

# *I BATTELLI DEL RENO*

---

Rivista on-line di diritto ed economia dell'impresa

([www.ibattellidelreno.uniba.it](http://www.ibattellidelreno.uniba.it) – [www.ibattellidelreno.it](http://www.ibattellidelreno.it))

direzione

**Gianvito Giannelli    Ugo Patroni Griffi    Antonio Felice Uricchio**

comitato scientifico

**Sabino Fortunato (coordinatore) - Lorenzo De Angelis - Pietro Masi -  
Cinzia Motti - Antonio Nuzzo – Luigi Filippo Paolucci - Salvatore Patti -  
Michele Sandulli - Gustavo Visentini**

Redazione di Bari

**Emma Sabatelli, Giuseppina Pellegrino, Eustachio Cardinale, Rosella  
Calderazzi, Barbara Francone, Anna De Simone, Valentino Lenoci,  
Enrico Scoditti, Emma Chicco, Claudio D'Alonzo, Giuditta Lagonigro,  
Concetta Simone**

Redazione di Foggia

**Michele Bertani, Andrea Tucci, Giuseppe Di Sabato, Corrado Aquilino,  
Pierluigi Pellegrino, Grazia Pennella, Annalisa Postiglione**

Redazione di Lecce

**Maria Cecilia Cardarelli, Andrea Sticchi Damiani, Giuseppe Positano,  
Alessandro Silvestrini**

Redazione di Napoli

**Andrea Patroni Griffi, Alfonso M. Cecere, Carlo Iannello, Sergio Marotta,  
Francesco Sbordone, Nicola De Luca**

Redazione di Roma

**Giustino Enzo Di Cecco, Paolo Valensise, Vincenzo Vitalone, Valeria  
Panzironi, Ermanno La Marca, Valentina Depau**

Redazione di Taranto

**Daniela Caterino, Giuseppe Labanca, Cira Grippa, Gabriele Dell'Atti,  
Giuseppe Sanseverino, Pietro Genoviva, Francesco Sporta Caputi, Barbara  
Mele**



**UNIVERSITÀ  
DEGLI STUDI DI BARI  
ALDO MORO**

Direzione

Piazza Luigi di Savoia n. 41/a  
70100 – BARI - (Italy)  
tel. (+39) 080 5246122 • fax (+39) 080 5247329  
direzione.ibattellidelreno@uniba.it

Coordinatore della pubblicazione on-line: Giuseppe Sanseverino  
Redazione: presso il Dipartimento Jonico in Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo:  
Società, Ambiente, Culture - Sezione di Economia -  
Via Lago Maggiore angolo Via Ancona  
74121 - TARANTO - (Italy)  
tel (+39) 099 7720616 • fax (+39) 099 7723011  
redazione.ibattellidelreno@uniba.it  
giuseppe.sanseverino@uniba.it

ISSN 2282-2461 I Battelli del Reno [on line]

I Battelli del Reno, rivista on line di diritto ed economia dell'impresa, è registrata presso il Tribunale di Bari (decreto n. 16/2012)

La rivista è licenziata con Creative Commons Attribuzione – Non commerciale - Non opere derivate 3.0 Italia (CC BY-NC-ND 3.0 IT)

Marilena Filippelli

I PATTI PARASOCIALI NELLE SOCIETÀ QUOTATE ITALIANE: UNO  
STUDIO EMPIRICO

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. La delimitazione dell’oggetto dell’analisi. – 3. Le parti e le forme organizzative del patto. – 4. La durata dei patti. – 5. Il contenuto dei patti parasociali: classificazione per “oggetto” *ex art.* 122 t.u.f. – 6. Il capitale sociale nel patto. Patti di controllo e patti non di controllo. – 7. L’analisi dei patti di controllo. – 8. Conclusioni.

*1. Introduzione.* Nella dottrina giuridica italiana, il tema dei patti parasociali è stato oggetto di un’analisi approfondita e diffusa, incentrata, per un verso, sul profilo della validità e dell’efficacia dei patti e, per altro verso, sul legame tra patti e costituzione di posizioni di controllo societario. Il riconoscimento legislativo della fattispecie ha contribuito a ridefinire il dibattito sul primo punto, spostandolo dal tema dell’ammissibilità in principio delle pattuizioni parasociali, all’analisi di validità ed efficacia in concreto di tali accordi. Gli obiettivi legislativi sottostanti l’introduzione di una disciplina generale dei patti parasociali e il concreto atteggiarsi delle norme emanate hanno, invece, alimentato il dibattito sul secondo punto e, in particolare, sulla strumentalità dei patti parasociali rispetto alla creazione di coalizioni di controllo in seno alla società e sull’effetto di stabilizzazione degli assetti proprietari e del governo dell’impresa che tali accordi sono in grado di generare.

Anche nella letteratura economica, il tema dei patti parasociali appare collegato alla problematica del controllo. Essi sono, infatti, esaminati in quanto meccanismi idonei a creare una divergenza tra *cash flow rights* e *voting rights* e, dunque, funzionali ad

attribuire il controllo dell'impresa ad azionisti titolari di partecipazioni relativamente contenute<sup>1</sup>. Il tema si inserisce nel più ampio dibattito relativo ai conflitti di interesse tra soci di minoranza e di maggioranza, tipici delle imprese a proprietà concentrata, nelle quali – si sostiene – i soci di controllo possono estrarre benefici privati dall'impresa controllata, a detrimento degli azionisti di minoranza<sup>2</sup>. La probabilità di estrazione di benefici privati è tanto più alta, quanto minore è la quota di capitale sociale che attribuisce il controllo dell'impresa, perciò i patti parasociali, in quanto idonei a creare o rafforzare posizioni di controllo, possono esacerbare quel conflitto e intaccare valore ed efficienza complessiva dell'impresa. D'altra parte, però, è dimostrato che i patti parasociali possono avere anche l'effetto opposto, di aumentare l'efficienza dell'impresa, agevolandone i processi decisionali interni e creando aggregazioni di azionisti in grado di esercitare un controllo effettivo sugli organi incaricati della gestione dell'impresa<sup>3</sup>.

I patti parasociali sono stati oggetto di diversi studi empirici, realizzati con riferimento alle società quotate appartenenti a sistemi giuridici caratterizzati dalla prevalenza di imprese a proprietà concentrata. Tali studi, di natura prevalentemente economica, hanno enfatizzato, con riferimento all'Italia<sup>4</sup> e ad altri paesi<sup>5</sup> anche non europei<sup>6</sup>, aspetti relativi alla diffusione dei patti rispetto al numero di società quotate, alla concentrazione di capitale nel patto e all'oggetto del patto medesimo. Nel lavoro che segue, si tenterà di realizzare un'analisi congiunta dei vari fattori di rilevanza, per

<sup>1</sup> S.CLAESSENS, S.DJANKOV, J.FAN, L. LANG, *Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings*, in 57 (2002) *J. Finance*, 2741–2771; M.BIANCHI, M.BIANCO, L.ENRIQUES, *Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy*, in F.BARCA, M. BECHT, (eds.), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, Oxford, 2001, 54-187.

<sup>2</sup> S.JOHNSON, R.LA PORTA, F.LOPEZ-DE-SILANES, A.SHLEIFER, *Tunneling*, 90 (2000) *Am. Econ. Rev.*, 22; A.DYCK, L.ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 64 (2004) *Jour. Finance*, 537; R.J.GILSON, J.N.GORDON, *Controlling controlling shareholders*, 152 (2004) *U. Pa. L. Rev.*, 785; R.J.GILSON, *Controlling shareholders and the corporate governance: complicating the comparative taxonomy*, 119 (2006) *Harv. L. Rev.*, 1641.

<sup>3</sup> M.PAGANO, A. ROELL, *The choice of stock ownership structure: agency costs, monitoring, and the decision to go public*, in 113 (1998) *Q. J. Econ.* 187–225; A.BAGLIONI, *Shareholders' agreements and voting power: evidence from Italian listed firms*, in 43 (2011) *Applied Economics*, 4043-4052.

<sup>4</sup> G.GIANFRATE, *What do shareholders' coalitions really want? Evidence from Italian voting trusts*, in *Corporate Governance*, 2007, 122 ss. (l'a. analizza i sindacati di voto comunicati alla Consob e vigenti nel 2003, considerandone gli effetti come meccanismo di potenziamento dei diritti amministrativi del socio); G.FIGÀ-TALAMANCA, *Studi empirici sulle società di capitali*, Piccin, Roma, 2009, 51 ss., (ove si analizzano tutti i patti comunicati alla Consob fino al 2009); C.INTRISANO, *Proprietà e controllo: dual class, patti parasociali e gruppi piramidali*, Aracne, Roma, 2009 (con esame dei patti stipulati in società quotate e resi pubblici nel periodo 1999-2007).

<sup>5</sup> C.MADELON, S.THOMSEN, *Contracting around ownership: shareholder agreements in France*, in P.O.BJUGGREN, D.C.MUELLER, (eds.), *The modern firm, corporate governance and investment*, Edward Elgar, Cheltenham, 2009, 254 ss., (gli aa. analizzano i patti parasociali nelle società quotate francesi relativi al periodo 1997-2007, considerandone gli effetti sulla gestione dell'impresa); F.BELOT, *Shareholder agreements and firm value: evidence from French listed firms*, 2008 (disponibile su <http://basepub.dauphine.fr/handle/123456789/3031>), che esamina i patti parasociali relativi a società quotate francesi vigenti negli anni 2000-2005; D.S.SANTANA-MARTIN, *Los pactos parasociales en la Bolsa Española*, in *Universia Business Law Review*, 2010, 46 ss., che prende in esame i patti stipulati in Spagna dal 2003 al 2009.

<sup>6</sup> L.STERNBERG, R.P.C.LEAL, P.M.BORTOLON, *Affinities and agreements among major Brazilian shareholders*, in *International Journal of Disclosure and Governance*, 2011, 213-228.

verificare se i patti parasociali siano in concreto adottati, nella prassi societaria, prevalentemente per creare di coalizioni di controllo e in che misura essi siano in grado di determinare una effettiva discrasia tra quote di capitale sociale conferite al patto e diritti di voto, o più in generale poteri di condizionamento strategico dell'impresa, a favore dei soci aderenti al patto. Inoltre, l'analisi offrirà lo spunto per formulare un primo giudizio sull'efficacia della regolazione dei patti parasociali nelle società quotate, rispetto alle istanze di promozione dell'efficienza del mercato del controllo societario, che essa si prefigge.

2. *La delimitazione dell'oggetto dell'analisi.* Per le sue regole di trasparenza in materia di patti parasociali relativi a società quotate, il sistema italiano offre una prospettiva privilegiata di osservazione del fenomeno.

L'art. 122 t.u.f. detta, com'è noto, regole particolarmente stringenti di pubblicità dei patti, prescrivendone la comunicazione alla Consob, la pubblicazione sulla stampa quotidiana e il deposito presso il registro delle imprese e sanzionando l'inadempimento di tali obblighi con la previsione di nullità del patto, la sospensione del diritto di voto, e l'imposizione di sanzioni amministrative<sup>7</sup>. Il Regolamento Emittenti Consob completa tale disciplina con previsioni di dettaglio che specificano le modalità di adempimento degli obblighi pubblicitari e i contenuti della comunicazione<sup>8</sup>. Obblighi di trasparenza così pervasivi sono giustificati dall'esigenza di tutelare il mercato e il pubblico degli investitori attraverso un'informativa completa e attendibile circa la presenza di un nucleo di controllo all'interno della società, in grado di orientarne la gestione<sup>9</sup>.

La disciplina relativa alla pubblicità dei patti risulta in un livello complessivo di *disclosure* particolarmente elevato, presente in forme analoghe soltanto in pochi altri paesi europei – segnatamente, Francia e Spagna<sup>10</sup>. In altri sistemi, ove pure è presente una regolazione dei patti parasociali stipulati in società quotate, gli obblighi pubblicitari appaiono meno stringenti. In Germania, per esempio, non si impongono alle parti obblighi di pubblicità dei patti parasociali stipulati, ma si richiede agli amministratori di dar conto, nella relazione che accompagna il bilancio, dei patti parasociali volontariamente comunicati alla società o altrimenti noti agli amministratori<sup>11</sup>.

---

<sup>7</sup> Tale disciplina, dettata ai co. 1-4 con riferimento ai sindacati di voto, è poi estesa anche a sindacati di blocco, patti di preventiva consultazione, patti relativi all'acquisto delle azioni, patti disciplinanti il comportamento da seguire nel caso di o.p.a. e, infine, tutti i patti aventi per oggetto o per effetto l'esercizio di influenza determinante nelle società quotate. Per un commento sulla tecnica redazionale adottata, anche in relazione all'esercizio della delega per la riforma delle società quotate, si veda F.CHIAPPETTA, *I patti parasociali nel Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in *Riv. soc.*, 1998, 998 ss.

<sup>8</sup> Artt. 120-122 *bis* e 127-131 del Regolamento di attuazione del d.lgs. 24.2.1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti, come modificato da delibera n. 18523 del 10.4.2013 (cd. Regolamento Emittenti).

<sup>9</sup> V. sul punto G.RIOLFO, *I Patti Parasociali*, Cedam, Padova, 2003, 220-223; A.ROSA, *Patti parasociali, gestione e informazione societaria: una questione (italiana) davvero risolta?*, in *Age*, 2013, 131 ss.

<sup>10</sup> C.MADELON, S.THOMSEN, *Contracting around ownership: shareholder agreements in France*, cit., 257; D.S.SANTANA-MARTIN, *Los pactos parasociales en la Bolsa Española*, cit., 48.

<sup>11</sup> M.ROTH, *Shareholders' agreements in listed companies: Germany*, 2012, 14 (disponibile su [www.srs.com](http://www.srs.com)).

In altri sistemi, invece, la *disclosure* dei patti parasociali non è conseguenza di un sistema di obblighi, il cui inadempimento è variamente sanzionato, ma di un sistema di incentivi che rafforzano l'efficacia del patto nel caso di comunicazione. In Brasile, per esempio, si prevede che i patti depositati nella sede sociale e annotati in un apposito registro sono vincolanti anche verso la società e opponibili ai terzi. In mancanza di adempimento degli oneri pubblicitari, i patti hanno solo efficacia obbligatoria tra gli stipulanti<sup>12</sup>.

Una disciplina regolatoria dei patti parasociali idonea ad assicurarne la trasparenza costituisce condizione essenziale per la realizzazione di analisi empiriche, come dimostra anche il fatto che gli studi pubblicati finora riguardano sistemi giuridici connotati da trasparenza e pubblicità dei patti relativi a società quotate<sup>13</sup>. I risultati di tali studi saranno confrontati, quando possibile, con quelli ottenuti dal presente studio empirico, nel quale si analizzano i 103 patti parasociali vigenti alla data del 22 luglio 2013<sup>14</sup>.

I patti comunicati alla Consob possono riguardare, com'è noto, società quotate oppure società controllanti una società quotata, le quali sono sottoposte, per quanto concerne gli accordi parasociali, agli stessi obblighi di trasparenza fissati per le società quotate.

Nell'insieme di patti in esame, si riscontrano 64 accordi aventi ad oggetto direttamente le azioni di una società quotata e 39 relativi a società controllanti una società quotata. In linea con gli studi empirici precedenti, si prendono in esame solo i patti parasociali c.d. "diretti"<sup>15</sup>, i quali consentono, in ragione della loro incidenza diretta sull'assetto organizzativo e proprietario delle società quotate, una valutazione più attendibile degli effetti del vincolo pattizio, non condizionata dai rapporti di controllo tra le società.

I 64 patti oggetto di analisi riguardano complessivamente 51 società quotate. La prevalenza del numero di patti sul numero di società interessate conferma la presenza, già evidenziata in studi precedenti, di pattuizioni multiple (nella forma di patti e contro-patti oppure di patti e sub-patti, sui quali v. *infra*, § 6) relative alla stessa società<sup>16</sup>. In particolare, nel set di accordi in esame, a fronte di molte società interessate da un'unica pattuizione, si riscontra la presenza di 5 società interessate da 2 patti, 2 società oggetto di 3 patti e una interessata da ben 5 patti contemporaneamente (Hera Holding).

---

<sup>12</sup> Lei n. 6094/1976, art. 118. Si prevede anche che gli amministratori nominati da azionisti legati da patto parasociale debbano votare secondo quanto stabilito nel patto depositato e i voti contrastanti con i contenuti del patto non sono considerati ai fini del calcolo della maggioranza in consiglio. Sul punto, v. E.GORGA, *Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries*, 29 (2009) *NW. J. Int'l L. & Bus.*, 439 ss. e, in particolare, 472-473.

<sup>13</sup> V. *supra*, nt. 4-6.

<sup>14</sup> Il testo dei patti parasociali è disponibile nella sezione "Emittenti – società quotate" del sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>15</sup> V. G.FIGÀ-TALAMANCA, *Studi empirici sulle società di capitali*, cit., 51; V. C.INTRISANO, *Proprietà e controllo: dual class, patti parasociali e gruppi piramidali*, cit., 123 ss.

<sup>16</sup> V. C.INTRISANO, *Proprietà e controllo: dual class, patti parasociali e gruppi piramidali*, cit., 123-124. L'a. riporta, con riferimento agli anni 1999-2007, una media di 101 patti relativi a 82 società.

3. *Le parti e le forme organizzative del patto.* Dal punto di vista soggettivo, i patti parasociali sono stati teorizzati, nelle ricostruzioni originarie, come accordi tra soci o tra soci e società, funzionalmente collegati al contratto sociale<sup>17</sup>. La presenza di almeno un socio è stata a lungo considerata come elemento essenziale per la qualificazione dell'accordo come "parasociale", così da escludere dall'area dei patti parasociali anche gli accordi tra società e terzi<sup>18</sup>.

A tale impostazione restrittiva, sostenuta anche da recente dottrina<sup>19</sup>, si contrappone una ricostruzione più estensiva, che include nella categoria dei patti parasociali, oltre alle fattispecie "classiche" di patti tra soci e tra soci e società, anche i patti tra terzi e società, tra soci e terzi e tra terzi non soci, quando questi patti contengano impegni o programmi la cui attuazione richiede l'esercizio, in futuro, di diritti sociali, o comunque determinazioni di organi della società<sup>20</sup>.

Quest'ultima ricostruzione trova riscontro nel campione di patti esaminati, nel quale sono presenti, seppure con incidenza diversa, tutte le tipologie di patto elencate. Le pattuizioni che coinvolgono almeno un socio si confermano come fattispecie più ricorrente: prevalgono in assoluto i patti tra soci (54 su 64), ai quali si aggiungono 5 patti stipulati tra soci e terzi<sup>21</sup> e 3 fra soci e società<sup>22</sup>. Risultano, tuttavia, presenti, ancorché meno frequenti, i patti tra società e terzi (tale ipotesi si rinviene soltanto nel patto Premafin) e tra terzi non soci (soltanto nel patto Fondiaria).

Dal punto di vista quantitativo, il numero di soggetti coinvolti nel patto è assai vario. Nella maggior parte dei casi, il patto coinvolge due (in 25 patti) o tre (in 13 patti) soggetti. Il numero dei pattisti, però, può crescere significativamente: si riscontrano, infatti, patti che aggregano decine di soggetti<sup>23</sup> e patti che superano il centinaio (uno dei patti Hera aggrega 124 soggetti) o addirittura il migliaio (il patto Azimut Holding spa aggrega 1222 soci che svolgono attività lavorativa, in qualità di manager, dipendenti, promotori, a favore della società) di parti<sup>24</sup>.

<sup>17</sup> G.OPPO, *Contratti parasociali*, Giuffrè, Milano, 1942.

<sup>18</sup> L.FARENGA, *I contratti parasociali*, Giuffrè, Milano, 1987, 132-133.

<sup>19</sup> L.SAMBUCCI, *Patti parasociali e fatti sociali*, Giuffrè, Milano, 2005, 3; V.DE SENSI, *Convenzioni stragiudiziali per il salvataggio delle imprese e patti parasociali*, in *Dir. fall.* 2005, 67-70 (argomentando con riferimento alla definizione di patti parasociali contenuta nell'art. 2341 bis c.c. che, ancorché ampia, dovrebbe essere riferita, per ragioni di coerenza sistematica, ai soli casi di patti che coinvolgono almeno un socio).

<sup>20</sup> M.LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2341 bis e 2341 ter del codice civile*, in P.ABBADESSA, G.B.PORTALE, diretto da, *Il nuovo diritto delle società - Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Utet, Torino, 2007, 470-471.

Anche in giurisprudenza si trova affermato che «non è essenziale che tutti i partecipanti al patto rivestano la qualità di socio, nulla impedendo di considerare parasociale anche un patto concluso tra soci e terzi, ogni qual volta l'oggetto dell'accordo verta sull'esercizio da parte dei soci di diritti, facoltà o poteri loro spettanti nella società» (Cass. civ., sez. I, 18.7.2007, n. 15963)

<sup>21</sup> Patti Dmail, Eukedos, Fiat Industrial, Pramac e uno dei 3 patti Moleskine.

<sup>22</sup> Si tratta di due patti relativi a Kinexia e al patto Banca Popolare di Milano.

<sup>23</sup> In particolare, si riscontrano 2 patti stipulati tra un numero di soggetti compreso tra 4 e 10; 6 stipulati tra 11-20 pattisti; 2 stipulati tra 44 soggetti, 1 tra 68 e 2 tra 74 soci.

<sup>24</sup> L'ampia differenza tra il numero minimo (2) e massimo (1222) di pattisti fa sì che il valore medio di partecipanti al patto risulti assai elevato (29.27) e lontano dal valore della mediana (3).

L'assetto parasociale definito nel patto può risultare direttamente attuabile oppure può richiedere, per la sua concreta attuazione, la creazione di un'organizzazione stabile di coordinamento tra i pattisti. Non è infrequente, perciò, che i pattisti istituiscano uno o più organi, con funzioni ben specifiche, allo scopo di rendere possibile, o anche soltanto più agevole, l'attuazione dell'assetto parasociale definito nel patto.

Nei patti in esame, l'istituzione di organi si riscontra in 24 casi: nelle forme organizzative più semplici, si prevede soltanto la nomina di un coordinatore o di un segretario del patto; in altri casi, e specialmente in presenza di un numero elevato di parti oppure nel caso di patti a contenuto particolarmente complesso, si prevede l'istituzione di più organi, tra cui l'adunanza collettiva o l'assemblea di partecipanti (talora con indicazione anche dei *quorum* costitutivi e deliberativi), il comitato direttivo, il presidente e il segretario del patto.

4. *La durata.* La regolazione dei patti parasociali nelle società quotate, pur complessivamente piuttosto scarna, risulta particolarmente dettagliata per quanto riguarda la disciplina della durata del patto.

L'art. 123 t.u.f. ammette la stipulazione di patti a tempo determinato e indeterminato, dettando, per entrambe le tipologie, specifiche condizioni di validità. Per i patti a tempo determinato, la norma prescrive una durata massima triennale – con riduzione *ex lege* a questo termine per patti di durata superiore – permettendo, però, il rinnovo del patto alla scadenza. Per i patti a tempo indeterminato, invece, la norma fissa specifiche garanzie di *exit* del socio, prevedendo un diritto di recesso *ad nutum*, con preavviso semestrale<sup>25</sup>. La disciplina della durata dei patti è completata dalla previsione del diritto di recesso senza preavviso, nel caso di adesione a un'offerta pubblica d'acquisto.

Tale disciplina esprime la necessità di evitare che le pattuizioni parasociali, legittime in linea di principio, possano tradursi in una cristallizzazione degli assetti proprietari della società quotata, sottraendo il controllo dell'impresa al libero dispiegarsi delle dinamiche del mercato finanziario<sup>26</sup>. La disciplina della durata, in altri termini, è interpretata come volta a bilanciare la tutela dell'autonomia privata, che legittimamente si esprime nel patto, e la garanzia della contendibilità del controllo e della mobilità della ricchezza<sup>27</sup>.

<sup>25</sup> La giurisprudenza ha chiarito che il recesso deve realizzarsi nelle forme convenute o, in mancanza, con forme idonee a manifestare la volontà non equivoca di recedere, in linea con il carattere appunto "recettizio" di tale manifestazione di volontà. Il comportamento contrario al vincolo pattizio, in assenza di preventiva manifestazione di recesso riconoscibile come tale, non è da qualificarsi come recesso tacito, ma come inadempimento contrattuale. V. sul punto, Cass., 22.3.2010, n. 6898, in *Società*, 2010, 1053 ss, con nota di C.DI BITONTO, *Ancora sulla recedibilità di patti parasociali con durata indeterminata*, 1056 ss.

<sup>26</sup> V. R.TORINO, *Note in tema di efficacia dei patti parasociali di blocco e di contendibilità del controllo societario nell'ordinamento italiano e francese*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, 719.

<sup>27</sup> Il punto è pacifico in dottrina: v., tra gli altri, G.SANTONI, *I patti parasociali nella nuova disciplina delle società quotate*, in *Riv. dir. priv.*, 1999, 204; Id., *Sub art. 123*, in *Testo unico della finanza*, Commentario diretto da G.F.CAMPOBASSO, vol. II, Utet, Torino, 2002, 1011; V.CARIELLO, *Tutela delle minoranze e accordi parasociali nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 1999, 728; G.FAUCEGLIA, *Patti parasociali*, in *Enc. dir.*, Agg. V, Giuffrè,

L'analisi empirica condotta rivela, in continuità con gli studi precedenti<sup>28</sup> e con le previsioni formulate in dottrina<sup>29</sup>, un limitato ricorso a patti a tempo indeterminato. Solo 7 patti sui 64 esaminati sono espressamente stipulati a tempo indeterminato oppure sono indirettamente qualificabili come tali, avendo una durata definita *per relationem* rispetto ad eventi o fatti la cui estensione temporale non è determinabile con certezza<sup>30</sup>. Le ragioni del limitato ricorso a patti parasociali a tempo indeterminato sono probabilmente da ricondursi a una minore stabilità del vincolo, in conseguenza della previsione di un diritto di recesso *ad nutum*, che renderebbe il patto poco adatto alla creazione di coalizioni di controllo stabili<sup>31</sup>.

I termini per l'esercizio del diritto di recesso dal patto stipulato a tempo indeterminato, quando espressamente previsti, coincidono con quelli fissati dall'art. 123 t.u.f. Può, però, accadere che si prevedano termini diversi per l'esercizio del recesso, anche assai inferiori rispetto al termine semestrale *ex art. 123 t.u.f.* (v. patto Aeroporti di Firenze, che fissa in 5 giorni lavorativi il termine per l'esercizio del recesso).

Ben più diffuse risultano, invece, le pattuizioni parasociali a tempo determinato. In 57 patti su 64 si indica espressamente la data di scadenza del patto o la durata del vincolo; l'estensione temporale del patto, così determinata, risulta sempre contenuta entro il limite massimo fissato dalla norma. Nella maggior parte dei casi, tali patti hanno durata triennale, ma si riscontrano anche patti di durata inferiore, persino trimestrale, soprattutto nella forma di sindacati di blocco (v. per esempio, il sindacato di blocco Camfin).

Quanto alla previsione di rinnovo dei patti a tempo determinato, è ancora controversa in dottrina l'ammissibilità di clausole di rinnovo tacito<sup>32</sup>. La dottrina

---

Milano, 2001, 833; B.LIBONATI, *Gli assetti proprietari: contendibilità del controllo e regolamentazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, I, 10; G. LEOGRANDE, *Sub artt. 2341 bis e 2341 ter*, in A.MAFFEI ALBERTI, a cura di, *Nuovo diritto delle società di capitali*, vol. I, Cedam, Padova, 2005, 104; V.DONATIVI, *Questioni varie in tema di patti parasociali atipici*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, II, 69.

<sup>28</sup> V. A.ROSA, *Patti parasociali e gestione delle banche*, Giuffrè, Milano, 2010, 144.

<sup>29</sup> L'ammissibilità di pattuizioni parasociali a tempo indeterminato, prima ancora di trovare esplicito riconoscimento nelle norme del t.u.f., era già stata riconosciuta da attenta dottrina e qualificata, però, alla stregua di «questione più teorica che pratica», dal momento che sulla diffusione di tali patti inciderebbe negativamente la regola della risolvibilità *ad nutum* dei contratti a tempo indeterminato. Così, P.G.JAEGER, *Il problema delle convenzioni di voto*, in *Giur. comm.*, 1989, I, 252.

<sup>30</sup> È il caso, per esempio, di patti destinati a produrre effetti fino alla nomina di un amministratore (patto DMail), fino alla deliberazione dell'operazione di fusione (patto Fiat), fino al termine dell'opa (Saras) o fino alla sottoscrizione di un accordo di ristrutturazione finanziaria (patti Zucchi). Per la qualificazione di tali patti come a tempo indeterminato, si veda V.DONATIVI, *Sub artt. 2341 bis*, in G.NICCOLINI, A.STAGNO D'ALCONTRES, a cura di, *Società di capitali – Commentario*, vol. I, Jovene, Napoli, 2004, 177 e M.C.CASTRIOTA SCANDERBERG, *Sub artt. 2341 bis e 2341 ter*, in F.D'ALESSANDRO, a cura di, *Commentario Romano al Nuovo Diritto delle Società*, vol. I, Piccin, Roma, 2010, 137, ove anche riferimenti giurisprudenziali (nt. 62).

<sup>31</sup> L.SAMBUCCI, *Durata dei patti parasociali e limiti all'autonomia privata*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, I, 914. L'autore nota criticamente che la previsione di rinnovo del patto (salvo disdetta), comportando il perpetuarsi del vincolo senza soluzione di continuità rispetto alla pattuizione originaria, produce effetti di stabilizzazione o di cristallizzazione dell'assetto proprietario e di controllo della società ben più forti di quelli derivanti da un patto a tempo indeterminato.

<sup>32</sup> È invece pacifico che la previsione di rinnovo del patto *ex art. 123 t.u.f.* debba essere intesa in senso stretto, e non come mera facoltà di ristipulare il patto originario alla scadenza. Diversamente, la

maggioritaria nega la validità di tali clausole, sostenendo che, in assenza di una previsione di recesso *ex lege*, tali patti avrebbero l'effetto di cristallizzare assetti proprietari e di controllo della società e si porrebbero, quindi, in palese contrasto con la *ratio* della disciplina sulla durata dei patti parasociali. In tal senso, il prolungamento del vincolo parasociale oltre la scadenza originaria richiederebbe sempre una manifestazione espressa di volontà<sup>33</sup>. A tale posizione si obietta, tuttavia, che, in mancanza di espresse previsioni normative circa le forme di rinnovo del patto, l'unico limite all'utilizzo di clausole di rinnovo tacito potrebbe essere rappresentato dalla difficoltà per le parti di sciogliersi dal vincolo, in mancanza di una previsione di recesso *ex lege* per i patti a tempo determinato rinnovati alla scadenza. Tuttavia – si argomenta – la possibilità di *exit* del pattista può essere garantita con accorgimenti meno restrittivi che, pur non impedendo il rinnovo tacito del patto, consentano al socio di svincolarsi dal rapporto mediante esercizio di disdetta<sup>34</sup>. Una clausola di rinnovo tacito del patto, associata alla facoltà di disdetta a condizioni ragionevoli<sup>35</sup>, garantirebbe la possibilità di scioglimento del vincolo parasociale e potrebbe, perciò, essere idonea a soddisfare l'esigenza legislativa di evitare vincoli pattizi sostanzialmente perpetui, in grado di immobilizzare l'assetto proprietario e la *governance* delle imprese interessate da patti parasociali, specialmente nel caso di patti di controllo.

Altro problema che si pone a proposito del rinnovo riguarda la durata del patto rinnovato, qualora né il patto originario né la comunicazione dell'avvenuto rinnovo del patto, prescritta dall'art. 128, co. 1, lett. c), Reg. Emittenti, contengano indicazioni al riguardo. Non è chiaro, cioè, se in tal caso il patto si debba considerare come rinnovato a tempo indeterminato<sup>36</sup> o, invece, come rinnovato a tempo determinato, per la durata massima (triennale) ammessa dalla legge<sup>37</sup> oppure per un termine pari alla durata originaria del patto. Sembra più persuasiva, al riguardo, la tesi che ravvisa nel rinnovo non una estensione del termine di scadenza del patto, ma una ricostituzione automatica

---

previsione normativa apparrebbe ridondante, essendo del tutto evidente, in difetto di norme di divieto, la possibilità per le parti di ricostituire il vincolo parasociale dopo la sua scadenza. Sul punto, v. F.CHIAPPETTA, *I patti parasociali nel Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, cit., 1005.

<sup>33</sup> B.MEOLI, S.SICA, *I patti parasociali nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 604; R.COSTI, *I patti parasociali*, in F.BONELLI E AL., a cura di, *La riforma delle società quotate*, Giuffrè, Milano, 1998, 122; A.PICCIAU, *Sub artt. 2341 bis e 2341 ter*, in M.NOTARI, a cura di, *Costituzione e conferimenti*, in P.G.MARCHETTI, L.A.BIANCHI, F.GHEZZI, M.NOTARI, diretto da, *Commentario alla Riforma delle Società*, Egea, Milano, 2008, 327; A.ROSA, *Patti parasociali e gestione delle banche*, cit., 144.

<sup>34</sup> Sul punto, v. M.M.PRATELLI, *Rinnovo di patti parasociali e opzioni put & call*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 936-937; M.LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate*, cit., 490-491. Più in generale, in favore dell'ammissibilità del rinnovo tacito, v. anche L.SAMBUCCI, *Durata dei patti parasociali e limiti all'autonomia privata*, cit., 924; V.DONATIVI, *Sub art. 2341 bis*, cit., 177-178.

<sup>35</sup> Sarebbe nullo *ex art.* 1344 c.c. la clausola di rinnovo tacito che prevedesse termini eccessivamente lunghi o condizioni eccessivamente onerose per l'esercizio della disdetta. Così, M.LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate*, cit., 491.

<sup>36</sup> G.OPPO, *Patti parasociali, ancora una svolta legislativa*, in *Riv. dir. civ.*, 1998, II, 226; G.SANTONI, *Sub art. 122*, in *Testo unico della finanza*, Commentario diretto da G.F.CAMPOBASSO, vol. III, Utet, Torino, 2002, 1013, argomentando in termini di coerenza sistematica con l'art. 2274 cc.

<sup>37</sup> G.RIOLFO, *I patti parasociali*, cit., 246; A.PICCIAU, *Patti parasociali*, in P.G.MARCHETTI, L.A.BIANCHI, a cura di, *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, I, Giuffrè, Milano, 1999, 901.

del vincolo originario, a contenuti invariati, incluso, quindi, il termine di durata pattuito<sup>38</sup>.

Clausole di rinnovo dei patti parasociali risultano assai diffuse nella prassi delle società quotate: nel campione di patti esaminati, tali clausole si riscontrano in 36 dei 57 a tempo determinato<sup>39</sup>. Quanto alle modalità di rinnovo, la previsione di rinnovo espresso è piuttosto rara, mentre prevalgono clausole di rinnovo tacito, talora condizionate al riscontro di alcuni fattori, quali la permanenza di una certa soglia di capitale sociale nel patto<sup>40</sup>. Tali patti, tuttavia, non fanno sorgere particolari dubbi di legittimità, giacché la previsione di rinnovo tacito del patto è sempre associata alla facoltà di disdetta, da esercitarsi in un termine che è pari o inferiore a quello semestrale fissato dall'art. 123 t.u.f. per l'esercizio del recesso nei patti a tempo indeterminato. Inoltre, nei patti esaminati, le clausole di rinnovo includono sempre la definizione del termine di durata del patto rinnovato – in molti casi pari o inferiore rispetto patto originario.

La prevalenza di patti a tempo determinato, associati a previsioni di rinnovo spesso automatico, sembra segnalare una tendenza alla stabilizzazione del vincolo pattizio, particolarmente rilevante nel caso di patti di controllo (v. *infra* § 6), che trova conferma anche nella prevalenza, all'interno del campione di accordi in esame, di patti di modifica o di rinnovo di pattuizioni precedenti. Tra i 64 patti esaminati, 17 patti costituiscono rinnovo, con o senza modifiche, di pattuizioni precedenti, 20 modifica, sotto il profilo soggettivo od oggettivo, di accordi già comunicati alla Consob<sup>41</sup> e 27 patti sono, invece, di nuova costituzione.

5. *Il contenuto dei patti parasociali: classificazione per "oggetto" ex art. 122 t.u.f.* L'art. 122 t.u.f. individua una serie di pattuizioni parasociali che, in ragione dell'oggetto o dell'effetto, sono sottoposte alla disciplina di trasparenza e durata dettata nel testo unico. La norma non ha, invece, funzione di tipizzazione dei patti parasociali e non importa un giudizio preventivo di validità dei patti corrispondenti a quelli elencati o, per converso, di invalidità di quelli esclusi dalla lista<sup>42</sup>. La scelta di disciplinare tali forme di patto parasociale è probabilmente dovuta, per un verso, alla loro maggiore diffusione

---

<sup>38</sup> Sulla differenza degli effetti di proroga e rinnovo, v. L.SAMBUCCI, *Durata dei patti parasociali e limiti all'autonomia privata*, cit., 923.

<sup>39</sup> Nei restanti 21 patti stipulati a tempo determinato, si esclude espressamente ogni forma di rinnovo o nulla si prevede al riguardo.

<sup>40</sup> Anche circoscrivendo l'analisi al settore bancario, le fattispecie di patto stipulato a tempo determinato e con previsione di rinnovo tacito si confermano come prevalenti. Così, A.ROSA, *Patti parasociali e gestione delle banche*, cit., 143-144.

<sup>41</sup> Il Regolamento Emittenti Consob, all'art. 128, estende gli obblighi pubblicitari previsti per i patti di nuova stipulazione anche ai casi di modifica o rinnovo di patti preesistenti.

<sup>42</sup> G.SANTONI, *Sub art. 122*, cit., 1003. Il giudizio sulla legittimità dei singoli patti, indipendentemente che corrispondano o meno alle fattispecie disciplinate nell'art. 122 t.u.f., deve essere effettuato in concreto, alla luce del parametro di meritevolezza ex art. 1322, co. 2, c.c. (1004). Sul punto, v. anche G.FAUCEGLIA, *Patti parasociali*, cit., 825; R.COSTI, *I patti parasociali*, cit., 114.

nella prassi societaria e, per altro verso, alla loro astratta idoneità ad incidere sul corretto funzionamento del cd. “mercato del controllo” societario<sup>43</sup>.

L’art. 122 t.u.f. distingue, in base al contenuto<sup>44</sup>, patti relativi all’esercizio del diritto di voto, patti che istituiscono obblighi di preventiva consultazione per l’esercizio del diritto di voto, patti che pongono limiti al trasferimento delle azioni, patti sull’acquisto di azioni, patti sul comportamento da tenere nel caso di opa e, infine, patti che hanno per oggetto o per effetto l’esercizio anche congiunto di un’influenza determinate sulla società.

Nell’insieme dei 64 patti parasociali esaminati, sono presenti, seppure con peso diverso, quasi tutte le categorie di patti sopra elencati. In particolare, si rinvennero 50 clausole riconducibili a sindacati di voto, 49 sindacati di blocco, 21 pattuizioni relative all’acquisto di azioni della società, 19 patti di preventiva consultazione e 2 convenzioni parasociali relative al comportamento da tenere nel caso di opa. Non si rinviene, invece, alcuna previsione parasociale riconducibile alla lett. d, del co. 5, art. 122 t.u.f.<sup>45</sup>.

Due considerazioni emergono immediatamente dai dati riportati: in primo luogo, che sindacati di voto e di blocco rappresentano le fattispecie di patto parasociale più diffuse nella prassi; in secondo luogo, che i patti parasociali hanno di norma contenuto “complesso” e combinano diverse forme di convenzioni parasociali rilevanti ex art. 122 t.u.f. Tali caratteristiche sembrano peraltro connotare in senso costante l’insieme dei patti parasociali stipulati in Italia o all’estero<sup>46</sup>.

<sup>43</sup> Ancora, G.FAUCEGLIA, *Patti parasociali*, cit., 825; G.SANTONI, *Sub art. 122*, cit., 1003.

<sup>44</sup> Altre, ben note, classificazioni di patti parasociali, proposte dalla dottrina prima della disciplina dettata dal t.u.f., distinguono: patti che incidono solo sulla posizione dei soci, patti che prevedono prestazioni da parte dei soci in favore della società e patti che incidono direttamente sulla società (G.OPPO, *Contratti parasociali*, cit., 7 ss); oppure, patti “complementari”, con i quali i soci si assumono un impegno a vantaggio della società, e patti “collaterali”, con cui i soci convengono le modalità di esercizio dei diritti sociali, ma che non producono effetti nei confronti della società (G.SANTONI, *I patti parasociali*, Jovene, Napoli, 1985, 144 ss); o infine, tra patti a carattere organizzativo, che incidono sull’organizzazione sociale al pari di clausole contenute nello statuto, e patti a carattere non organizzativo, intesi come categoria residuale rispetto ai primi (L.FARENGA, *I contratti parasociali*, cit., 41 ss).

<sup>45</sup> Si tratta, com’è noto, di una categoria residuale, funzionale ad estendere la disciplina pubblicitaria e di durata dei patti anche a convenzioni parasociali idonee a condizionare in modo rilevante la società quotata, ma non riconducibili ad alcuna delle fattispecie socialmente tipiche descritte dall’art. 122 t.u.f. Sul punto, tra gli altri, G.RIOLFO, *I patti parasociali*, cit., 232; A.BLANDINI, *Sub art. 2341 bis*, in G.FAUCEGLIA, G.SCHIANO DI PEPE, *Commentario delle spa*, Utet, Torino, 2007, 94-95; A.PICCIAU, *Sub artt. 2341 bis e 2341 ter*, cit., 347; V.DONATIVI, *Sub art. 2341 bis*, cit., 168.

<sup>46</sup> Con riferimento all’Italia, G.FIGÀ-TALAMANCA riporta una prevalenza assoluta di clausole alla circolazione delle azioni (categoria nella quale l’autore include sindacati di voto, patti sull’acquisto di azioni e patti relativi ad o.p.a.), incluse nell’83% dei patti, cui fanno seguito le clausole relative all’esercizio del diritto di voto, presenti nel 42% dei patti esaminati. Più della metà dei patti esaminati presentano congiuntamente clausole relative alla circolazione delle azioni e all’esercizio del diritto di voto (in *Studi empirici sulle società di capitali*, cit., 52-55). C.INTRISANO riporta, con riferimento agli anni 1999-2007, una media di patti a contenuto complesso pari al 45% (in *Proprietà e controllo: dual class, patti parasociali e gruppi piramidali*, cit., 124).

Con riferimento ad altri paesi europei, le pattuizioni a contenuto complesso coprono il 40,9% dei campioni di patti esaminati in Francia (F.BELOIT, *Shareholder agreements and firm value: evidence from French listed firms*, cit., 23) e il 48,28% in Spagna (D.S.SANTANA-MARTIN, *Los pactos parasociales en la Bolsa Española*, cit., 50). Il resto dei patti è composto dalla somma degli accordi riferibili a una sola delle categorie rilevanti.

Ognuna delle categorie indicate presenta a sua volta un contenuto vario, di seguito esaminato.

a. Sindacati di blocco

Nella categoria dei sindacati di blocco rientrano tutte quelle pattuizioni parasociali che pongono limiti alla libera circolazione delle azioni.

In ragione dell'intensità del vincolo, si possono distinguere, in prima approssimazione, limiti assoluti e relativi alla circolazione delle azioni<sup>47</sup>, a seconda che il trasferimento sia sostanzialmente escluso oppure sia condizionato al verificarsi di specifiche circostanze. Tra i 49 sindacati di blocco riscontrati nel campione, 13 fissano limiti assoluti alla circolazione delle azioni, vietando ogni forma di trasferimento dei titoli vincolati, con la sola eccezione dei trasferimenti infra-gruppo o a favore di coniugi, ascendenti o discendenti. Si tratta di vincoli particolarmente stringenti, miranti a mantenere sostanzialmente inalterata la compagine azionaria vincolata al patto parasociale<sup>48</sup>. In altri casi (11), il divieto assoluto di trasferimento delle partecipazioni a terzi è bilanciato dalla possibilità di realizzare trasferimenti a favore degli altri pattisti, proporzionalmente alla loro quota di partecipazione al patto. Il vincolo così costruito, pur di minore intensità rispetto ai divieti assoluti e incondizionati di trasferimenti azionari, è egualmente efficace rispetto all'obiettivo di garantire la stabilità del patto<sup>49</sup>.

Nel maggior numero dei casi (25), i sindacati di blocco si risolvono nell'imposizione di limiti relativi alla circolazione delle azioni. I trasferimenti di partecipazioni, anche a favore di terzi, non sono esclusi, ma sono condizionati dalla previsione di clausole di prelazione o gradimento, opzioni di acquisto e vendita, clausole *standstill*, clausole di *drag* e *tag-along*. In alcuni casi, il limite al trasferimento è meramente quantitativo ed è volto a mantenere vincolate al patto un numero di azioni sufficiente, per esempio, ad assicurare il controllo della società o a garantire alla minoranza stretta dal patto l'esercizio di un potere sufficientemente a condizionare le decisioni assembleari. In tal senso, si prevedono, per esempio, clausole che ammettono trasferimenti a terzi delle partecipazioni finché la percentuale di capitale sociale detenuta individualmente o collettivamente dai pattisti e vincolata al patto non scenda sotto una certa soglia<sup>50</sup>. Altri limiti alla libera circolazione delle azioni sono volti a mantenere

<sup>47</sup> Tra le altre classificazioni proposte, si segnala la distinzione tra limiti assoluti, limiti temporali, limiti soggettivi e limiti condizionati, suggerita da V.DONATIVI, Sub *art. 2341 bis*, cit., 176,

<sup>48</sup> Ponendosi in evidente contrasto con il principio di libera circolazione delle azioni, i patti che pongono divieti assoluti al trasferimento dei titoli hanno sollevato dubbi di validità tra gli interpreti (v. F.CHIAPPETTA, *I patti parasociali nel Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, cit., 992). Tuttavia, a fronte di una disciplina che impone obblighi di trasparenza e fissa limiti di durata per il vincolo, non paiono ravvisarsi argomenti particolarmente forti per contestare, in linea di principio, l'ammissibilità di tali limiti. Diversa può essere, invece, la valutazione nel caso in cui tali clausole, combinandosi con altre all'interno di patti di controllo particolarmente forti, precludano di fatto la circolazione delle azioni o la contendibilità del controllo (v. *infra* §6)

<sup>49</sup> Pattuizioni di tenore analogo risultano particolarmente diffuse anche nel settore bancario. V. A.ROSA, *Patti parasociali e gestione delle banche*, cit., 116

<sup>50</sup> Per esempio, nel patto Azimut si ammettono trasferimenti fino al 75% del pacchetto azionario individuale; nel patto Sorin sono ammessi trasferimenti a condizione che questi non comportino una riduzione del capitale sociale rappresentato nel patto al di sotto della soglia del 30% - soglia che garantisce il controllo congiunto di fatto della società (sul punto, v. *infra*, § 6)

inalterati i rapporti di forza all'interno della coalizione parasociale. È il caso, per esempio, degli obblighi di alienazione, previsti in capo ad alcuni pattisti, nel caso in cui l'azionista di maggioranza del patto decida di trasferire parte delle proprie partecipazioni<sup>51</sup>.

b. Sindacati di voto

I sindacati di voto, che rappresentano il tipo di patto più diffuso nel campione, assumono diverse configurazioni.

Sul piano dei contenuti, normalmente tali patti regolano l'esercizio del diritto di voto con riferimento a materie specifiche, tra cui soprattutto la nomina degli organi sociali e, in particolare, degli amministratori<sup>52</sup>. Si fa riferimento, per esempio, ai criteri di ripartizione delle nomine tra i diversi soci, alla riserva di nomina a favore di alcuni pattisti o alla definizione dell'ordine di presentazione dei candidati nelle liste. Ancora, l'oggetto del sindacato di voto può essere relativo anche a materie di competenza dell'assemblea straordinaria, con clausole che definiscono il contenuto di modifiche statutarie o il comportamento da tenere in assemblea straordinaria nel caso di aumenti di capitale o di operazioni straordinarie. In certi casi, il contenuto del sindacato di voto è definito in modo ancor più circostanziato, facendo riferimento non solo all'oggetto del voto, ma anche ad una specifica convocazione assembleare. Si conviene, per esempio, di nominare specifici soggetti come amministratori o sindaci in una data assemblea, o di votare a favore o contro una proposta di aumento di capitale in assemblee già convocate.

Per contro, si rinvengono anche patti dal tenore opposto, che istituiscono un generico impegno a concordare le modalità di esercizio del diritto di voto in assemblea e a votare secondo quanto stabilito. Tali clausole, la cui legittimità non è più controversa<sup>53</sup>, si configurano, nella maggior parte dei casi, come previsioni residuali e di chiusura, rispetto a sindacati di voto dal contenuto ben definito (di solito le parti definiscono le modalità di esercizio del voto con riferimento alla nomina degli organi sociali, indicandone nel dettaglio le forme e le procedure, e convengono genericamente di coordinarsi per l'esercizio del voto anche su tutte le altre materie poste all'attenzione dell'assemblea ordinaria o straordinaria). Solo in due patti (Aeroporti di Firenze e Azimut Holding) il sindacato di voto ha contenuto soltanto generico e vincola le parti ad assumere una condotta comune per l'esercizio del diritto di voto relativamente a tutte le materie poste all'ordine del giorno.

---

<sup>51</sup> Nel patto IGD si prevede, per esempio, che se la percentuale di azioni IGD apportate al patto dovesse scendere sotto la quota del 51%, per effetto di trasferimenti ammessi, le altre parti ridurranno proporzionalmente la propria partecipazione, in modo che IGD possa mantenere la posizione di maggioranza all'interno del patto.

<sup>52</sup> Analogo riscontro in A.ROSA, *Patti parasociali e gestione delle banche*, cit., 120.

<sup>53</sup> Jaeger riporta il dibattito circa la validità di pattuizioni con le quali ci si vincola all'esercizio del diritto di voto per qualsiasi deliberazione assembleare nella vigenza del patto. L'a. contesta la tesi, allora maggioritaria, di nullità del patto per indeterminatezza dell'oggetto, sostenendo che l'oggetto, ancorché non determinato in modo specifico, è determinabile, essendo definito il procedimento con cui i soci sindacati assumono le decisioni di voto. Così, P.G.JAEGER, *Il problema delle convenzioni di voto*, cit., 251-252s.

Sempre sul piano dei contenuti, si ravvisano, nei patti parasociali in esame, alcune clausole della cui legittimità parte della dottrina dubita.

Il caso più dibattuto, al riguardo, è senz'altro relativo alle clausole di rinuncia preventiva all'esercizio dell'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori o di impegno a votare negativamente in assemblea, nel caso si azione proposta da altri. Tali clausole sono state recentemente qualificate dalla Corte di Cassazione come nulle per contrasto con norme imperative - segnatamente, con gli artt. 2392-2393 c.c.<sup>54</sup> - e sono considerate dalla dottrina maggioritaria come invalide per illiceità dell'oggetto o per contrarietà a principi di ordine pubblico (interesse alla corretta gestione sociale)<sup>55</sup>. Altra parte della dottrina sostiene, invece, la validità in principio di tali clausole, perché relative a diritti patrimoniali disponibili da parte dei soci<sup>56</sup>.

Pattuizioni riferibili alla rinuncia a promuovere l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori, pur oggetto di pronunce da parte dei giudici di legittimità<sup>57</sup>, risultano poco diffuse nei patti parasociali delle società quotate, tanto che si rinvengono soltanto in un patto (Sai/Fondiarria-Premafin).

Parimenti, sono di dubbia validità le clausole che hanno per oggetto o per effetto l'orientamento o il condizionamento dell'azione degli amministratori. Parte della dottrina giudica nulle tali clausole, perché modificative dell'organizzazione sociale fissata nella legge e contrarie al principio per cui la gestione della società per azioni spetta in via esclusiva agli amministratori<sup>58</sup>. Altra parte della dottrina nega, invece,

---

<sup>54</sup> La Corte di Cassazione, chiamata a valutare la legittimità di una clausola con cui i soci si impegnavano a non deliberare l'azione di responsabilità nei confronti del socio uscente di s.r.l., che aveva svolto anche funzioni di amministratori, ha giudicato tale pattuizione come tesa a perseguire un interesse in conflitto con quello sociale e quindi nulla per illiceità dell'oggetto o dei motivi comuni alle parti del patto, essendo la clausola volta a tutelare l'interesse dei singoli soci, in contrasto con l'interesse sociale. La nullità è ricondotta, quindi, non più alla violazione di norme di ordine pubblico, ma al contrasto con gli artt. 2392-2393 c.c., qualificati come norme imperative. Così, Cass.civ., sez. I, 28.4.2010, n. 10125, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, II, 131 ss., con nota critica, quanto alla presenza di interessi confliggenti, di N.CIOCCA, *Patti parasociali e rinuncia all'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori uscenti*, 141 ss., e in *Giur. comm.*, 2011, II, 802 ss., con nota sostanzialmente adesiva di C.FIENGO, *Convenzioni parasociali di rinuncia all'azione di responsabilità*, 811-825, nonché con nota critica di C.DI DONATO, *Convenzioni di voto e azione di responsabilità nei confronti degli amministratori*, 826-833 (per via dell'inquadramento della causa di nullità nella contrarietà a norme imperative e non alla violazione di ordine pubblico, con la conseguenza di considerare la materia della responsabilità degli amministratori verso la società come liberamente disponibile da parte dei soci), e, infine, con nota critica di A.TINA, *Patti parasociali e responsabilità degli amministratori di società*, 826-859 (argomentando, tra l'altro, sulla inidoneità di tali clausole a pregiudicare l'esercizio di azione sociale di responsabilità da parte della società).

In altri casi, la Corte ha ugualmente sancito la nullità del patto, ma sulla base di un giudizio di illiceità della causa (in quanto contenente un impegno a votare *contro* l'interesse della società): cfr. Cass.civ., sez. I, 1.10.1999, n. 10689; Cass.civ., sez.lav., 7.7.2011, n. 14963, in *Giur. it.*, 2012 (f. 5), con nota di E.DESANA

<sup>55</sup> Per una sintesi degli argomenti addotti in dottrina a sostegno di questa tesi, si rinvia a C.DONATO, *Convenzioni di voto e azione di responsabilità nei confronti degli amministratori*, cit., 829-833.

<sup>56</sup> M.LIBERTINI, *Limiti di validità dei patti parasociali*, relazione al convegno *Shareholders' agreements in Listed corporations*, Università Bocconi, dicembre 2012 (ined.).

<sup>57</sup> V. sul punto, C.DONATO, *Convenzioni di voto e azione di responsabilità nei confronti degli amministratori*, cit., 829-833, ove anche numerosi riferimenti giurisprudenziali.

<sup>58</sup> La causa di nullità è ricondotta all'illiceità della causa *ex* art. 1418 c.c. V. sul punto A.PAVONE LA ROSA, *I patti parasociali nella nuova disciplina della società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 6, ove anche altre opinioni

l'illegittimità *ex se* di clausole di orientamento dell'azione degli amministratori, dal momento che atti di indirizzo o autorizzativi incontrano sempre un limite nei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale, cosicché gli amministratori, agendo con la diligenza professionale richiesta dalla natura dell'incarico, sono sempre tenuti a disattendere gli atti di indirizzo contrastanti con il principio di sana e prudente gestione dell'impresa, mentre possono dar corso alle direttive impartite dai soci che non confliggano con tale principio<sup>59</sup>.

Clausole di orientamento della gestione sociale, evidentemente qualificabili come tali<sup>60</sup>, si rinvencono in due patti: in uno dei patti Aeroporti di Firenze, in cui un socio si impegna a far sì che gli amministratori nominati in base alle sue designazioni si attengano alle linee di politica gestionale e agli indirizzi strategici concordati con l'altro socio del patto; nel patto Sat, nel quale i soci si impegnano a far in modo che le decisioni strategiche degli amministratori non siano contrarie agli indirizzi ricevuti.

Sul piano delle modalità di coordinamento per l'esercizio del diritto di voto, si distinguono patti che predeterminano il contenuto dell'esercizio del diritto di voto, patti che istituiscono un'organizzazione interna che determina le modalità di esercizio del diritto di voto e patti che fissano i meccanismi con cui si assumeranno le deliberazioni relative al voto sulle materie definite nel patto<sup>61</sup>. Tra i patti esaminati, il primo caso – che presuppone una definizione particolarmente dettagliata del sindacato di voto, il cui contenuto è interamente predeterminato – è quello meno frequente. Di norma, invece, si fissano meccanismi specifici, definiti con un diverso grado di dettaglio, attraverso cui i soci si coordinano per l'esercizio del voto in assemblea. Si conviene, per esempio, di votare conformemente all'indirizzo prevalente nella consultazione pre-assembleare (in questi casi il sindacato di voto è collegato a un patto di consultazione) o si prevede che tutti i pattisti (o i pattisti di minoranza) si allineino alle indicazioni di voto formulate da uno dei pattisti (v. per es. uno dei patti RCS) o dai pattisti di maggioranza o, ancora, che l'opinione di uno dei pattisti sia determinante per l'approvazione della deliberazione (poteri di veto si riscontrano nel patto Elica e patto Banco di Sardegna). In altri casi, la decisione relativa all'esercizio del diritto di voto è demandata agli organi deliberativi del patto – con decisione normalmente assunta a maggioranza<sup>62</sup>, oppure, nei casi più complessi, con l'indicazione di specifici *quorum* deliberativi e costitutivi per la votazione (v. per esempio il patto Esprinet, in cui i soci si impegnano a votare quanto alla nomina degli amministratori, la decisione assunta col voto favorevole del 75% delle azioni

---

conformi (nt. 3), e V.SALAFIA, *Esame di validità di alcuni patti parasociali relativi a società quotate*, in *Società*, 2008, 1334.

<sup>59</sup> M.LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate*, cit., 482.

<sup>60</sup> Si potrebbe sostenere, almeno sul piano teorico, che anche le previsioni pattizie di assegnazione delle deleghe gestorie si risolvano nell'esercizio di un potere che l'art. 2381 c.c. assegna al consiglio di amministrazione e non direttamente ai soci.

<sup>61</sup> V.DONATIVI, Sub *art. 2341 bis*, cit., 166-167.

<sup>62</sup> Con l'introduzione della disciplina dei patti parasociali nel tuf e nel c.c., sembra prevalere in dottrina la tesi che riconosce la validità anche dei patti parasociali deliberanti a maggioranza, anziché all'unanimità. Sul punto, v. tra gli altri, A.BLANDINI, Sub *art. 2341 bis*, cit., 92-93.

vincolate al patto). In tal senso, si nota che la prassi di istituire organi del patto si associa sempre, nel campione considerato, a sindacati di voto (v. *supra*, § 3)

c. Patti di preventiva consultazione

Il patto di preventiva consultazione è l'accordo con cui le parti convengono di discutere sui punti all'ordine del giorno prima di esercitare il voto in assemblea, che resta però libero. Tali patti sono presi in esame dal t.u.f. per la loro capacità di condizionare, pur senza vincolarlo direttamente, l'esercizio del diritto di voto in assemblea<sup>63</sup>.

I patti di consultazione il più delle volte si combinano con sindacati di voto. Tra i patti esaminati, infatti, le 19 clausole riferibili ad obblighi di consultazione pre-assembleare solo in 3 casi (uno dei patti Hera, patto Mid e uno dei patti RCS) non sono associate a un sindacato di voto.

Anche i contenuti del patto di consultazione riflettono quelli riportati con riferimento ai sindacati di voto: essi, cioè, possono avere ad oggetto la consultazione su materie specifiche predefinite oppure possono riferirsi più genericamente a un impegno dei pattisti a consultarsi prima di ogni assemblea.

d. Patti relativi all'acquisto di azioni

I patti relativi all'acquisto di azioni della società quotata (o di strumenti finanziari che attribuiscono il diritto alla sottoscrizione o all'acquisto di azioni) rappresentano un punto di discontinuità nella disciplina dei patti parasociali nelle società quotate e non quotate. L'art. 2341 bis, infatti, non prende espressamente in considerazione tale classe di patti, disciplinati, invece, all'art. 122, co. 5, lett. c, tuf. Tale divergenza normativa sembra alimentare il dubbio che i patti relativi all'acquisto di azioni non siano strutturalmente un'autonoma categoria di patti, ma debbano essere ricondotti nella più ampia categoria dei sindacati di blocco, dal momento che essi si traducono comunque in una limitazione della libera circolazione delle azioni<sup>64</sup>.

<sup>63</sup> N.IRTI, *I patti di consultazione*, in *Riv. soc.*, 1991, 1376; E.MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociali*, Giappichelli, Torino, 2007, 67.

I patti di consultazione sono espressamente disciplinati solo con riferimento alle società quotate, non essendo compresi dall'elenco delle pattuizioni disciplinate dall'art. 2341 bis. È, tuttavia, possibile estendere anche a tali patti la disciplina di pubblicità e di durata prevista dall'art. 2341 bis, ove questi si traducano nell'esercizio congiunto di influenza determinante. Sul punto, v. V.DONATIVI, *Sub art. 2341 bis*, cit., 166, il quale, tuttavia, suggerisce un'interpretazione restrittiva e rigorosa dell'art. 2341 bis, che limiti il ricorso all'analogia.

<sup>64</sup> Per una sintesi delle diverse opinioni in merito, si rinvia a E.MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociali*, cit., 48, nt. 15. L'autore suggerisce un'interpretazione restrittiva della nozione di "sindacato di blocco" e contesta le interpretazioni estensive dell'art. 2341 bis che, in contrasto con la lettera della norma, pretendono di far rientrare i patti relativi all'acquisto delle azioni tra le fattispecie disciplinate dall'art. 2341 bis.

Più dubitativa la posizione espressa da M.C.CASTRIOTA SCANDERBERG, *Sub artt. 2341 bis e 2341 ter*, cit., 130, secondo cui i patti relativi all'acquisto di azioni potrebbero rientrare, in alcune ipotesi (che tuttavia l'a. non specifica) nei sindacati di blocco. Tale posizione sembra contestabile proprio per il fatto di collegare la qualificazione del patto di acquisto delle azioni alla formulazione specifica che la clausola stessa assume, spostando sul piano concreto una questione classificatoria che sembrerebbe puramente astratta: se si enfatizza l'identità di *ratio* e di effetti, i patti relativi all'acquisto delle azioni dovrebbero sempre essere qualificati come sub-specie dei sindacati di blocco; al contrario, se si enfatizza il dato normativo, tali patti dovrebbero essere considerati come categoria autonoma, diversa da quella dei

Il dubbio che la differenza con i sindacati di blocco sia nominale, più che sostanziale, è alimentato anche dal riscontro, tra i patti esaminati, di una costante combinazione di clausole relative all'acquisto delle azioni con clausole parasociali di blocco. Tali clausole, che interessano 20 patti, sembrano preordinate al raggiungimento di un doppio fine: per un verso, mantenere inalterati i rapporti di forza e gli equilibri di potere all'interno del patto, che potrebbero essere alterati dall'acquisto di ulteriori partecipazioni da parte dei soci sindacati; per altro verso, evitare che acquisti successivi di titoli azionari facciano sorgere un obbligo individuale o collettivo di promozione di un'o.p.a. Tali patti sembrano realizzare, cioè, quella stessa funzione di cristallizzazione della compagine sociale, nella sua consistenza complessiva e nella sua composizione interna, già riscontrata con riferimento ai sindacati di blocco. Non a caso, sul piano soggettivo, i patti relativi all'acquisto delle azioni, inclusi nel campione, pur potendo in astratto essere stipulati anche tra terzi ed essere funzionali all'acquisto del controllo, sono sempre stipulati tra soli soci.

e. Patti relativi al comportamento da seguire nel caso di o.p.a.

L'ultima categoria di patti che si rinviene nel campione è relativa al comportamento da tenere nel caso di o.p.a. In due dei tre patti interessati da tale clausola, il vincolo ha contenuto negativo ed è formulato come impegno a non aderire a un'o.p.a. (patto Saras e uno dei patti Camfin); in un altro caso, invece, l'impegno ha contenuto positivo e allude all'obbligo di aderire all'o.p.a. con tutte le azioni detenute al momento dell'offerta (patto Engineering).

6. *Il capitale sociale nel patto. Patti di controllo e patti non di controllo.* La quota di capitale sociale rappresentata nel patto e la sua composizione sono fattori cruciali per la qualificazione del patto sotto il profilo del controllo societario.

In prima approssimazione, l'analisi empirica rivela un livello piuttosto elevato di concentrazione proprietaria nei patti esaminati. Il valore medio riscontrato è prossimo al 40%<sup>65</sup>, ma la divergenza tra i valori minimi e massimi di capitale sociale rappresentato nei patti in esame è piuttosto ampia. Si deve considerare, in proposito, che il patto può essere stipulato in previsione dell'acquisto di partecipazioni in una società quotata (soprattutto in occasione di operazioni straordinarie o di cambio di controllo) e, dunque, può coinvolgere soggetti che, ancora terzi rispetto alla società, non conferiscono al patto alcuna azione (v. uno dei patti Moleskine). Livelli minimi di capitale sociale nel patto si riscontano anche nel caso di patti stipulati tra la società e un singolo socio (v. uno dei patti Kinexia, con capitale sociale nel patto pari a 0,70%) o tra soci di minoranza, a fronte di posizioni di controllo, di fatto o di diritto, detenute da

---

sindacati di blocco. In altri termini, non sembrano potersi prospettare soluzioni classificatorie ibride o intermedie.

<sup>65</sup> I valori di media e mediana sono rispettivamente del 38.5% e 39.1%.

Risultati analoghi sono riportati con riferimento al mercato spagnolo, con una media di capitale sociale nel patto pari al 42%. Il trend segnalato è nel senso di una progressiva riduzione del capitale sociale nel patto – dal 44.96% del 2003 al 39.51% del 2009. V. D.S.SANTANA-MARTIN, *Los pactos parasociales en la Bolsa Española*, cit., 50.

altri soci (v. patto Autostrade meridionali, con il 5.3% di capitale sociale rappresentato nel patto, e patto Banca Carige, con il 6% di capitale sociale nel patto). Per converso, vi sono patti aggreganti quote significative di capitale sociale, oltre la soglia del 70% (v. il patto Ima con il 73.80% di capitale sociale o il patto ACSM/AGAS, con il 75.8%) o, addirittura, superiori all'87%<sup>66</sup>.

Anche la percentuale di capitale sociale conferita al patto da ciascun azionista è assai variabile: il patto può, infatti, coinvolgere tanto il socio di controllo di diritto della società quanto azionisti minori, portatori di percentuali minime di capitale sociale, ben al di sotto della soglia delle partecipazioni rilevanti. Si riscontrano, quindi, patti in cui un singolo azionista conferisce quote assai elevate di capitale sociale (v. patto Ima, patto Valsoia e patto Salvatore Ferragamo, con una partecipazioni individuali rispettivamente pari al 66,22%, 60% e 56,24% del capitale sociale) e patti in cui le partecipazioni individuali sono, invece, di importo minimo (nel patto Azimut Holding, 1188 pattisti su 1222 conferiscono individualmente azioni di ammontare inferiore allo 0.1% del capitale sociale<sup>67</sup>).

L'analisi congiunta della percentuale di capitale sociale nel patto e della composizione del resto dell'azionariato<sup>68</sup> della società quotata consente di classificare i patti in ragione della loro incidenza sul controllo societario. Si possono distinguere, in proposito, due macro-categorie di patti – patti di controllo e patti non di controllo – ognuna con una sua articolazione interna, di seguito illustrata.

#### a. I patti di controllo

La prima categoria raggruppa gli accordi parasociali che aggregano partecipazioni azionarie tali da far ritenere che il controllo – di fatto o di diritto – della società sia, in qualche modo, imputabile al patto.

L'analisi dei patti inseriti nel campione<sup>69</sup> rivela una prevalenza di patti controllo – 35, contro i 29 patti “non di controllo”.

---

<sup>66</sup> Il patto *Banco di Sardegna* aggrega l'87,25% del capitale sociale complessivo, distinto in azioni ordinarie, privilegiate e di risparmio. Confluiscono nel patto il 100% del capitale costituito da azioni ordinarie e il 97% del capitale costituito da azioni privilegiate. Restano, invece, fuori dal patto il 3% delle azioni privilegiate, comunque di titolarità di uno dei pattisti, e la totalità delle azioni di risparmio (6.600.000, pari al 12,95% del capitale sociale complessivo della società).

<sup>67</sup> L'elevato numero di pattisti fa sì che l'ammontare di capitale sociale rappresentato nel patto (21.97%) sia complessivamente significativo, pur nel contesto di un patto di minoranza.

<sup>68</sup> I dati relativi alla composizione dell'azionariato di ciascuna società, con particolare riguardo all'elenco delle partecipazioni rilevanti, sono disponibili sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it), alla sezione “emittenti - società quotate”.

<sup>69</sup> Nell'analisi dei patti sotto il profilo del controllo, si è tenuto conto delle partecipazioni azionarie nel patto – singolarmente prese e in aggregato – e della composizione del resto dell'azionariato, come riportato nel sito *Consob* al momento della vigenza del patto. Nella qualificazione del patto come di controllo, si è seguita la metodologia già adottata da Figà-Talamanca, qualificando come controllo di diritto i casi di partecipazioni azionarie superiori al 50% e come controllo di fatto le partecipazioni di ammontare minore al 50%, ma comunque qualificabili come di controllo, perché maggiori della somma delle altre partecipazioni rilevanti comunicate alla Consob. Cfr. G.FIGÀ-TALAMANCA, *Studi empirici sulle società di capitali*, cit., 3-12.

I patti di controllo possono essere distinti, a loro volta, in patti costitutivi di una posizione di controllo e patti che coinvolgono l'azionista già titolare di una posizione di controllo – di fatto o di diritto – della società<sup>70</sup>.

i. Patti costitutivi di controllo

Il patto parasociale può essere lo strumento per la creazione di posizioni di controllo societario, mediante l'aggregazione di partecipazioni individuali che, singolarmente prese, non garantirebbero ad alcuno degli azionisti il controllo della società<sup>71</sup>.

La posizione di controllo, così costituita, può a sua volta connotarsi come di controllo individuale o congiunto. Il primo caso si realizza quando un socio è titolare di una partecipazione azionaria che, per la sua entità e in rapporto alle partecipazioni detenute dagli altri pattisti, gli assicura la maggioranza assoluta di un patto di controllo. In tal caso, il controllo societario, che trova origine nell'accordo parasociale, è di fatto imputabile a uno dei pattisti<sup>72</sup>, mentre i restanti azionisti, che rappresentano la minoranza del patto di controllo, ottengono altre utilità – normalmente in termini di rappresentanza negli organi sociali – non conseguibili (o non facilmente conseguibili) fuori dal patto<sup>73</sup>. Nel caso di controllo congiunto, invece, il patto crea una posizione di controllo societario condivisa tra più soggetti – tutti i pattisti o alcuni di questi, titolari di un reciproco potere di veto<sup>74</sup>.

Nel campione in esame, si rinvengono 22 patti costitutivi di controllo, sempre nella forma di controllo congiunto.

ii. Patti con l'azionista di controllo

Il patto di controllo può configurarsi come tale perché coinvolge l'azionista di controllo (di fatto o di diritto) della società, il quale vincola al patto la sua partecipazione di controllo. Tali patti consentono all'azionista di controllo di mantenere o di rafforzare la propria posizione all'interno della società, aumentando il proprio potere di influenza o rendendolo inattuabile<sup>75</sup>. Il patto consente, anche in questo caso, ai soci di minoranza del patto di ottenere poteri (soprattutto di nomina dei rappresentanti) più che proporzionali rispetto alla quota di capitale sociale conferita.

<sup>70</sup> Si riprende la distinzione tra *sindacato di controllo*, inteso come categoria generale che incorpora tutti i patti di controllo, e *controllo da sindacato*, riferito, invece, ai soli accordi costitutivi di posizioni di controllo. V. sul punto, V.DONATIVI, I "confini" del controllo congiunto, in *Giur. comm.*, 1996, I, 568-569.

<sup>71</sup> V.CARIELLO, "Controllo congiunto" e accordi parasociali, Giuffrè, Milano, 1997, ove interessanti dati storici sulla strumentalità dei patti rispetto all'acquisto del controllo in Italia e in altri paesi europei (1-8). V. anche M.LAMANDINI, *Il "controllo" – Nozione e "tipi" nella legislazione economica*, Giuffrè, Milano, 1995, 132-133. Pur nell'incertezza normativa, derivante dall'assenza di una disciplina generale in materia di patti parasociali e dalla contraddittorietà delle leggi speciali, entrambi gli autori riconoscono la legittimità in principio della costituzione di posizioni di controllo attraverso patti parasociali, così anticipando lo scenario poi definito nel t.u.f.

<sup>72</sup> V.DONATIVI, I "confini" del controllo congiunto, cit., 578; M.MIOLA, Sub art. 93, in *Testo unico della finanza*, Commentario diretto da G.F.CAMPOBASSO, vol. II, cit., 775; M.LAMANDINI, *Il "controllo" – Nozione e "tipi" nella legislazione economica*, cit., 134-135.

<sup>73</sup> Così V.CARIELLO, "Controllo congiunto" e accordi parasociali, cit., 47.

<sup>74</sup> V.DONATIVI, I "confini" del controllo congiunto, cit., 569, che parla in proposito di "controllo concorrente".

<sup>75</sup> V.CARIELLO, "Controllo congiunto" e accordi parasociali, cit., 35, ove anche ulteriori indicazioni bibliografiche (nt. 51).

Tali patti rappresentano più di un terzo (13 patti su 35) dei patti di controllo riscontrati nel campione.

b. Patti non di controllo

Nella categoria dei patti “non di controllo” confluiscono due specie di patti tra loro diverse: i patti di minoranza e i patti che, pur diversi da quelli di minoranza, non hanno alcun effetto sul controllo.

i. Patti di minoranza

I patti parasociali possono anche aggregare partecipazioni azionarie complessivamente minoritarie che, per effetto del patto, ottengono poteri di nomina degli organi sociali o, più in generale, di condizionamento della gestione sociale, maggiori di quelli che avrebbero in assenza di coordinamento<sup>76</sup>.

L'analisi dei patti parasociali inseriti nel campione rivela un frequente ricorso a patti parasociali da parte di azionisti di minoranza: il riscontro di ben 20 patti di minoranza, pari al 31,25% del totale degli accordi in esame, sembra smentire la previsione, formulata dalla dottrina al momento dell'entrata in vigore del t.u.f., circa uno scarso ricorso ai patti parasociali da parte di minoranze delle società quotate<sup>77</sup>.

I patti di minoranza possono essere funzionalmente o strutturalmente collegati ad altro patto parasociale relativo alla stessa società. Tale evenienza si riscontra in 8 dei 20 patti di minoranza e si riferiscono ad accordi parasociali collegati sempre ad un patto costitutivo di controllo congiunto. Essi assumono la forma di *contro-patti*, con cui la minoranza sociale si organizza o si difende contro la coalizione di controllo creata dal patto maggioritario, oppure di *sub-patti*, organizzativi di una parte dei soci del patto di controllo (normalmente finalizzati a definire la nomina di un componente dell'organo amministrativo, che il patto principale riserva ai soci di minoranza del patto).

ii. Altri patti non di controllo

Si individua, infine, una categoria residuale di patti, diversi da quelli di minoranza, che non hanno alcun effetto o legame con il controllo.

Rientrano in questa categoria i patti ai quali partecipa l'azionista di controllo, senza però apportare alcuna azione o conferendo al patto un numero esiguo di azioni. Tali accordi, che normalmente assumono la forma di impegni unilaterali, da parte di alcuni soci di minoranza, a favore del socio di controllo, si riscontrano soltanto in 3 casi.

Infine, sembrano rientrare tra i patti “non di controllo” anche gli accordi stipulati in occasione di operazioni straordinarie o di cambio del controllo e che, per le caratteristiche stesse del patto, non sono qualificabili (ancora) come patti di controllo né

---

<sup>76</sup> V.CARIELLO, *Tutela delle minoranze e accordi parasociali nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 1999, 718-750 e, in particolare, 720; A.BLANDINI, *Sub art. 2341 bis*, cit., 91.

<sup>77</sup> Tra gli altri, v. V.CARIELLO, *Tutela delle minoranze e accordi parasociali nelle società quotate*, cit., 735 ss., che contesta l'imposizione della medesima disciplina pubblicitaria ai patti di maggioranza e minoranza, per evidente diversità di *ratio*, non ponendosi, per i patti di minoranza, quelle esigenze di pubblicità circa gli assetti di controllo sociale creati per effetto del patto, che emergono nel caso di patti di maggioranza (739).

come patti di minoranza. Soltanto 6 tra gli accordi in esame rientrano in questa categoria di patti.

7. *L'analisi dei patti di controllo.* La centralità del tema del controllo e dei suoi effetti sul governo societario nelle trattazioni dottrinali riferite ai patti parasociali, nella letteratura economica e nella definizione stessa delle finalità normative sottostanti l'introduzione di una disciplina generale in materia di patti parasociali nelle società quotate, rende opportuno soffermare l'attenzione sui patti di controllo, per valutarne gli effetti in concreto sugli assetti proprietari e di gestione dell'impresa.

Sul piano analitico, sembra opportuno distinguere i patti costitutivi di controllo dai patti con l'azionista di controllo, per via della diversa origine della posizione di controllo ascrivibile al patto e del diverso equilibrio di poteri all'interno dell'accordo.

I patti rientranti nella prima categoria aggregano il socio di controllo (di fatto o di diritto) e azionisti minori, portatori di quote di capitale sociale piuttosto varie. Nella maggior parte dei casi, si tratta di azionisti titolari di partecipazioni rilevanti, ma di ammontare assai minore rispetto a quelle del socio di maggioranza<sup>78</sup>. In altri casi, invece, il divario tra il socio di controllo e gli altri soci partecipanti al patto si riduce: si tratta di accordi che aggregano normalmente il primo e il secondo azionista di società quotate particolarmente concentrate<sup>79</sup>.

Il contenuto dei patti con azionista di controllo è, invece, alquanto omogeneo. Nella quasi totalità degli 13 patti con socio di controllo si prevede una riserva di nomina di almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione, e talora anche di un sindaco, a favore del pattista di minoranza che, per effetto dell'accordo, ottiene una rappresentanza in seno agli organi sociali più che proporzionale rispetto alla partecipazione azionaria detenuta<sup>80</sup>. L'interesse del socio di maggioranza a vincolarsi al patto, invece, non sempre è chiaramente identificabile. In alcuni casi, il patto sembrerebbe volto a rafforzare la posizione di controllo, con la previsione di diritti di prelazione a favore del socio di controllo o con l'obbligo, da parte del socio di minoranza, a non trasferire le proprie azioni oppure ad apportare al patto tutte le azioni successivamente acquistate. In altri casi, è probabilmente l'impegno assunto dal socio di minoranza a votare a favore di una certa modifica statutaria o a non aderire a un'o.p.a. a giustificare l'interesse del socio di controllo a costituire un vincolo parasociale. In altri casi ancora, però, l'interesse concreto che il socio di controllo intende perseguire vincolandosi al patto non è facilmente deducibile dal testo dell'accordo. È possibile che, in queste ipotesi, sia la persona del socio di minoranza, più che gli impegni che questi

---

<sup>78</sup> Nel patto Elica, per esempio, i due pattisti conferiscono rispettivamente il 52,8% e il 10% del capitale sociale; nel patto Ima, il socio di controllo, titolare del 66,22% del capitale sociale, aggrega due soci di minoranza, con partecipazioni individuali del 3,78%.

<sup>79</sup> È ancora il caso del Banco di Sardegna, in cui le partecipazioni dei due azionisti rilevanti – Banca Popolare dell'Emilia Romagna e Fondazione Banco di Sardegna – sono separate da pochi punti percentuali.

<sup>80</sup> Fanno eccezione solo i patti Saras e Valsoia, nei quali si assumono impegni reciproci in ordine al comportamento da tenere nel caso di o.p.a. o alle modifiche statutarie da apportare.

assume mediante il patto, a indurre l'azionista di controllo a stipulare l'accordo parasociale<sup>81</sup>.

Tali patti presentano normalmente un contenuto complesso, che combina sindacati di voto e di blocco con previsioni relative all'acquisto di azioni o obblighi di conferimento al patto degli acquisti successivi<sup>82</sup>. Inoltre, i patti con socio di controllo rinvenuti nel campione sono quasi sempre stipulati a tempo determinato e si pongono in continuità con patti precedenti (di cui costituiscono modifica o rinnovo). Si evidenzia, quindi, una certa stabilità del vincolo pattizio, in conseguenza soprattutto delle previsioni di durata del patto e del ricorso a clausole limitative della libera circolazione delle azioni.

Ancora più complessi appaiono i patti costitutivi di posizioni di controllo individuale o congiunto.

Sul piano dei contenuti, i 22 patti costitutivi di controllo, pari al 37.34% dell'insieme dei patti esaminati, presentano un assetto interno particolarmente complesso, che risulta, in ben 20 casi, dalla combinazione di sindacati di voto e sindacati di blocco, a cui sono associate, in 13 casi, anche clausole relative all'acquisto di azioni e, in 11 di questi, anche obblighi di conferimento al patto delle partecipazioni sociali acquistate dopo l'adesione all'accordo parasociale ed entro i limiti consentiti dal sindacato di blocco. Lo scenario è poi completato dalla previsione di clausole rafforzative del patto, nella forma di clausole penali, che si rintracciano in ben 10 dei patti costitutivi di controllo<sup>83</sup>.

Sul piano della durata, i patti costitutivi di controllo sono stipulati a tempo determinato (fa eccezione solo uno dei patti Zucchi) e includono normalmente (19 patti su 22) previsioni di rinnovo, spesso tacito. Inoltre, il patto vigente si pone spesso in continuità con pattuizioni precedenti, spesso di durata considerevole<sup>84</sup>.

Il vincolo che sorge da patti di controllo si connota, dunque, come forte, stabile e pervasivo. La combinazione frequente e congiunta di clausole limitative della libertà di trasferire o acquistare azioni con obblighi di conferire al patto le azioni successivamente acquistate o di non aderire ad offerte pubbliche di acquisto ha l'effetto di blindare la compagine azionaria stretta dal patto, rendendo non facilmente aggredibile il nucleo di controllo societario. La prevalenza di pattuizioni stipulate a tempo determinato, ma rinnovabili e/o già rinnovate alla scadenza, evidenzia una significativa stabilità delle

<sup>81</sup> Sul ruolo dell'*intuitus personae* nei patti parasociali, v. A. ROSA, *Patti parasociali e gestione delle banche*, cit., 102.

<sup>82</sup> Nel patto Cobra Automotive Technologies si riscontrano contemporaneamente clausole relative agli acquisti di azioni, sindacato di voto, sindacato di blocco, nonché clausole penali per il caso di inadempimento.

<sup>83</sup> Si deve tuttavia considerare che clausole rafforzative del patto, funzionali a disincentivare l'inadempimento, si riscontrano anche nei patti di minoranza, ove non manca la previsione di elevate penali per l'inadempimento (riscontrate in 5 patti), talora associate (in 2 casi) all'obbligo di deposito fiduciario delle azioni vincolate al patto. Sulla funzione di deterrenza all'inadempimento di tali clausole, si veda L. FARENGA, *Patti parasociali*, in *Dig. Priv. – Sez. Comm.*, XI, Utet, Torino, 1995, 16.

<sup>84</sup> Tale continuità si riscontra in 17 patti su 22. I patti precedenti sono normalmente stipulati uno o due trienni prima; si rintracciano, tuttavia, patti che, per effetto di rinnovi, sono vigenti da più di un decennio (v. patto A24, stipulato nel 2001) o addirittura comunicati alla metà (*La Doria*) o alla fine (uno dei patti Rcs) degli anni Novanta.

posizioni di controllo. La combinazione di clausole di blocco con sindacati di voto<sup>85</sup> attribuisce al nucleo di controllo, forte, stabile e coeso, che trae origine dal patto o che si rafforza per effetto del patto, il potere di condizionare in modo significativo la gestione sociale, in relazione a materie cruciali per il governo dell'impresa, tra cui soprattutto la nomina degli organi sociali.

Il concreto atteggiarsi dei patti di controllo nella prassi societaria italiana sembrerebbe, dunque, confermare l'attitudine degli accordi parasociali ad agire come fattore di incremento dei poteri di controllo, attribuendo ai pattisti poteri di condizionamento della gestione dell'impresa non proporzionali rispetto alla partecipazione azionaria complessivamente detenuta. Tuttavia, la discrepanza tra *cash flow* e *voting rights* realizzata dal patto non sembra particolarmente pronunciata: il valore medio del capitale sociale riscontrato nei patti di controllo, pari al 55.4%, sembra escludere, infatti, che gli accordi parasociali nelle società quotate italiane attribuiscono il controllo sociale ad azionisti portatori di partecipazioni sociali complessivamente contenute. È però possibile che tale effetto si riscontri in specifiche società quotate a proprietà non concentrata e, più in generale, nei sistemi giuridici connotati dalla prevalenza di società a proprietà azionaria diffusa – tra cui soprattutto il Regno Unito e gli Stati Uniti<sup>86</sup>.

8. *Conclusioni.* L'analisi condotta rivela una prevalenza di patti di controllo (35 su 64, pari al 54.68% dei patti in esame) e, tra questi, una prevalenza di patto costitutivi di posizioni di controllo (22, pari al 34,37% dei patti in esame). Emerge, tuttavia, anche una presenza significativa di patti non di controllo (29, pari al 45,31% del campione) e, tra questi, una percentuale non irrilevante di patti di minoranza (il 31,25% dell'insieme dei patti).

Questi risultati sembrano fornire un'immagine dell'insieme dei patti parasociali stipulati in Italia parzialmente diversa rispetto alle aspettative iniziali.

Per un verso, emerge, in maniera quasi inaspettata, un frequente ricorso a patti parasociali da parte delle minoranze, dato che appare particolarmente interessante se contestualizzato all'interno di un sistema a proprietà concentrata ove le minoranze sono esposte al rischio di espropriazione di benefici privati da parte dei soci di controllo. Il patto parasociale in tal caso, agendo come fattore aggregativo, può creare una minoranza qualificata in grado di ottenere rappresentanza negli organi sociali e, per tale via, esercitare in modo più efficace un'attività di controllo sulla gestione sociale esercitata o condizionata dall'azionista di controllo.

---

<sup>85</sup> La combinazione di sindacati di voto e di blocco è qualificata come tratto distintivo dei patti di controllo. V. sul punto C.BRESCIA MORRA, *Società per azioni bancaria: proprietà e gestione*, Giuffrè, Milano, 2000, 20.

<sup>86</sup> Sul punto, v. J.ARMOUR, H.HANSMANN, R. KRAAKMAN, *Agency problems and Legal strategies*, in R. KRAAKMAN ET AL., *The anatomy of corporate law*, II ed., Oxford University Press, Oxford, 2009, 35 ss. Studi empirici recenti mettono in dubbio l'effettiva prevalenza negli Stati Uniti di società quotate a proprietà diffusa, dimostrando che il 96% delle *listed companies* presenta almeno un azionista rilevante (*blockholder*) e che il valore medio della partecipazione del primo azionista rilevante è pari al 26%. V. C.G.HOLDERNESS, *The Myth of diffuse ownership in the United States*, in 22 (2009) *Rev. Financ. Stud.*, 1377,

Per altro verso, si conferma la tendenza, tipica dei sistemi a proprietà concentrata, a creare o a rafforzare in seno alla società un nucleo di controllo stabile, in grado di orientare o condizionare la gestione dell'impresa. Tali posizioni di controllo, ove costituite o rafforzate attraverso patti parasociali, risultano particolarmente stabili, rigide e difficilmente aggredibili dall'esterno, perciò idonee a cristallizzare gli assetti proprietari e di controllo dell'impresa coinvolta.

Accordi parasociali di questo tipo, pur quando perfettamente conformi alle prescrizioni regolatorie inserite nel t.u.f. e pur non sollevando in principio dubbi di validità sul piano civilistico, sembrano idonei a pregiudicare, per il loro concreto atteggiarsi, il corretto funzionamento del mercato del controllo societario. Sul piano dell'efficacia normativa, sembrerebbe, dunque, che le regole di pubblicità e durata dei patti parasociali, fissate agli artt. 122 e 123 t.u.f., non siano da sole sufficienti a realizzare quegli obiettivi – garantire la contendibilità del controllo societario e preservare la libera circolazione delle azioni – che la norma stessa di prefiggeva di raggiungere.