riservata agli incroci azionari tra società quotate in borsa. La disciplina delle partecipazioni reciproche risulta quindi contenuta in fonti diverse e ciò determina che la norma speciale trovi applicazione al di fuori dei casi previsti dalla norma codicistica.

In sostanza gli incroci azionari non sono vietati, ma sono sottoposti a limiti sia di natura quantitativa che di natura qualitativa.

L'art. 2359 bis c.c. dispone che l'acquisto di azioni da parte della società controllata, deliberato dall'assemblea ordinaria e realizzato con utili distribuibili e con riserve disponibili, non deve superare il limite di 1/5 del capitale della controllante e deve riguardare azioni interamente liberate.

Al di fuori dei casi disciplinati dalla norma codicistica, si applica l'art. 121 TUF ai sensi del quale, in caso di partecipazioni reciproche eccedenti rispettivamente il 2% in una società con azioni quotate e il 10% in società per azioni non quotate o in società a responsabilità limitata, la società che ha superato il limite deve alienare entro dodici mesi le azioni acquistate e, comunque, non può esercitare il diritto di voto ad esse corrispondente.

Gli incroci azionari pongono dunque il problema di rappresentare contabilmente l'effettiva consistenza del capitale netto di gruppo, filtrandolo da poste fittizie alle quali non corrispondano delle reali attività.

Proprio per risolvere questo problema sono stati elaborati appositi metodi: il *conventional method* e il *treasury stock method*.

Il primo prevede la “brutale” eliminazione della partecipazione incrociata, il secondo invece consiste nell’esposizione della stessa in bilancio o tra le poste dell’attivo (direttamente o indirettamente rettificato tramite apposito fondo) oppure a diretta riduzione del patrimonio netto.

Il nostro legislatore ha risolto il dilemma prescrivendo che dal patrimonio netto delle imprese incluse nel consolidamento vada prioritariamente detratto il valore contabile delle azioni o quote della società cui spetta l’obbligo di redigere il bilancio consolidato. Questo è reso possibile grazie alla contemporanea iscrizione del valore della partecipazione nello stato patrimoniale consolidato, in attivo, sotto la voce “azioni o quote proprie” e, tra le poste del netto, come “riserva azioni o quote proprie”.

A fronte della presenza di partecipazioni reciproche, le azioni detenute dalla società partecipata devono essere trattate contabilmente dalla capogruppo come azioni proprie.

Ne consegue che nel bilancio consolidato all’interno della posta “azioni proprie” saranno comprese sia le azioni possedute dalla capogruppo, che quelle detenute da tutte le altre imprese oggetto di consolidamento. Tali azioni vanno iscritte nello stato patrimoniale consolidato al loro costo d’acquisto e all’interno del patrimonio netto consolidato deve essere creata una riserva indisponibile il cui importo deve coincidere con quello che compare nell’attivo.

Al fine di quantificare il fenomeno delle partecipazioni incrociate tra imprese si utilizza il *Modified Hirschman-Herfindahl Index* (MHHI), che si basa sull’ipotesi fondamentale che le imprese si trovino a competere nel mercato oligopolistico descritto da Cournot, nel quale n imprese indipendenti producono beni omogenei (x_j , con $j = 1, \dots, n$) e sono protette da elevate barriere all’ingresso.

La concentrazione di un settore all’interno del quale siano presenti partecipazioni incrociate tra le imprese viene calcolata ricorrendo all’MHHI. In tal caso i proprietari delle imprese sono azionisti anche delle imprese concorrenti e il profitto marginale che essi percepiscono a causa dell’aumento dell’output di un’impresa, comprende anche il

profitto marginale che scaturisce dall'attività delle imprese concorrenti.

Tutto ciò accade perché in presenza di *cross-ownership* le imprese non sono entità indipendenti e ciò implica, di conseguenza, che il livello dell'output di equilibrio di ogni impresa, in cui il singolo proprietario possiede diritti di *cash flow*, deve essere minore di quello che si avrebbe nel modello standard di Cournot-Nash.

È evidente dunque che a causa degli incroci azionari la competizione tra le imprese di un settore diminuisca, determinando uno spostamento del livello dell'output di equilibrio da una situazione di oligopolio a una di monopolio.

L'MHHI (che deriva dal calcolo della massimizzazione del profitto della j -esima impresa per $j=1,...,N$) è dato dalla somma dell'HHI (ovvero la misura del grado di concentrazione industriale all'interno del mercato) e di un fattore che esprime l'influenza delle partecipazioni incrociate sulla concentrazione del settore:

$$MHHI = HHI + \left[\sum_{j=1}^N \sum_{k \neq j}^N \frac{\sum_{i=1}^M \gamma_{ij} \beta_{ik}}{\sum_{i=1}^M \gamma_{ij} \beta_{ij}} s_j s_k \right]$$

Per verificare gli effetti che le partecipazioni reciproche possono avere sia a livello societario che a livello economico è utile non solo calcolare il grado di concentrazione, ma anche il grado di controllo societario.

Quest'ultimo può essere rilevato attraverso indici di potere che permettono di misurare la possibilità che gli azionisti hanno di influenzare gli esiti dei processi di voto all'interno degli organi decisionali. Gli indici più utilizzati, che derivano dall'applicazione della Teoria dei Giochi, sono quello di Shapley-Shubick e quello di Banzhaf, che si sostanziano entrambi in vettori n -dimensionali, con la differenza però che si fondano su modelli di contrattazione diversa: il primo si basa sulle permutazioni, mentre il secondo sulle combinazioni.

La formula per ottenere l'indice di Shapley-Shubick considera una coalizione T_i , formata da t componenti, e il numero degli azionisti n :

$$\phi_i = \frac{1}{n!} \sum_{T_i} (t-1)! (n-t)!$$

La formula per l'indice di Banzhaf è data invece dal rapporto tra il numero di *swing* (coalizione nella quale l' i -esimo giocatore è cruciale) di un *player* e il totale delle *swings* per tutti i giocatori:

$$\beta_i = \beta'_i / \sum_n \beta'_i$$

Per ricavare il numero di *swings* relativo ad un singolo azionista si utilizza la formula:

$$\beta'_i = \frac{\sum_{T_i} 1}{2^{n-1}} = 2^{1-n} \sum_{T_i} 1$$

È importante sottolineare come, a volte, i risultati del calcolo di questi indici appaiano molto diversi tra di loro, a causa dell'ipotesi di fondo da cui partono (l'indice di Shapley-Shubick si basa sulle permutazioni e l'indice di Banzhaf sulle combinazioni).

Per un esame completo delle partecipazioni incrociate dal punto di vista quantitativo si deve inoltre considerare la teoria per i gruppi di imprese elaborata da Brioschi, Buzzacchi e Colombo, attraverso lo sviluppo di un modello matematico (primale e duale) che ha preso spunto dalla Teoria input-output di Leontief.

Nella versione primale la teoria elaborata dagli studiosi italiani, partendo dalla matrice dei possessi azionari nella quale è espressa la quota di ogni i -esima impresa detenuta da ogni altra j -esima impresa, permette di calcolarne il valore globale, che è dato dalla somma del valore al netto delle partecipazioni infragruppo e di quello delle partecipazioni infragruppo. Nella versione duale è possibile invece calcolare il possesso integrato in capo all'azionista di riferimento, inteso come la somma della quota detenuta direttamente da un azionista esterno (possesso diretto) e dalla quota indirettamente posseduta attraverso la matrice dei possessi azionari.

Il calcolo del possesso integrato è utile anche in considerazione del fatto che la presenza di incroci azionari comporta la necessità di

verificare l'eventuale sviluppo di conflitti di agenzia. Se infatti è pacifico che le partecipazioni reciproche possano rappresentare uno strumento per limitare il conflitto di agenzia tradizionale, dato dalla divergenza di interessi tra proprietari e manager (conflitto principal-agent), va anche rilevato che esse possono amplificare il conflitto tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza (conflitto principal-principal).

Pur non avendo la maggioranza delle quote societarie, gli azionisti di controllo detengono il potere esclusivamente in virtù dello scambio carta contro carta effettuato con uno o più partner.

Gli azionisti di minoranza possono essere estromessi dalla gestione sociale dagli azionisti di maggioranza, i quali hanno un notevole potere in quanto sono in grado di influenzare le decisioni aziendali. Grazie alla posizione di controllo che occupano possono estrarre benefici privati, spesso non coincidenti con gli interessi della società, causando danni agli azionisti di minoranza, attraverso nomine nepotistiche (che alterano la gestione societaria), elevati salari, vendita dei beni o dei prodotti a prezzi inferiori rispetto al loro valore di mercato.

Ciò potrebbe condurre alla creazione di un sistema proprietario che annienti il ruolo degli azionisti di minoranza e più in generale del mercato, qualora lo scopo degli incroci azionari sia quello di creare delle alleanze non trasparenti per la gestione della società. Gli azionisti di minoranza, inoltre, possono essere scoraggiati dall'investire i loro risparmi, manifestando una propensione sempre minore a finanziare le imprese e limitando il flusso di capitale verso di esse.

Le imprese che attuano partecipazioni reciproche appaiono, quindi, meno contendibili, in quanto la creazione di un azionariato dominante impedisce ad altri investitori di acquisire posizioni di controllo che gli permettano di partecipare fattivamente alla gestione aziendale, rendendole meno appetibili ai loro occhi. Ciò determina da una parte il rischio che affluisca meno liquidità nelle casse dell'impresa e dall'altra il rischio che il potere e il ruolo degli azionisti di minoranza

possano essere erosi dagli incroci azionari. Quest'ultimo rischio è particolarmente sentito nei paesi che dedicano agli azionisti di minoranza scarsa protezione giuridica. Nei paesi di *civil law* nei quali, a causa di una puntuale codificazione del diritto, i giudici non possono ricorrere ad una interpretazione analogica di norme specifiche che non si riferiscono agli azionisti di minoranza. In quelli di *common law*, invece, i magistrati possono creare delle norme in relazione a casi concreti che gli vengono sottoposti, permettendo una maggiore tutela degli azionisti di minoranza, anche in assenza di norme specifiche.

Il conflitto di interessi tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza è stato oggetto di numerosi studi, dai quali è emerso che la presenza di amministratori indipendenti potrebbe circoscrivere il problema. Essi infatti potrebbero essere in grado di garantire che le operazioni aziendali vadano a beneficio della società *in primis* e, quindi, di tutti gli azionisti, vigilando sull'operato degli altri amministratori, partecipando alle decisioni sia strategiche che operative e avendo accesso a tutte le informazioni aziendali al fine di limitare le asimmetrie informative.

Ciò si inserisce in una visione molto più ampia, risalente agli studi compiuti negli anni Trenta del secolo scorso da Berle e Means, secondo i quali gli amministratori avrebbero dovuto svolgere la loro attività gestoria nell'interesse di tutti gli *stakeholder* della società in un'ottica di *public policy*. In sostanza, gli amministratori dovrebbero essere dei professionisti in grado di prendere in considerazione e soppesare le richieste di tutti i portatori di interesse, per attribuirgli una parte del flusso delle entrate e per distribuirgli in modo bilanciato i benefici ottenuti dalla gestione di impresa. In tal modo si realizzerà un giusto equilibrio tra le richieste delle varie categorie direttamente coinvolte e il superamento della dicotomia tra proprietà e controllo.

Le partecipazioni reciproche sono state oggetto di studio anche in relazione alla loro potenziale influenza sulla *corporate governance*, in merito alla struttura proprietaria e alla composizione del cda, e alle ripercussioni sulla *performance* dell'impresa.

A questo riguardo in dottrina non c'è parere univoco. Alcuni studiosi ritengono che la concentrazione azionaria migliori la *performance*, in quanto gli azionisti di maggioranza saranno dotati di diritti di voto aggiuntivi e godranno di un maggior potere contrattuale con i manager spingendoli a incrementare i risultati aziendali; il miglioramento della *performance* sarebbe riconducibile anche al fatto che gli azionisti di maggioranza prendono parte attiva all'interno del cda, che risulta numericamente ristretto.

Altra parte della dottrina sostiene invece che la presenza di un gruppo di azionisti dominanti può ripercuotersi negativamente sulla *performance*; essi infatti potrebbero avere interessi confliggenti con quello della massimizzazione del valore di impresa, al fine di perseguire il raggiungimento dei propri benefici privati a scapito degli azionisti di minoranza.

Infine vi sono autori che non riscontrano alcun legame tra la creazione di posizioni dominante, la struttura della *corporate governance* e la *performance* aziendale dal momento che la concentrazione proprietaria e la possibile interferenza che può avere sul management rappresentano dinamiche interne all'azienda.

Pur scaturendo dalla volontà di minimizzare l'investimento, le partecipazioni reciproche potrebbero apportare benefici sia alle società coinvolte, che all'economia. Se infatti non sono create allo scopo esclusivo di favorire il gruppo di azionisti dominanti potrebbero rappresentare uno strumento favorevole per una *governance* stabile e una buona *performance* dell'impresa. La massimizzazione del controllo che scaturisce dagli incroci azionari dovrebbe dunque essere mirata al raggiungimento di obiettivi non strettamente egoistici ma rivolta al soddisfacimento degli interessi di tutti gli *stakeholders*.

A volte, però, la creazione di partecipazioni incrociate non è tesa a stringere un'alleanza proficua per le imprese coinvolte e per il sistema economico, ma nasconde la volontà di una società di effettuare una scalata azionaria.

Distinguere le motivazioni che conducono allo scambio azionario non è facile e ciò è dimostrato anche dalla vicenda, tuttora *in fieri*, tra la

società francese Vivendi S.A. e Mediaset s.p.a., che hanno stipulato un accordo in cui prevedevano uno scambio azionario e la cessione di Mediaset Premium s.p.a. per colmare il *gap* nell'ammontare di capitale sociale.

L'obiettivo dichiarato dell'operazione era quello di creare un colosso nel settore dell'intrattenimento in grado di competere con Netflix.

Tuttavia i recenti sviluppi (in particolare la volontà di Vivendi S.A. di modificare l'accordo originale chiedendo di includere nel contratto l'emissione di un prestito obbligazionario convertibile da parte di Mediaset s.p.a.) hanno sollevato il dubbio che la società francese intendesse acquisire il controllo della controparte italiana.

Questo accordo, la cui attuazione è ancora incerta, è stato sottoposto all'autorità francese antitrust, in quanto potrebbe creare una posizione dominante all'interno del mercato europeo, che comporterebbe di conseguenza una limitazione della concorrenza nel settore in cui operano le società interessate.

Gli incroci azionari infatti qualora riguardino aziende operanti in *business* compatibili, ossia nello stesso settore, in settori affini o nella stessa filiera, spesso sono il risultato della volontà di creare un'alleanza volta alla penetrazione o al consolidamento all'interno di un mercato, determinando una diminuzione del potere contrattuale dei consumatori. Ciò invece non necessariamente accade nelle imprese che operano in settori diversi, anche se in tali casi occorre indagare l'effettivo scopo dello scambio azionario, per verificare che esso nasconda un'operazione carta contro carta.

In sostanza dunque dal momento che le finalità sottese allo scambio azionario possono essere molteplici (creazione di accordi industriali, interessi speculativi volti ad assumere una posizione di controllo, diluizione del capitale sociale) non è corretto stabilire in modo assoluto se esso rappresenti di per sé uno strumento dannoso o vantaggioso, ma occorre effettuare una valutazione con riferimento al contesto nel quale si realizza. Le partecipazioni incrociate si collocano in una zona grigia e, di conseguenza, non è agevole giungere ad una regolamentazione che da una parte ne argini l'uso

improprio e dall'altra ne permetta un'applicazione che si riveli vantaggiosa per il sistema economico, dando respiro all'attività imprenditoriale ormai sempre più difficile da svolgere, nell'ambito di una ripresa economica che stenta a decollare.

Questa ambivalenza ha indotto il legislatore a temporeggiare nel disciplinare in modo puntuale e completo la materia, determinando un paradosso, in quanto un fenomeno sempre più diffuso come quello degli incroci azionari è ancora regolato da norme anacronistiche e disomogenee.

Occorre dunque che egli dedichi un'apposita disciplina alle partecipazioni incrociate, affinché non vengano utilizzate in maniera speculativa solo per dare maggior solidità ai bilanci o per intraprendere iniziative restrittive della concorrenza o per esercitare il controllo su una società senza un corrispondente investimento finanziario.

È essenziale che esse siano attentamente regolate, non tanto per privare le imprese e gli imprenditori di un efficace strumento di rafforzamento e di coordinamento all'interno di un gruppo, quanto piuttosto per evitare che dalle stesse promanino effetti pregiudizievoli e negativi per le compagini societarie e per il mercato in generale.