

## **ASSETTI PROPRIETARI**

17 ottobre 2024

### **Sintesi**

La riunione ha trattato temi relativi agli assetti proprietari e ai diritti degli azionisti, con particolare attenzione al controllo societario e alle dinamiche tra azionisti di maggioranza e minoranza. È stata evidenziata l'importanza delle partecipazioni rilevanti nel contesto del mercato finanziario italiano, dove gli azionisti di controllo possono influenzare le decisioni a scapito degli azionisti di minoranza. Si è discusso del rischio che le scelte del socio di controllo possano non essere allineate con gli interessi degli azionisti di minoranza, e sono stati analizzati i meccanismi di protezione previsti dalla legislazione per tutelare questi ultimi.

Inoltre, è stata menzionata l'emergenza di investitori attivisti, che, attraverso il loro potere economico e professionale, possono influenzare le decisioni aziendali. La riunione ha anche toccato il tema della trasparenza nell'assetto proprietario, sottolineando l'importanza di un'informazione chiara per consentire agli azionisti di prendere decisioni informate. Infine, si è discusso delle recenti riforme legislative che hanno modificato il panorama del controllo societario, introducendo nuove categorie di azioni e meccanismi di voto.

### **Capitoli**

Introduzione al tema degli assetti proprietari e dei patti parasociali.

Importanza delle partecipazioni rilevanti e del controllo societario.

Rischi per gli azionisti di minoranza a causa del controllo da parte di azionisti di maggioranza.

Differenze operative tra gruppi industriali quotati e non quotati.

Necessità di trasparenza nell'assetto proprietario e informazione al mercato.

Ruolo crescente degli activist investor e la loro influenza sulle decisioni aziendali.

Meccanismi di protezione per gli azionisti di minoranza e regolamentazione delle operazioni correlate.

Storia della banca commerciale italiana e il suo impatto sul controllo delle società.

Evoluzione delle categorie di azioni e il principio "un'azione un voto".

Importanza della catena del controllo e delle partecipazioni rilevanti nel contesto italiano.

Complessità del sistema di controllo e differenze tra controllanti e controllate quotate.

### **Trascrizione**

Allora, l'argomento che noi affrontiamo oggi concerne, scambio leggermente l'ordine di esposizione previsto dal libro, ma ritengo più interessante avviare prima questa parte, ci occuperemo in questi due giorni, ci occuperemo di tematiche relative agli assetti proprietari rilevanti e alla tematica concernente i fatti parasociali e le tipologie di azioni. Perché questa inversione rispetto all'ordine illustrativo del vivo? Il tema dell'informazione vorrei trattarlo a valle della conoscenza da parte vostra delle tematiche relative appunto alla questione della proprietà azionaria ed anche quindi delle specificità che il mercato finanziario italiano ha rispetto ad altri sistemi. Allora, ho detto già più volte, ma soprattutto lo dissi all'inizio del corso, quanto sia significativo nel nostro ordinamento il tema delle partecipazioni rilevanti e in generale di come, in che modo una società è controllata e chi sono i soggetti che controllano una società quotata. Le ragioni che vi ho risposto e che adesso cerco di brevemente riassumere sono essenzialmente costituite dal fatto che quando una società, qualunque società quotata o non quotata, perché non c'è da questo punto di vista una sostanziale differenza, ha un azionista, uno o più azionisti di controllo, perché naturalmente il controllo potrebbe non essere isolato, potrebbe derivare appunto, come vedremo, da un patto parasociale o da altre situazioni, Allora, a questo punto, per gli altri azionisti, quelli che vengono chiamati azionisti di minoranza, che normalmente possono essere uno, ma anche in una società quotata è moltissimi e molto dispersi, anche se poi vedremo che questa situazione oggi ha delle caratteristiche un po' diverse, si trovano esposti a un rischio che il comportamento, le scelte del socio di controllo siano dettate sostanzialmente dal perseguimento di interessi prevalentemente di carattere economico che sono a favore dell'azionista di controllo e in danno degli azionisti di minoranza. Questo è un tema, forse il tema centrale, comunque uno dei temi classici del diritto societario di ogni Paese e quindi normalmente, anzi per lunghissimo tempo direi che è stata la prospettiva prevalente di lettura del diritto societario dopo la Seconda Guerra Mondiale, in partire con l'area sicuramente in Italia, il tema della tutela dei soci di minoranza, che però nelle società quotate acquisisce delle caratteristiche leggermente diverse da quelle che noi tradizionalmente possiamo riconoscere in una società non quotata. Per due ordini di ragione. La prima ragione è che, mentre nelle società non quotate, normalmente i soci di minoranza sono il numero relativamente modesto, tendenzialmente Ci sono veramente degli schieramenti che poi si risolvono in un numero di soci molto piccoli, o c'è un socio di controllo e ci sono 2-3 soci di minoranza, oppure c'è un socio di controllo e un socio di minoranza. E' molto difficile che ci sia un'articolazione numerica significativa di soci di minoranza in una società non quotata, quindi c'è una dialettica molto diversa nel rapporto tra socio di maggioranza e socio di minoranza. dovuta appunto alla ridotta numerosità dei secondi. E dall'altro lato invece abbiamo un problema molto significativo perché il socio di minoranza di una società non quotata è prigioniero. della società perché non può cedere o ha difficoltà a cedere le proprie partecipazioni perché normalmente il mercato delle partecipazioni di minoranza, di società non cotate è sicuramente il mercato più complicato che ci sia sulla terra. E quindi, adesso non possiamo naturalmente metterci qui ad affrontare questo tema, Nel corso del tempo si sono succeduti tanti indirizzi per lo scopo di individuare strumenti di protezione dei soci di minoranza della società non cotate. ma anche la stessa legislazione, soprattutto con la riforma del 2003, ha cercato di introdurre, soprattutto attraverso la disciplina del recesso,

una serie di ipotesi nella quale il socio di minoranza può sciogliere il rapporto societario in presenza di decisioni del socio di maggioranza che possono non essere coerenti, adesso genericamente diciamo, col mantenimento da parte del socio di minoranza della propria partecipazione nella società. non quotata. Nella società quotata invece abbiamo una situazione del tutto diversa, nel senso che i soci sono molto numerosi perché c'è un forte frazionamento delle partecipazioni in minoranza però dall'altro lato abbiamo un'opportunità che nelle società non quotate non c'è, cioè il fatto che il socio di minoranza o comunque colui quale dissente delle scelte gestionali del socio di controllo può in qualunque momento, grazie alla liquidità garantita dal mercato azionario, procedere alla dismissione della propria partecipazione, quindi liquidare il proprio investimento. quello che viene chiamato votare coi piedi, nel senso che uno se ne va dalla società e quindi esprime il proprio dissenso in questo modo. Su questo argomento fosse l'indicazione bibliografica sicuramente più interessante da questo punto di vista è rappresentata in un libro che è celebriamo, che probabilmente qualcuno di voi ha pure letto, che si chiama Lealtà d'effezione e protesta, di Hirschman, nella quale appunto spiega il rapporto, o meglio spiega i comportamenti che possono essere assunti da un soggetto nell'ambito delle organizzazioni associative che si districano appunto nella lealtà, cioè nel senso di esprimere la cosiddetta voice, no? scusate la contestata, esprimere la cosiddetta voice, cioè il fatto di perché il titolo inglese è diverso da quello italiano che è Voice Exit Loyalty, quindi sono invertiti gli elementi, cioè esprimere la propria, diciamo, di senso, quindi partecipare agli strumenti di rappresentazione delle proprie posizioni esprimendo il proprio dissenso, oppure exit, uscire dalla società, come dicevo prima, votare coi piedi. Invece il tema della realtà, quello del fatto di aderenza alle scelte degli amministratori e in realtà i meccanismi cosiddetti di entrenchment, cioè quelli che in qualche maniera permettono agli amministratori di rafforzare il loro ruolo in pregiudizio dei partecipanti all'organizzazione. Questo libro è molto interessante perché spiega in generale questo tipo di comportamenti, non esclusivamente con riferimento alle società quotate, quindi è un tema più vasto, ma espone quello che potrebbe essere teoricamente il comportamento comportamento di un socio in una società quotata dove questa alternativa tra lavoro e salexit è esercitabile facilmente, perché è chiaro che la stessa diarchia di valori non ha lo stesso approccio nell'ambito delle società non quotate, dove prevalentemente è il tema di come esprimere la voice e di quali strumenti possono essere messi al servizio della voice, cioè dell'esposizione della propria di senso sulle scelte amministrative allo scopo di ottenere l'applicazione. Qual è il riflesso della presenza, questo lo parliamo in tutte le società che presentano questo tipo di caratteristiche, qual è il riflesso economico di questo assetto proprietario? Il fatto che, come dicevo prima, da un lato non condividere le scelte amministrative del socio di maggioranza, ma dall'altro lato il fatto che il socio di maggioranza possa appropriarsi di vantaggi economici a danno della società e soprattutto dei soci di minoranza. Quello che tecnicamente viene anche chiamato il cosiddetto tunneling, cioè il fatto che il socio, attraverso il proprio potere di influenza sulla società, possa estrarre dei benefici personali. Tanto per farvi qualche esempio che non sia per non lasciare la cosa alla strattezza, per esempio il socio che si nomina amministratore e poi si attribuisce un compenso esorbitante, questo è un classico caso nel quale la società sovrappaga il socio di maggioranza che si fa nominare amministratore, oppure un caso che per esempio si era posto nel passato

e che aveva poi indotto tutta una serie di valutazioni, il caso del socio che conferisce nella società e quindi rafforza la propria posizione di controllo conferisce beni che hanno un dubbio interesse per la società o una dubbia valutazione. E ci sono decine e decine di casistiche, perché l'ampiezza delle utilità che un socio di controllo può trarre nella società possono essere di diversi valori, possono essere utilità di carattere economico o utilità che si trasformano in utilità di carattere economico, pensate a iscrizioni a club, pensate alle spese, all'utilizzo di veicoli, aerei della società, ci sono tantissime situazioni che possono generare questo tipo di posizione e di estrazione di valore. E quindi l'interesse che c'è da parte del legislatore a intervenire a diversi livelli, perché i schemi di protezione contro questo tipo di comportamenti in realtà si estrinsecano in due posizioni fondamentali. Una è una posizione di vera e propria, cioè di carattere informativo e quindi rendere noto al mercato, quindi alla collettività indeterminata, che una certa società è controllata o sugli essa si esercita un'influenza dominante da parte di un determinato soggetto, da parte di un gruppo di soggetti, quindi un tema informativo, che poi noi abbiamo anche attraverso gli strumenti, in particolare i documenti, le relazioni che devono essere fatte su determinati profili della governance, della società che in qualche maniera vanno poi a coinvolgere anche il tema dell'informazione al pubblico circa l'assetto proprietario, ma soprattutto dall'altro lato il controparte, il controbilanciamento di questa situazione dal punto di vista pratico è la disciplina delle operazioni compari correlate che tende a rafforzare il processo e le garanzie rispetto a tutte quelle operazioni che vedono coinvolte da un lato non solo i soci di controllo e la società, perché non solo, perché in realtà la disciplina delle operazioni compari e correlate comprende anche la posizione degli amministratori, che non necessariamente sono soggetti che controllano la società, quindi in realtà il perimetro applicativo delle operazioni compari e correlate è più esteso, però sicuramente si concentra anche su questo tipo di fenomeno. però per completare questo quadro d'indagine noi dobbiamo però introdurre delle variazioni che poi ci serviranno per comprendere degli ulteriori segmenti di legislazione che sono stati introdotti in tempi anche molto recenti e che naturalmente non hanno a che fare con gli assetti proprietari ma che esplicano chiaramente il fatto che la posizione dei soci non di controllo può aver assunto delle configurazioni in tempi recenti diverse da quelle che erano originariamente e rispetto alle quali la dottrina e anche in parte la giurisprudenza e la stessa autorità di controllo si sono esercitate. Cerco di chiarire questo profilo perché è un profilo che in tempi recenti ha avuto molta importanza, molta rilevanza e che quindi sta assumendo un elemento, un ulteriore tassello di valutazione nell'ambito del rapporto tra controllo, quindi tra assetti proprietari e la relazione tra il soggetto controllante e gli azionisti di minoranza. Allora, il problema veramente significativo è dato dal fatto che nel corso del tempo, prima negli Stati Uniti e poi dopo negli altri paesi, è emersa come fenomeno crescente la tematica del cosiddetto risparmio azionario, dell'avvio da parte dei risparmiatori di scelte di investimento che comprendevano in particolare l'acquisto di azioni, quindi la ricchezza mobiliare di cui ho anche parlato altre volte. Naturalmente nelle fasi diciamo più o meno organizzate queste scelte, a parte che erano fatte da un numero forse minore di soggetti, al di là di questo problema numerico, c'era il fatto che gli attori su questo mercato erano attori normalmente individuali, cioè i singoli che andavano a comprarsi tramite diversi strumenti le singole azioni, quindi facevano scelte di investimento individuali di vario genere, ma

comunque ciascuno faceva le proprie. e quindi non c'era una forma di gestione professionale dei risparmi altrui, fenomeno che invece è andato crescendo nel corso del tempo per ragioni diverse, primo perché fattori di complessità del mercato giustificavano il riconoscimento di costi operativi, costi negoziali per lo svolgimento di quest'attività e quindi creavano la cosiddetta industria del risparmio gestito, quella che è rappresentata da tutti i vari intermediari finanziari che si occupano di gestire il risparmio altrui. L'altra grande aria, grande settore che ha rappresentato sicuramente un ruolo fondamentale nello sviluppo di questa tematica è quella rappresentata dal cosiddetto risparmio previdenziale, cioè a partire dagli Stati Uniti e poi in tutti gli altri ordinamenti, sia man mano diffuso, allo scopo di garantire le rendite pensionistiche di varie categorie di società, l'attività di investimento da parte dei che noi potremmo chiamare in maniera generale fondi pensione, che hanno poi diversissima natura, nell'investimento in attività mobiliari, quindi anche in investimento di azioni, non solo di azioni, e quindi ha esteso ulteriormente, anzi ha ulteriormente rafforzato il ruolo, il peso che queste organizzazioni hanno sulle sui singoli e sulle singole società quotate. Pensate che addirittura nel passato, adesso molti anni fa, il tema oggi ha perso un po' di significato, un famoso autore, Robert Clark, che era a quel tempo Dean dell'Università di Harvard, della Law School dell'Università di Harvard, aveva scritto un articolo che si chiamava The Four Stages of Capitalism, nel quale ipotizzava che su un lungo periodo sostanzialmente si sarebbe creato attraverso un investimento azionario dei fondi pensione e quindi indirettamente l'investimento azionario da parte dei lavoratori, una sorta di socialismo intermediato, perché sarebbero diventati proprietari di larga parte delle società quotate proprio coloro i quali ci lavoravano dentro, attraverso gli investimenti delle organizzazioni, dei fondi pensione che tutelavano, che dovevano loro erogare le rendite poi pensionistiche. Ovviamente il riferimento è a quei sistemi nei quali, non come il nostro, in cui sostanzialmente prevalente il pilastro previdenziale primario, cioè in altri termini le pensioni sono sostanzialmente garantite dallo Stato, ma anche i sistemi nel quale il primo pilastro del sistema previdenziale è rappresentato invece da risparmio previdenziale, cioè da tutte quelle forme di risparmio che derivano o da fondi aziendali o da fondi di categoria o comunque da investimenti operati attraverso meccanismi di accantonamento individuale da parte dei singoli lavoratori. Un altro ruolo molto significativo che c'è stato nell'intervento è stata la gestione del risparmio da parte di una serie di soggetti che hanno a riferimento, cioè che gestiscono il risparmio di una serie di categorie, di soggetti che hanno grandi liquidità disponibili. In particolare ci sono negli Stati Uniti quelli che sono gli endowment, cioè sono sostanzialmente gli investimenti compiuti dalle istituzioni scolastiche private, pensate all'università in America, quasi tutte le università, siccome hanno grandissimi lasciti, che hanno comunque grandissime risorse, hanno sviluppato proprio un'attività di gestione delle risorse allo scopo poi di finanziare l'attività di insegnamento attraverso delle organizzazioni interne alle università che si occupano appunto di investimenti della società stessa, dell'università stessa. Poi quelli che vengono chiamati Family Office, cioè quelle organizzazioni, la decisione Family Office è un po' generica, quei gestori che si occupano di investire i risparmi di famiglie molto danarose o comunque di gruppi di famiglie che hanno ereditato nel corso del tempo E poi, diciamo, l'utilizzazione da parte dei fondi degli antinoprofit. Pensate al caso, non so, di quelle grandi fondazioni come la fondazione Gates, ma negli Stati Uniti ce ne sono

numerossissime che hanno enormi disponibilità finanziarie, prevalentemente risultanti dalle donazioni che sono state fatte e che quindi, in qualche maniera, devono investire queste risorse allo scopo di finanziare le attività benefiche di queste organizzazioni. Pensate al caso, per esempio, importantissimo di Soros, che ha una propria fondazione privata nella quale alla quale ha sostanzialmente donato quasi integralmente il proprio patrimonio e che attraverso politiche di investimento molto differenziate nel corso del tempo finanzia poi le attività che sono alla base della finalità della fondazione di SOMOS. Ce ne sono numerosissime di queste tipologie. ci sono molti altri soggetti che intervengono sul mercato dei capitali e che intervengono attraverso una gestione professionale. In questo contesto di gestione del risparmio una figura particolarmente significativa è rappresentata da quei fondi che sono stati inventati negli Stati Uniti nel corso sostanzialmente dagli anni Sessanta in poi, che invece di svolgere una gestione attiva del risparmio, cioè cosa vuol dire gestione attiva? Significa che il gestore compie delle scelte di investimento funzionalmente a determinate valutazioni che gli compie nel mercato della capacità di crescita del valore o addirittura di intere asset class o più specificatamente all'interno del mercato azionario di gruppi di titoli. invece si è andata evidenziando una crescita del cosiddetto sistema di gestione passiva che sono il risultato sostanzialmente di o l'effetto indotto di quelle che vengono chiamate anche teorie di portafoglio cioè la logica sulla base del quale il rendimento diciamo il rendimento o meglio l'utilizzazione del rendimento di un portafoglio di investimento è correlato alla capacità di individuare classi di investimento che tra loro composte generano un meccanismo per cui C'è un'ottimizzazione di questo portafoglio di investimento e un miglioramento del rendimento del portafoglio stesso. Perché questo? Perché sostanzialmente basandosi sulla circostanza che negli mercati più maturi la trasparenza informativa realizzata nel mercato, ecco la rilevanza anche della trasparenza informativa, genera una capacità di rappresentazione dei valori molto preciso da parte del mercato stesso e che quindi è sempre più difficile raggiungere rendimenti, tramite gestione adattiva, rendimenti che sono superiori al rendimento implicito, al rendimento espresso dagli indici del mercato stesso. e che quindi è più facile attraverso una gestione passiva che replica determinati indici, che replica il mercato stesso per certi versi, piuttosto che appunto svolgere gestioni specifiche, che compiono specifiche scelte di investimento. Qual è il differenziale? Che normalmente le gestioni attive hanno un costo maggiore per il quale le utilizza e invece le gestioni passive tendono a ridurre sempre di più i costi di gestione e quindi i costi a carico dell'investitore, quindi per questo sono molto interessanti perché consentono all'investitore di ridurre il costo della gestione del proprio portafoglio. questa situazione ha portato nel corso del tempo alla creazione di veri e propri colossi di gestione del risparmio che partendo proprio da queste politiche passive politiche di replica degli indici, da politiche di portafoglio diciamo così genericamente indicate hanno cresciuto la loro dimensione e la loro importanza sul mercato tant'è vero che questi soggetti che vengono gergalmente definiti The Big Three, rappresentano oggi una consistente, una cospicua quota del mercato azionale, cioè coprono una cospicua quota del mercato azionale. Si ipotizza che questi tre soggetti che sono, poi ne avete sicuramente sentito parlare, che sono rispettivamente Vanguard, State Street e soprattutto BlackRock, riescano a coprire con i loro investimenti oltre il 20% dell'intera capitalizzazione del mercato americano. E questo fenomeno che nel passato era una prerogativa del mercato americano,

cioè questo ruolo particolarmente rilevante di alcuni gestori di risparmio, si è oggi trasferito anche nei mercati europei perché queste società diciamo avendo queste disponibilità così ingenti una volta che hanno saturato il mercato statunitense si sono spostati su altri mercati e quindi la loro presenza è particolarmente significativa anche al di fuori degli Stati Uniti ma anche senza considerare la dimensione di questi singoli specifici operatori anche nel nostro mercato nazionale italiano ma lo stesso ragionamento vale per i mercati degli altri paesi europei, vedono ormai una presenza molto significativa nell'ambito dell'azionariato, delle società quotate, di gestori professionali delle spa. Tant'è vero che direi quasi tutte le società, adesso non vorrei sbagliarmi perché forse, diciamo, in qualche caso non accade così, ma nella più gran parte dei casi invece sì, sono in grado di eleggere numerosi componenti degli organi di amministrazione, perché coalizzandosi e potendosi presentare delle liste, delle proprie liste, sono in grado anche di far nominare degli amministratori dentro di così amministrazioni, certo. Quindi non diventano soggetti controllanti, però sicuramente hanno un ruolo significativo dentro queste compagnie nazionali. Ma perché è importante il ruolo di questi soggetti? ci sono due ragioni che rendono significativa la loro posizione all'interno delle società. Anzitutto alterano la situazione che vi descrivevo prima, non siamo in presenza del rapporto tra Davide e Golia, perché molto spesso queste organizzazioni di gestione del risparmio, oltre che essere emanazione di veri e propri colossi finanziari, quindi con risorse veramente consistenti, hanno anche una preparazione professionale molto significativa quindi dal punto di vista tecnico sono in grado di fronteggiare qualunque azionista di controllo perché sicuramente sono in grado di dimostrare e hanno tutti gli expertise o comunque li possono recuperare in grado di contrastare le scelte degli azionisti di controllo. E dall'altro lato, appunto, data la dimensione e la loro presenza nelle società, non sono più considerabili degli azionisti dispersi e quindi facilmente coartabili, intanto perché si aggregano tra loro, ma soprattutto perché anche ciascuno di essi individualmente inteso ha un ruolo particolarmente significativo dentro le singole società quotate. Quindi la relazione, il rapporto tra azionista di controllo e gli altri azionisti di minoranza, questa situazione la alterano significativamente. E vedremo che il legislatore italiano, ma soprattutto il legislatore comunitario, è intervenuto per regolare talune e fatti specie proprio per intervenire sul ruolo che questi soggetti possono avere sulle società contratte. L'altro tema è rappresentato da una categoria specifica di azionisti sempre di minoranza che svolge il proprio ruolo in maniera del tutto diversa da quella che era stata fino ad oggi o comunque fino al recente passato la strumentazione tipica o comunque la posizione, la scelta tipica, la postura tipica degli azionisti, degli dispersi azionisti di minoranza Questa figura è rappresentata dai cosiddetti activist investor o activist fund, a seconda che questi investor siano delle persone fisiche, come accadono negli Stati Uniti, oppure dei veri e propri fondi organizzati, quindi a loro volta dei gestori di risparmio, che acquisiscono una posizione particolare nei confronti della società. probabilmente tutti voi avete idea di come si comporta un activist investor perché credo che tutti voi abbiate visto il famoso film in cui diciamo Michael Douglas faceva la parte di questi investitori, Gordon Gekko, poi c'erano temi legati insider trading e quant'altro, ma soprattutto nella famosa scena ormai diventata epica e famosa della partecipazione all'assemblea della Tender Carta, che era la società di cui aveva comprato le azioni, esprime un pochettino quelle che sono le logiche in maniera molto plastica di quelle che sono le

logiche di azione di un activist investor. Cioè che cosa fanno questi soggetti? Non fanno altro che per comprare una partecipazione più o meno rilevante dentro la società. Normalmente non è che comprano partecipazioni particolarmente significative, ma comunque considerata la dimensione del bersaglio a cui mirano, sono comunque investimenti che hanno una loro significatività. e poi iniziano un'attività, diciamo, verso queste società, dove sono presenti, di vario genere, tant'è vero che c'è proprio tutta una serie di strumentazione di questi soggetti, per esempio mandano lettere al Consiglio di Amministrazione suggerendo determinate operazioni, oppure contestano determinate scelte di investimento fatte dalla società oppure contestano i compensi degli amministratori, cioè fanno tutte queste attività di contrasto degli amministratori in carica e delle scelte sociali e associative della società con la finalità di ottenere una crescita del valore economico delle azioni e quindi di maturare dei guadagni sul loro investimento. Molto spesso, per esempio, questi investitori contestano una ridotta redditività di determinate rami di attività e quindi chiedono di venderli. Oppure sostengono che determinate attività sono funzionali, per esempio scopi che non rappresentano un beneficio diretto per gli azionisti, non creano valore per gli azionisti. pensate attività in certi settori che hanno per esempio forte contiguità con la politica rispetto ai quali si può esercitare un potere di influenza che però va a discapito magari della redditività delle azioni. Pensate recentemente, adesso è un caso per esempio di questi giorni, in cui alcuni azionisti, non si sa quali perché comunque non è presente nella risposta del collegio sindacale alle loro lamentele, hanno contestato a delle società del gruppo Caltagirone di compiere degli investimenti, per esempio la partecipazione del gruppo Generali oppure nel mantenimento dei giornali, il messaggero, il gazzettino, il mattino, come giustificati da delle logiche di vantaggio personale e di visibilità personale dell'azionista di controllo, appunto la famiglia Cattagirone. Ma negli Stati Uniti addirittura ci sono proprio delle vere e proprie battaglie da parte di questi soggetti che contestano certi determinati comportamenti, certe scelte. Nell'ultimo periodo una forma di attivismo degli azionisti, quello che viene chiamato shareholder activism, Si è strissecato anche per quanto riguarda le tematiche ESG o comunque di diversity generalmente considerate. Per esempio ci sono alcuni fondi che contrastano il fatto che la società non faccia sufficienti politiche ESG, oppure se questi fondi, perché ce ne sono anche di questo genere, sono anti-woke, cioè sono contrari alle politiche wokiste cosiddette, contestano invece scelte che si orientano, che privilegiano questo sovrappesare da parte della società di scelte di gender diversity o quant'altro. Quindi ci sono diverse rappresentazioni che non necessariamente contestano scelte di carattere proprio imprenditoriale, ma in generale contestano anche altri profili delle scelte operative compiute dagli ambistrati. come vi dicevo tutto questo contesto ha contribuito a cambiare un pochettino il panorama del rapporto tra maggioranza e minoranza perché sicuramente ha rafforzato il ruolo delle minoranze azionari che oggi non sono più così impaurite, così sparute come erano un tempo ma sono spesso rappresentate appunto come dicevo da soggetti molto attrezzati dal punto di vista anche proprio operativo e quindi in qualche maniera ha fatto modificare i profili relativi ai cosiddetti assetti proprietari perché in qualche maniera ha modificato la funzione che gli assetti proprietari avevano in origine che era quella di rappresentare agli azionisti magari ignari o inconsapevoli il fatto che ci fossero degli azionisti di controllo e di cercare di tutelare questi azionisti di minoranza rispetto a scelte che



potevano portare per loro un certo pregiudizio personale. Dito questo abbiamo il quadro di riferimento nel quale si va a collocare il tema degli assetti proprietari. Quindi che cosa vuole, qual è lo scopo che il legislatore vuole perseguire? E' quello di fare in modo che attraverso una persistente trasferimento al mercato delle informazioni relative all'assetto momento per momento di controllo di quella determinata società sia possibile agli altri azionisti in generale poter compiere delle scelte di acquisto o di vendita delle azioni il più ragionevoli possibili in funzione anche della valutazione anche di questo conflitto, cioè è un tassello della trasparenza del mercato e della informazione agli investitori. Quindi di quei due elementi che rappresentano tutt'oggi dei pilastri del complessivo sistema del governo dei mercati e del governo anche delle società votate. l'ulteriore profilo che dobbiamo tenere in considerazione e che analizzeremo, anzi due ulteriori profili che analizzeremo relativi al controllo societario e quindi all'assetti proprietari concerno da un lato il tema dei patti parasociali e dall'altro lato il tema delle tipologie, delle categorie di azioni e di come si è evoluto appunto il sistema delle categorie di azioni proprio a dimostrazione del fatto che il tema degli assenti proprietari non è un tema unicamente quantitativo ma presuppone la valutazione di tutta una serie di schemi operativi che vengono utilizzati per raggiungere o mantenere il controllo della società e che quindi in qualche maniera rientrano nel più vasto perimetro del controllo degli assenti proprietari. Perché queste due, scusa, cosa rappresentano in generale, poi vedremo meglio la disciplina, di questi due ulteriori segmenti che sono rispettivamente appunto i patti parasociali e le categorie di azioni? Allora, il primo è dato dal fatto che nel nostro sistema, cioè il tema dei patti parasociali, dei sindacati azionari, chiamateli come voi preferite, deriva da una situazione molto particolare del mercato italiano. da sempre, il ruolo degli azionisti di controllo è sempre stato un ruolo che è stato teso a ridurre o a contenere nella maggior misura possibile il, come posso dire, l'investimento che l'azionista di controllo faceva nella società. Questo non già per una logica, come posso dire, di sistema di leva da parte dell'azionista di controllo, cioè il tipico azionista di controllo che cerca di levereggiare al massimo la propria posizione per migliorare il rendimento interno del suo investimento. Non è così. La situazione del nostro sistema deriva da un problema di carattere storico, cioè il fatto che le nostre imprese sono cresciute attraverso il finanziamento, diciamo, degli azionisti da parte delle banche. E questo rapporto molto stretto, che poi ha avuto effetti molto negativi, tra banca e impresa. Perché? Cosa succedeva? Cioè, sostanzialmente, se voi andate a vedere Su questo c'è una ricchissima letteratura di storia economica. Se voi andate a vedere lo sviluppo delle imprese di maggiori dimensioni in Italia, al netto delle società pubbliche, ma su questo poi andrà fatto un piccolo covert, Molte di queste società avevano degli azionisti di controllo che hanno potuto mantenere questa posizione attraverso una relazione stabile con talune banche che hanno consentito loro, pur investendo in queste società una quantità di denaro molto ridotta, anche perché non ne avevano di più, di poterle però controllare. Qui ci sono state due banche che hanno svolto questo ruolo in maniera preponderante in due momenti storici diversi. Nella fase più risalente del capitalismo italiano sicuramente questa posizione è stata svolta dalla banca commerciale italiana. Nel dopoguerra e poi da un altro famoso istituto bancario, che tuttora esiste e si chiama Mediobanca, la quale ha avuto un ruolo determinante nel fare sì che numerose famiglie italiane abbiano potuto conservare il controllo delle loro società per un periodo di tempo molto lungo. Alcune ce l'hanno tuttora,

altre l'hanno perso, ma per boicende comunque diverse, ma comunque sicuramente se lo hanno potuto conservare per un tempo molto prolungato lo si deve appunto a supporto da parte di Mediobanca e in particolare di chi per moltissimo tempo è stato l'amministratore di questa società che si chiamava Cuscia che appunto era famoso anche per la famosa frase per cui le azioni non si contano ma si pesano a dimostrazione che c'erano azionisti che appunto avevano un ruolo preponderante anche se la loro partecipazione non era quella numericamente più significativa a dimostrazione che appunto c'erano dei meccanismi di controllo che prescendevano dalla semplice valutazione di carattere capitalistico ma invece si andavano a collocare in un altro contesto. Il ruolo della banca commerciale italiana è stato particolarmente significativo perché la banca commerciale italiana è stato l'istituto costituito in Italia attraverso l'utilizzazione da parte di investitori o comunque di fondi derivanti dalla Germania e dalla Svizzera che avevano una fase capitalistica più avanzata soprattutto per lo sviluppo, in prima battuta dello sviluppo del sistema delle imprese dell'energia in Italia. Determinante è stato il ruolo per esempio della Banca Commerciale italiana per quanto riguarda la nascita dei grandi produttori di energia elettrica e dei distributori di energia elettrica in Italia, in particolare di Edison. Ma poi anche nell'intera filiera industriale italiana, pensate al caso della Pirelli, pensate al caso della Falk, tutto il mondo delle acciaierie, c'erano tantissimi settori che attraverso, e anche il settore automobilistico, perché in larga parte anche la stessa Fiat è stata largamente, e anche la famiglia Agnelli è stata largamente finanziata fin dagli albori anche dalla banca commerciale italiana. E proprio era una caratteristica costante della banca commerciale italiana di fare degli accordi, appunto, dei patti parasociali con questi azionisti manager, azionisti imprenditori allo scopo di avere il controllo e di garantire loro, da un lato garantire loro la gestione e dall'altro lato di avere insieme il controllo della società. C'è un bellissimo articolo di un professore di codiritto commerciale italiano che proprio si occupa, che fa una ricostruzione storica attraverso l'accesso agli archivi di questa banca commerciale su tutti questi patti di sindacato e su come si era proprio creata una proprio una meccanica, proprio una vera e propria routine da parte di questa banca nell'utilizzare questo strumento per mantenere il controllo sulle società. E analogamente, dopo il secondo guerra mondiale, siccome, diciamo, Enrico Cuccia veniva da quella storia perché era stato per lungo tempo dentro la banca commerciale italiana, ha utilizzato questo strumento questo stesso strumento per continuare questa diciamo meccanica, questo sistema di permanenza del controllo appunto con i patti parasociali ciò ha comportato intanto un problema strutturale perché come vedremo meglio quando poi analizzeremo questo tipo di fattispecie i patti parasociali per lungo tempo sono stati contestati nella loro validità da parte della giurisprudenza. Quindi c'era il paradosso per cui moltissime società quotate erano controllate attraverso strumenti che se fossero stati oggetto poi di una verifica giurisdizionale non avrebbero retto a questa verifica e quindi per qualche verso c'era la dissociazione tra quello che era l'assetto proprietario e la legittimità di questi strumenti utilizzati per realizzarlo. Poi vedremo brevemente come proprio una di queste vicende abbia sdoganato, una di queste vicende relative alla società citata abbia sdoganato l'utilizzo di questi patti parasociali. dall'altro lato diciamo siccome l'utilizzo così macroscopico era necessario ovviamente per ragioni diciamo informative, di trasparenza informativa che il mercato potesse conoscere il contenuto ecco perché come vedremo poi il

ruolo prevalente nella disciplina sui patti parasociali delle società quotate non è destinato a regolarne il funzionamento quanto a regolarne la pubblicità quindi l'elemento informativo a favore del mercato dall'altro lato abbiamo invece il tema che vi dicevo delle tipologie, delle categorie d'azioni Ora nel nostro sistema noi abbiamo avuto un'evoluzione un pochetto particolare, molto del tutto particolare, perché allora il codice del 42 ha compiuto una scelta molto rigorosa in ordine alle categorie d'azioni, perché cosa ha fatto? Ha scelto di privilegiare il concetto e il principio un'azione un voto Quindi sostanzialmente si è adeguato al sistema, al meccanismo capitalistico nella sua forma più pura, perché il principio un'azione un voto vuole dare rappresentazione in termini di potere a chi ha investito nella società di più, perché più ho investito, più azione avrò, più avrò potere nella società. Cosa che per certi versi andava in controtendenza, al momento in cui fu fatto il codice 42 no, ma in precedenza andava in controtendenza perché in realtà la storia delle società, quella storia mondiale quindi non solo delle società italiane, potrebbe agevolmente dimostrare che il principio un'azione e un voto invece che essere l'eccezione invece che essere la regola è l'eccezione perché sono più i casi storicamente che si individuano i quali si sono posti dei sistemi di graduazione del diritto di voto rispetto alla partecipazione nazionale piuttosto che non il contrario questo a sé, è affiancato questo principio dalla ulteriore rafforzamento rappresentato dal fatto che anche le altre categorie di azioni che io potevo creare erano assoggettate ad un rigido sistema di tipicità tale per cui sostanzialmente i diritti di voto, che è quello che ci interessa ai fini del governo societario in questa sede erano, potevano essere comprese soltanto relativamente appunto soltanto utilizzando le azioni cosiddette privilegiate eliminando il diritto di voto nell'assemblea ordinaria ma era veramente poco perché nella disciplina del 42 le azioni erano sostanzialmente di determinati tipi prefissati e il sistema era appunto un sistema tipico e quindi non ci si poteva muovere fuori da quel meccanismo Quindi un sistema per certi versi molto caratterizzato e molto rigido. Questa situazione è in parte cambiato, e l'ho già accennato, con la riforma del 74 che ha introdotto le azioni di risparmio, quindi per la prima volta ha in qualche maniera alterato il funzionamento, o meno la rigida logica precedente, introducendo questa figura degli azionisti di risparmio che dovrebbero essere degli investitori i quali, si appunto come vi ho detto, si accontentano di una maggiore remunerazione del capitale investito a fronte di una ablazione dei diritti di voto. Ma soprattutto la svolta si è avuta in tempi molto più recenti, nel 2015-2016, quando in Italia si sono riconosciute come legittime, soprattutto per le società quotate per certi versi, ma anche per le società non quotate, determinati meccanismi di maggiorazione del diritto di voto. uso l'espressione maggiorazione del diritto di voto piuttosto che quella di azione a voto plurimo per catturare tutti quei meccanismi che incrementano il ruolo dell'azionista rispetto cioè che rafforzano il ruolo dell'azionista in termini di voti rispetto a quello che è il suo investimento in termini economici cioè creano una divaricazione tra rischio economico e potere diciamo di intervento quindi altrano il rapporto rischio-responsabilità perché ovviamente siccome attribuiscono un maggior peso l'azionista indipendentemente dalla quantità del suo investimento fanno sì che ci sia in presenza di perdite un minore rischio economico per l'azionista che si avvali di questo tipo di strumenti E questo percorso si è concluso con l'ulteriore riforma di cui vi ho parlato nelle scorse lezioni, con la riforma del decreto capitale che proprio interviene a ulteriormente modificare e rafforzare il sistema previsto dal 2015 al

2016 in poi per la maggiorazione del voto. Quindi il nostro sistema si va orientando, poi vedremo le ragioni che stanno alla base di queste scelte, si va anch'esso orientando, anzi si è già orientato verso il superamento del sistema a un'azione a un voto. Adesso passiamo, una volta esaminato il quadro di riferimento, cioè che cosa ci sta dentro il perimetro del concetto degli assetti proprietari, andiamo ad esaminare come il nostro legislatore fa funzionare i meccanismi di protezione degli assetti proprietari. Allora, anzitutto il primo profilo che noi dobbiamo tenere in considerazione è che il meccanismo degli assetti proprietari parte da un sistema nel quale sia trasparente il livello della partecipazione che determina che i soci hanno e quindi parte dal profilo di attribuzione di determinate soglie di rilevanza delle partecipazioni che diventano lo strumento per capire se il ruolo di quell'azionista è più o meno pervasivo all'interno della società. ecco perché il ruolo delle partecipazioni rilevanti non può andare dissociato rispetto al tema delle partecipazioni cosiddette rilevanti quindi non tutte le partecipazioni dentro la società sono significative ma la soglia di materialità, la soglia di significatività è determinata dal legislatore però per comprendere il sistema, il meccanismo delle partecipazioni rilevanti bisogna capire un'altra cosa Cioè bisogna partire da un altro presupposto che cerco di brevemente di spiegarvi. Il sistema delle partecipazioni rilevanti e poi anche degli assetti proprietari muove da una logica di trasparenza dell'assetto proprietario. Cosa vuol dire muove da un sistema di trasparenza? Perché non prende in considerazione ai fini che ci interessano a noi la partecipazione, o meglio, non prendono solo in considerazione la partecipazione diretta quindi immediata che può avere un singolo azionista in una singola società, ma tiene conto di tutta quella che viene chiamata, diciamo in termini descrittivi, ma che sicuramente ormai ha una valenza tecnica, di quella che viene chiamata la catena del controllo perché questa cosa è molto rilevante perché va a toccare proprio quello che vi dicevo prima i meccanismi che sono stati scelti diciamo dagli azionisti italiani per mantenere il controllo sulle società quotate. Ora su questo argomento veramente c'è una letteratura sterminata perché non è un argomento che c'è solo in Italia ma c'è un po' in tutti i paesi del mondo per cui ovunque si studiano diciamo le logiche attraverso le quali si può mantenere nel corso del tempo il controllo su una determinata società. Perché questo? Perché sostanzialmente non c'è soltanto il tema della partecipazione nazionale e quindi dell'assetto proprietario di quella singola società, ma ci sono determinate scelte e determinate autorizzazioni che vengono compiute in un determinato ordinamento che in qualche maniera vanno a incidere anche sul funzionamento e sulla possibilità di realizzare determinate tipologie di schemi di partecipazione o comunque di cartelle del controllo. Scusate, cerco di chiarire questo concetto che può sembrare così, per come l'ho spiegato, un po' fumoso. E parto da qualche esempio concreto che vi può dimostrare, spiegare meglio a voi, diciamo, questo assunto. Allora partiamo da questo presupposto, ipotizziamo per esempio che in un determinato ordinamento, non sono cose scelte a caso, sono cose che sono anche presente da noi quindi rendono abbastanza facile, in un certo ordinamento per esempio decida che sono quotabili, cioè io posso collocare sul mercato alternativamente oppure concorrentemente le azioni della controllata oppure le azioni della controllante tanto per rappresentare la cosa è come se noi avessimo una situazione di questo genere si vede? si e noi decidessimo, se fosse consentito, quotare questa oppure quotare questa oppure quotare entrambi dal punto di vista del controllo cambia radicalmente per due ragioni

tendenzialmente quotando la controllante tendo a quotare una società di partecipazione, no? perché magari questa società controllante non controlla solo una società, ma ne controlla tante ed è il fenomeno, il meccanismo del controllo tramite holding di partecipazioni non so, per esempio adesso prendiamo un caso che possa esprimere in maniera abbastanza prendiamo proprio il caso Il caso Stellantis, il caso del gruppo Fiat, è sintomatico perché noi abbiamo un sistema fatto così. Abbiamo al vertice una società non quotata, che è la finanziaria del gruppo della famiglia Agnelli. poi abbiamo una prima società quotata che si chiama EXOR e poi sotto EXOR abbiamo una serie di società a loro volta quotate che sono rispettivamente Stellantis Iveco Ferrari quindi in realtà abbiamo tre livelli, anzi due livelli di quotazione che sono rispettivamente rappresentati dalla quotazione di XOR e dalla quotazione delle singole società operative addirittura prima, diciamo questo è l'assetto attualmente esistente ma in tempi passati quando voi eravate probabilmente piccolissimi questo sistema che oggi è collocato a un doppio livello perché queste società, salve XOR che è quotata soltanto ad Amsterdam sono tutte società di diritto olandese ma queste qui sono quotate invece a Milano anche a Milano perché in realtà sono quotate anche su altre borse la situazione diciamo prima di Marchionne cioè prima che arrivasse Marchionne a gestire il gruppo Agnelli, il gruppo Fiat era addirittura molto più complicata perché avevamo a monte di questa cosa qua diciamo una società in a comandi di operazione che era la Giovanni Agnelli Sapa la quale controllava a sua volta Exor, società quotata sotto EXOR c'erano due società che si chiamavano rispettivamente in un primo momento quando l'assetto di controllo era particolarmente allungato c'era una società che si chiamava IFIL e poi sotto una società che si chiamava IFI e poi c'era la FIAT tutte queste società erano tutte società quotate quindi vedete che anche XOR in una prima fase, cioè in una seconda fase era quotata quindi vedete che per arrivare alla società quotata occorreva scalare una piramide molto molto articolata e se voi andate a vedere adesso a memoria prendiamo Altri casi di gruppi particolarmente articolati nella quotazione come il gruppo Fiat francamente non ce ne sono, però per esempio il gruppo Pirelli, tanto per fare un caso, è un gruppo nel quale A parte che nel passato aveva una struttura molto particolare perché erano due società, una comandita per azioni di diritto italiano e una società anonima di diritto svizzero, entrambe quotate, quindi era una cosa molto complicata. Tant'è vero che non si sapeva chi controllava chi, cioè tra la Pirelli svizzera e la Pirelli italiana, ma per esempio attualmente la Pirelli ha a monte, della propria catena del controllo, due società che sono rispettivamente una società privata che riferimento a Troghetti Provera ma poi anche una società quotata cinese che si chiama Canchina che comunque è una società quotata, seppur in Cina, ma quotata. Quindi vedete come il sistema è molto articolato. Poi noi abbiamo dei casi di gruppi industriali che sono quotati non nelle società operative ma nella società finanziaria. Cioè è quotata la controllante, non sono quotate le controllate. Quali sono le differenze che corrono dal punto di vista operativo tra una situazione e l'altra? Sono notevoli perché chiaramente, per esempio uno di questi casi dove la catena di controllo è particolarmente lunga è il gruppo dei Benedetti. Il gruppo dei Benedetti ha una controllante che è la CIR e poi sotto alla società quella che si occupa di ricambi automobilistici, di pezzi automobilistici che è anch'essa quotata e prima che lo cedesse aveva quotata anche la società che si occupava della carta stampata l'editrice, l'espresso Quindi anche lì era un altro gruppo che aveva quotato sia la controllante finanziaria che le controllate operative, quindi allungava la catena

di controllo. questi meccanismi consentono di ridurre l'intervento finanziario da parte del controllante, perché se io controllo, ipotizziamo, controllo la società a monte, prendiamo questo caso, ipotizziamo il caso di IFIL con le società a valle, se io controllo il 50% di questa e che a sua volta ha il 51% di quest'altra che ha il 51% di quest'altra ipotizzando un controllo assoluto, totalitario nel senso che è un controllo di assemblea ordinaria io investendo uno qua ottengo il controllo diciamo, moltiplico il mio investimento, il mio controllo su quelle controllate, quindi praticamente è come se riducessi del 50, addirittura del 75%, il peso del mio investimento economicamente parlando, sulle varie società, senza però ridurre l'impatto in termini di voti, perché ciascuna esercita poi il controllo sulla società sottostante e quindi io sono sempre controllante pur riducendo fortemente questo impatto la stessa cosa non accade se io per esempio quoto la controllata, perché se io quotassi faccio il caso, quotassi una società delle due scusate, l'avevo già fatto, quotassi per esempio soltanto questa per poter mantenere il controllo su questa società ipotizziamo sempre il famoso 51%, dovrei mantenere l'investimento a un livello tale, quindi quando fare gli aumenti di capitale e quant'altro, per tenerlo in questa situazione. Quindi storicamente, e questo non soltanto in Italia, il sistema dei cosiddetti gruppi piramidali è stato utilizzato per mantenere il controllo e delevereggiare l'investimento. ci sono due paesi nei quali è stato studiato in maniera particolarmente significativa questo sistema che sono rispettivamente l'Italia e la Corea del Sud perché anche in Corea del Sud i cosiddetti Cebeol che sono i grandi conglomerati non so come si chiama quella dei telefoni che non mi viene mai il nome che è molto famosa per il concorrente dell'iPhone è una società che appartiene a un gruppo molto articolato, controllato dalla famiglia e anche lì il meccanismo di controllo avviene attraverso un meccanismo di holding, tant'è vero che il proprietario adesso il nome coreano non me lo ricordo il proprietario è finito per un periodo anche in galera perché per mantenere questo controllo ha fatto delle operazioni finanziarie sulla società che poi erano illegali illegittime a seguito della morte del padre e quindi del trasferimento del controllo alla generazione successiva quindi ci sono numerosi ordinamenti che hanno questo tipo di tema si sono avvalsi di strumenti diversi. Pensate per esempio al caso degli Stati Uniti per quanto riguarda le società ITEC, i fondatori allo scopo di mantenere il controllo su queste società pur diciamo dovendo ricorrere in maniera massiccia al mercato per avere le risorse necessarie a svilupparle si sono invece avvalse dello strumento del voto plurimo cioè hanno utilizzato il voto plurimo per poter con delle maggiorazioni di voto molto molto significative per poter fare in modo appunto che fosse a loro conservato nel tempo il controllo azionario Quindi sono tanti gli strumenti che vengono utilizzati, però la logica è un po' la stessa. Nel nostro sistema, proprio per tenendo conto di questo tipo di articolazione, che cosa fa il nostro legislatore? Il nostro legislatore non considera l'obbligo di informazione come significativo relativo al singolo rapporto di controllo ma tiene in considerazione tutta la catena di controllo e quindi opera un sistema a risalita del controllo allo scopo di identificare qual è quello che potremmo definire essere l'ultimate shareholder quindi il nostro sistema è fatto così noi potremmo avere, anzi abbiamo, ipotizziamo, una società quotata che ha a monte n controllanti, n intendo dire una catena di controllo anche molto molto lunga faccio così intanto per farlo vedere C1, C2, C3. Il nostro legislatore ci dice tu non devi guardare a chi controlla la società quotata, devi guardare alla catena del controllo e quindi togliere dalla catena del controllo tutte le società

intermedie che si interpongono tra la controllata e la controllante quindi tanto per farvi un esempio se C1 controlla la controllata al 51, C2 al 51 e C3 sempre al 51% io eliderò dalla catena del controllo tutti i soggetti intermedi tenendo a conto soltanto della relazione col controllante apicale che è anche il soggetto che è tenuto a compiere la comunicazione cioè la comunicazione in ordine al numero di azioni alla cosiddetta partecipazione rilevante deve essere fatta dal controllante apicale. Naturalmente deve essere fatta, intendo dire, in termini di risultato finale, poi dal punto di vista pratico può essere fatta da ciascuna delle catene, delle società che appartengono alla catena di controllo, è indifferente. Ma voi, quando andrete a vedere, se vi capiterà mai, di andare a vedere sul sito Consul, magari domani col computer cerchiamo di farlo, Vedrete che nel sito Consum, dove c'è la rappresentazione della catena di controllo, non vedrete mai le società intermedie, ma vedrete indicata come se fosse direttamente partecipante la società la società che esercita appunto il controllo su quella determinata società specifica. Quindi nel caso, adesso io francamente non lo ricordo, lo vado a vedere e domani ve lo confermo, ma per esempio se voi andate a cercare la rappresentazione della catena di controllo di Ferrari, per esempio, non vedrete Exxor, ma vedrete probabilmente la dicembre, adesso potrei sbagliarmi, ma vedrete la dicembre che a sua volta è la società che controlla, la società che si trova a monte dell'exhorquotata olandese, che a sua volta è la controllante ultima in cui c'è dentro la partecipazione di John Elkann e dei suoi fratelli e che era in passato la società attraverso la quale deteneva il controllo Gianni Agnelli. Se voi andate a prendere il gruppo Berlusconi, cioè le società che partecipano al gruppo Berlusconi, della famiglia Berlusconi, qual è attualmente l'assetto delle società quotate? Abbiamo Mediaset, Poi c'è, mi sembra, Mediolanum. Poi c'è, come si chiama, quella che si occupa della trasmissione del segnale, che adesso non mi ricordo il nome. Uso la parola wind, perché mi viene in mente wind, ma non è wind, cioè è un altro nome. E poi vabbè, in Germania c'è ProSibel, ma non ci interessa a noi. se voi andate probabilmente adesso dico così a sentimento potrei sbagliarmi ma non credo se voi andate a vedere oggi vedrete che a monte di questa catena di controllo troverete quelle società che fanno riferimento rispettivamente a Marina e Silvio Berlusconi perché nell'assetto della successione di Silvio Berlusconi la quota legittima dell'eredità è stata trasferita a queste due persone che hanno loro volta delle società, delle loro specifiche holding E quindi la Fininvest, che in realtà è il soggetto intermedio che sta in mezzo, che controlla le varie società poi quotate, che è una holding non quotata, alla fine rappresenta come proprio controllante Marina e Piersilvio Berlusconi, che vengono rappresentati loro sì come i colori quali controllano poi a loro volta le società sottostanti. Quindi se voi andate a vedere la pie chart, come si dice, degli azionisti non vedete Fininvest, o almeno non vedete unicamente Fininvest, ma vedrete tutte le società, la società che rappresenta l'elemento terminale nella catena del controllo. Bene, direi che ci formiamo qua per oggi e domani proseguiamo sempre su questo tipo di argomento. Se ci sono domande sempre sui paper o quant'altro, ditemelo, sono qua, sono a vostra disposizione.