



DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT
CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA E MANAGEMENT
CATTEDRA DI DIRITTO COMMERCIALE

*I patti parasociali nelle società quotate:
un sottile equilibrio tra autonomia e imperatività*

RELATORE
Prof. Vincenzo Donativi

CANDIDATO
Casali Lavinia
Matr. 252391

ANNO ACCADEMICO 2022/2023

A me stessa, autrice della mia rotta.

*A chi, in silenzio,
riesce a fare rumore.*

INDICE

| | |
|---------------------------|---|
| <i>Introduzione</i> | 6 |
|---------------------------|---|

CAPITOLO I: I PROFILI GENERALI DEI PATTI PARASOCIALI

| | |
|---|----|
| 1. La natura giuridica..... | 8 |
| 1.1. LA GENESI DELLA “PARA-SOCIALITÀ” | 8 |
| 1.2. CONTRATTO SOCIETARIO E PATTI PARASOCIALI: COLLEGAMENTI E INTERFERENZE | 10 |
| 1.3. L’ATIPICITÀ DELLE PATTUZIONI PARASOCIALI E IL CONTROLLO DI MERITEVOLEZZA | 14 |
| 2. Nozione ed elementi dei patti parasociali..... | 16 |
| 2.1. LA NATURA..... | 16 |
| 2.2. LA FORMA..... | 18 |
| 2.3. UNA COMBINAZIONE DUALISTICA DI FATTORI | 19 |
| 2.3.1. L’oggetto | 20 |
| 2.3.1.1. Un tentativo di classificazione..... | 20 |
| 2.3.2. La causa | 24 |
| 2.4. LE PARTI | 26 |
| 2.4.1. La trasmissibilità della qualità di parasocio | 28 |
| 3. L’efficacia dei patti parasociali e le forme di tutela | 30 |
| 3.1. L’EFFICACIA OBBLIGATORIA DEI PATTI..... | 30 |
| 3.2. STRUMENTI PER GARANTIRE L’ADEMPIMENTO..... | 31 |
| 3.3. I RIMEDI GIUDIZIALI CONTRO L’INADEMPIMENTO | 35 |

CAPITOLO II: I PATTI PARASOCIALI NELLE S.P.A QUOTATE E NELLE CONTROLLANTI

| | |
|--|----|
| 1. I principi di fondo della disciplina speciale delle società quotate | 37 |
| 2. La parasocialità: identificazione della fattispecie tracciata dal T.U.F. | 39 |
| 2.1. AMBITO SOGGETTIVO DI APPLICAZIONE..... | 42 |
| 2.2. AMBITO OGGETTIVO DI APPLICAZIONE..... | 46 |
| 3. La disciplina: la ricerca di un punto di equilibrio | 49 |

| | |
|--|----|
| 3.1. LA <i>DISCLOSURE</i> DEI PATTI E L'INOSSERVANZA DEGLI OBBLIGHI DI LEGGE: IL CUORE DELLA DISCIPLINA..... | 52 |
| 3.1.1. I profili sanzionatori..... | 53 |
| 3.2. LA DURATA DEL PATTO E IL DIRITTO DI RECESSO..... | 61 |

CAPITOLO III: FRA OPA E PATTI PARASOCIALI

| | |
|---|--------|
| 1. Il peso dei patti parasociali sul controllo societario | 66 |
| 2. Obblighi di offerte di acquisto | 70 |
| 3. I patti parasociali come possibile mezzo di elusione degli obblighi imposti <i>ex lege</i> | 74 |
| 4. Il caso Moncler: il cambio di controllo della quotata come presupposto sostanziale per il sorgere dell'obbligo solidale di OPA | 78 |
| 5. Il caso Alerion: una “guerra” a suon di OPA | 81 |
| Conclusioni..... | 86 |
| Bibliografia..... | 88 |

Introduzione

Il tema dei patti parasociali, per quanto ampiamente dibattuto nel corso dell'ultimo secolo, offre spunti di riflessione e di approfondimento di grande interesse ed attualità in relazione anche alla maggiore complessità ed al magmatico sviluppo negli ultimi trent'anni dei mercati di capitali.

Di tale complessità il legislatore ha preso atto intervenendo, a partire dalla fine degli anni Novanta, con il pieno riconoscimento normativo dei patti parasociali, riconoscimento dalla portata non trascurabile ove si consideri che, per diversi decenni, la giurisprudenza era stata rigorosamente contraria alla ammissione della legittimità di tale fenomeno.

Di fatto, i patti parasociali hanno costituito a partire dai primi anni del secolo scorso, e sempre con maggiore sofisticazione, uno strumento di eccezionale versatilità e funzionalità per incidere sul controllo dell'impresa e sulla stabilità degli assetti proprietari, e non solo.

Ne è derivata, in un contesto di globalizzazione e di intensificazione della competitività dei mercati, la necessità di contemperare l'interesse alla stabilità degli assetti proprietari, con la crescente esigenza, riscontrata in particolar modo per le imprese di medio-grandi dimensioni, e segnatamente, tra queste, di quelle che ricorrono al mercato dei capitali, di promuovere un certo dinamismo nella *governance* societaria e una "sana" contendibilità del controllo. Su tale aspetto si inserisce l'esigenza di tutela del mercato nella raccolta dei capitali di rischio e la necessità di *disclosure* riferita a tutte le informazioni societarie, qualificanti per una consapevole scelta di investimento da parte dei risparmiatori e degli operatori finanziari. Della disciplina e del contemperamento di questi aspetti, tutti ugualmente meritevoli di attenzione e di tutela, si è fatto carico il legislatore nella redazione del TUF.

Il presente lavoro si pone l'obiettivo di esaminare la disciplina dei patti parasociali nella sua evoluzione normativa e le principali questioni che nel tempo hanno sollecitato il dibattito sull'argomento.

Nel primo capitolo ci si soffermerà sulla disciplina generale, partendo dalla sua genesi ed esaminando, uno ad uno, i vari elementi di un fenomeno che si caratterizza di certo più per eterogeneità che per tipicità e per il quale, dunque, appare complesso procedere con un approccio definitorio e classificatorio.

Nel secondo capitolo si affronterà la disciplina speciale per le società quotate introdotta dal Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, con particolare *focus* sulle previsioni di cui agli artt. 122 e 123.

Nel terzo capitolo si procederà ad approfondire il peso dei patti parasociali sul controllo societario e l'impatto degli obblighi di OPA esaminando due casi che hanno dato luogo a considerazioni e conclusioni differenti.

La finalità del lavoro è quella di dare una lettura quanto più esaustiva, benché esente da ambizioni di completezza, del fenomeno dei patti parasociali, dell'evoluzione giurisprudenziale e normativa, e dei principali aspetti sui quali si è focalizzato l'interesse del dibattito dottrinario relativo a questo strumento, usato ed abusato, la cui versatilità ed eterogeneità conosce ben pochi concorrenti nel diritto societario.

CAPITOLO I

I PROFILI GENERALI DEI PATTI PARASOCIALI

SOMMARIO: 1. La natura giuridica. – 1.1. La genesi della “para-socialità”. – 1.2. Contratto societario e patti parasociali: collegamenti e interferenze. – 1.3. L’atipicità delle pattuizioni parasociali e il controllo di meritevolezza. – 2. Nozione ed elementi dei patti parasociali. – 2.1. La natura. – 2.2. La forma. – 2.3. Una combinazione dualistica di fattori. – 2.3.1. L’oggetto. – 2.3.1.1. Un tentativo di classificazione. – 2.3.2. La causa. – 2.4. Le parti. – 2.4.1. La trasmissibilità della qualità di parasocio. – 3. L’efficacia dei patti parasociali e le forme di tutela. – 3.1. L’efficacia obbligatoria dei patti. – 3.2. Strumenti per garantire l’adempimento. – 3.3. I rimedi giudiziali contro l’inadempimento.

1. *La natura giuridica*

1.1. *La genesi della “para-socialità”*

Una nozione legislativa di “patto parasociale” non esiste.

La locuzione nominale “patto parasociale” fece ingresso nella letteratura giuridica con l’autorevole Giorgio Oppo che introdusse per primo l’argomento nella sua opera monografica¹ del 1942. L’obiettivo che l’autore si prefissava di raggiungere mediante l’uso di questa inedita² espressione era di descrivere un fenomeno opaco e variegato assai diffuso nella vita societaria. Tale obiettivo può considerarsi raggiunto con straordinario successo se si considera che l’espressione coniata dal giurista più ottant’anni fa si trova oggi collocata, tra l’altro, in rubrica della Sezione III-*bis* del Capo V, Titolo V, Libro Quinto del Codice civile, dei due articoli³ che la compongono, dell’art. 122 del TUF e nel testo di numerose altre disposizioni.

La ragione della graduale e definitiva affermazione di questa terminologia sta nella sua capacità di condensare solamente in due parole un fenomeno dalla formidabile⁴ ampiezza ed

¹ G. OPPO, *Contratti parasociali*, Milano, 1942, ripubblicato in *Scritti giuridici*. vol. II. *Diritto delle società*, Padova, 1992.

² L’uso di questo aggettivo è supportato da quel «battezzò» cui V. DONATIVI, *Patti parasociali*, Torino, 2022, p. 2 s. ricorre per evidenziare la novità assoluta della terminologia introdotta da Giorgio Oppo con «quella che sarebbe stata la prima (e per lungo periodo anche l’unica) opera monografica in argomento».

³ Si fa qui riferimento agli articoli 2341-*bis* e 2341-*ter*; nel primo la locuzione è presente solo in rubrica, nel secondo anche nel testo normativo.

⁴ Dal latino *formidabilis*, der. di *formidare* “temere, spaventarsi”. Il polimorfismo del fenomeno parasociale deve aver “intimorito” il legislatore storico, che, come si dirà appresso, decise di non dettare una disciplina sui patti parasociali nel Codice civile del 1942: infatti, nella *Relazione al Codice civile*, sub § 972, si legge che proprio «la molteplicità delle situazioni di cui si sarebbe dovuto tenere conto ha sconsigliato un intervento legislativo in materia di sindacati azionari».

eterogeneità⁵, attraverso il quale i soci mirano a regolare «al di fuori dell'atto costitutivo (...) il loro comportamento nella società o verso la società»⁶.

Nonostante il polimorfismo del fenomeno, la caratteristica distintiva dei patti parasociali è quella di regolare situazioni giuridiche nascenti dal contratto societario, rimanendo distinti e al di fuori rispetto ad esso.

Della simultanea esistenza di una distinzione e di un collegamento tra sociale e parasociale scrivono vari autori, tra cui proprio Giorgio Oppo: «Il senso del parasociale è appunto questo: un senso di separazione dal regolamento legale e statutario del rapporto sociale, ma anche un senso di coesistenza, di affiancamento, di collegamento con quel rapporto»⁷. È proprio il prefisso “*para-*”⁸ a conferire una particolare sfumatura semantica alla locuzione nominale, delineando un fenomeno che, appunto, si affianca al rapporto sociale, con contorni indiscutibilmente sbiaditi.

Se l'origine “etimologica” del fenomeno è riconducibile a Giorgio Oppo, l'insorgere dello stesso è ancora più risalente nel tempo.

Già nella seconda metà degli anni Venti dello scorso secolo iniziava infatti a diffondersi, nella realtà economico sociale, l'esigenza del controllo societario attraverso appositi accordi che consentissero di assicurare agli azionisti di riferimento, nell'ambito di rilevanti operazioni di costituzione e ristrutturazione che interessarono all'epoca alcuni importanti gruppi bancari e societari del Paese⁹, la stabilità dei pacchetti di controllo ed il rafforzamento dei rapporti di collaborazione e di coordinamento nella gestione delle imprese coinvolte.

I primi interventi dottrinari in materia riguardarono quindi la questione del riconoscimento della validità di alcuni tra i più ricorrenti accordi, con l'obiettivo di sollecitare un intervento legislativo che risolvesse il problema della non pacifica liceità degli accordi parasociali, o di alcune tipologie di essi, e, in particolare, dei cd. sindacati di voto.

L'auspicato intervento legislativo venne volutamente omissivo in sede di redazione del Codice civile del 1942, e la ragione di tale scelta appare riconducibile, in un contesto di estrema

⁵ Un'eterogeneità tale da aver indotto una parte della dottrina a pensare che fosse pressoché impossibile ricondurre il fenomeno dei patti parasociali ad unità; si veda, in particolar modo, la posizione di L. FARENGA, *I contratti parasociali*, Milano, 1987, p. 4 e p. 265, in cui egli sostiene che, per quanto l'espressione coniata da G. Oppo sia estremamente incisiva, essa «nasconde alle proprie spalle una realtà in cui si riscontrano fattispecie difficilmente riconducibili ad un fenomeno omogeneo e, pertanto, inadatta a rappresentare una categoria giuridica», e, ancora, che «Il fenomeno si presenta estremamente eterogeneo e variegato, risultando idoneo a ricomprendere qualsiasi situazione negoziale che implica in qualche modo atti di disposizione di diritti derivanti dalla partecipazione ad una società».

⁶ F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale, 2. Diritto delle società*, Torino, 1995, p. 47.

⁷ G. OPPO, *Le convenzioni parasociali*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1987, p. 541

⁸ Dal greco *παρά-*, elemento compositivo che rappresenta la preposizione *παρά* «presso, accanto, oltre, ecc.».

⁹ Ci si riferisce ai tentativi di “scalata” che interessarono, in quegli anni, la Banca Commerciale Italiana ad opera dei Perrone dell'Ansaldo e il Credito Italiano da parte degli Agnelli e di Gualino. In quelle occasioni furono stipulati degli accordi per assicurare alle due banche la stabilità dei “pacchetti” di controllo

eterogeneità delle situazioni potenzialmente coinvolte, alla difficoltà di dare una disciplina unitaria al fenomeno e alla opportunità che la valutazione circa la meritevolezza di tutela delle stesse venisse effettuata nel caso concreto.

Mentre la dottrina ha sempre manifestato un certo *favor* verso il riconoscimento della liceità dei patti parasociali, ritenendo degne di accoglimento le esigenze pratiche che erano alla base della diffusione degli stessi, la giurisprudenza è stata, invece, all'inizio e per un lungo periodo, fermamente ed aprioristicamente contraria all'ammissione di tali pattuizioni, con un orientamento fortemente negazionista, in particolare riguardo ai sindacati di voto, nei confronti dei quali l'atteggiamento preclusivo era legato ai rischi di aggiramento della disciplina codicistica in merito al funzionamento degli organi societari, e, nello specifico, al funzionamento dell'organo assembleare; nelle varie occasioni di pronunciamento sulla materia, la Corte di Cassazione ha sempre ribadito l'inderogabilità delle disposizioni che salvaguardano gli interessi fondamentali della società¹⁰.

Al di là dei giudizi di valore o di disvalore del fenomeno, certamente suscettibile di introdurre significative deviazioni dallo schema societario tipico e dal suo normale governo e funzionamento, la realtà dei patti parasociali ha comunque continuato a diffondersi nel sistema economico, imponendosi prepotentemente e definitivamente all'attenzione del legislatore alla fine del secolo scorso.

Le disposizioni normative che per prime hanno fatto espresso riferimento al controllo da accordi parasociali sono la Legge del 5 Agosto 1981 n. 416 (Disciplina delle imprese editrici e provvidenze per l'editoria) e la Legge 6 Agosto 1990 n. 223 (Disciplina del sistema radiotelevisivo pubblico e privato), che trattarono la questione imponendo, nella sostanza, in capo ai pattisti, obblighi di comunicazione. Seguirono una fitta serie di disposizioni settoriali che presero in considerazione il fenomeno, rendendo necessaria, di lì a poco, una disciplina organica e sistematica dello stesso, alla quale si pervenne definitivamente con l'elaborazione del TUF e con la riforma delle società di capitali attuata nel 2003.

1.2. *Contratto societario e patti parasociali: collegamenti e interferenze*

Le pattuizioni parasociali trovano il loro elemento distintivo nell'essere per struttura e funzione esterni e separati dal contratto di società¹¹.

¹⁰ Cass. 18 Gennaio 1988, n. 326; Cass. 17 Aprile 1990, n. 3181, in *Dir. prat. comm.* 1990, 2256

¹¹ Si tratterebbe allora di «accordi accessori al contratto di società che regolamentano una situazione giuridica (...) derivante da quel contratto: e la regolamentano sul piano interindividuale del rapporto tra determinati soci o tra determinati soci e terzi non già sul piano sociale del rapporto corporativo tra gli indeterminati soci, presenti e futuri, della società» (G.A. RESCIO, *I sindacati di voto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, Torino, 1994, III, I, p. 503).

Eppure, esistono non pochi casi, specialmente quando vi è una coincidenza di elementi soggettivi¹² e oggettivi¹³, in cui non è di così immediata e chiara individuazione la linea di demarcazione tra patti sociali e parasociali.

Al fine di limitare l'incertezza che si verrebbe a creare in tali situazioni e che si ripercuoterebbe indirettamente sull'applicazione della corrispondente disciplina, soccorrono dei peculiari criteri distintivi individuati dalla dottrina.

Il primo di questi criteri, quello formale, incentra la distinzione sull'«inserimento oppure no nel documento costitutivo della società, e, di conseguenza, la partecipazione a quel procedimento di omologazione-iscrizione cui si deve la rilevanza dell'organizzazione societaria»¹⁴. È tuttavia abbastanza pacifica l'inadeguatezza di questo criterio soprattutto con riferimento alle società semplici, dove il contratto sociale ha libertà di forma, alla stregua dei patti parasociali, e, pertanto, quand'anche una pattuizione fosse inserita in statuto, della stessa non si avrebbe immediata evidenza.

E, infatti, ad iniziare a far vacillare questo criterio, dopo la riforma del 2003, è stato proprio chi mirava a sostenerlo, con la puntualizzazione che «tutte le clausole statutarie rimarranno sottoposte al diritto societario» «a meno che non riguardino i soci come terzi»¹⁵. Pertanto, un altro criterio pone il suo *focus*, al di là della collocazione delle previsioni nel contratto sociale o meno, sull'oggetto delle stesse. In sostanza, si tratta di chiedersi se le questioni disciplinate nelle clausole statutarie ineriscano all'organizzazione sociale o se, piuttosto, si limitino a perseguire interessi particolari dei singoli soci. Allora, nel primo caso non potrebbe trattarsi di pattuizioni parasociali, mentre, nel secondo caso, la mancanza della natura organizzativa della clausola, le conferirebbe connotati parasociali.

Un ulteriore criterio distintivo, il cosiddetto criterio della “direzione del vincolo”¹⁶, è stato elaborato da Giorgio Oppo e soppiantato dallo stesso autore a distanza di cinquant'anni con il criterio della “volontà delle parti”. Mentre il primo criterio attribuiva rilevanza alla efficacia del vincolo distinguendo i casi in cui questa fosse limitata ai soli soci e agli organi sociali o estesa anche alla società, il secondo prevede che per determinare la corretta collocazione del

¹² Ci si riferisce qui al fatto che, qualora i partecipanti al patto parasociale siano perfettamente coincidenti con gli stipulanti il contratto di società, sarebbe meno agevole identificare il confine tra le due sfere (sociale e parasociale).

¹³ Nel caso in cui l'oggetto del patto parasociale sia potenzialmente idoneo ad entrare in un contratto di società, o, ancora, il contenuto del patto miri a modificare il patto sociale, sarebbe cosa non facile discernere il parasociale dal sociale.

¹⁴ C. ANGELICI, *La costituzione della società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di P. Rescigno, Torino, 1985, XVI, II, p. 233.

¹⁵ R. COSTI, *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 203.

¹⁶ Tale criterio avrebbe previsto che, se il vincolo obbligatorio scaturente dal contratto parasociale avesse esteso la sua efficacia anche ai rapporti tra soci e società, e non solo tra i soci, allora, non si sarebbe potuto trattare di sfera parasociale, e si sarebbe ricaduti direttamente nel sociale. Il criterio è evidentemente problematico se si considerano i patti parasociali i cui effetti ricadono sulla società stessa.

patto nel sociale o nel parasociale, qualora entrambe le collocazioni siano possibili, bisogna indagare la volontà dei partecipanti al patto¹⁷; il ricorso al patto parasociale sarebbe, quindi, una specifica scelta effettuata dai soggetti stipulanti di collocare i loro accordi, appunto, all'esterno della sfera sociale¹⁸.

Ma i patti parasociali hanno proprio la finalità ultima di influire sui diversi ambiti della vita sociale, regolando il comportamento dei soci e direzionandolo, puntando in tal modo a condizionare le decisioni *ab externo*.

Se, inizialmente, l'elemento qualificante sembrava essere essenzialmente uno, l'estraneità, emergeva un secondo elemento intrinseco nella natura dei patti parasociali, il collegamento logico e giuridico con i patti sociali.

Questo rapporto di collegamento, anche meramente accessorio¹⁹, tra le sfere del sociale e del parasociale, oggi perlopiù²⁰ indiscusso, non è stato nel passato esente da dure critiche ad opera della giurisprudenza di merito, che si limitava a individuare un rapporto di correlazione puramente economica²¹. Il primo timido riconoscimento di un collegamento accessorio è avvenuto negli Anni Sessanta per mezzo alla giurisprudenza di legittimità²²; riconoscimento divenuto decisamente più convinto dagli Anni Settanta, quando si affermò che «la stipulazione dell'atto costitutivo e del regolamento statutario dei rapporti sociali viene accompagnata, mediante apposite e distinte stipulazioni, dalla formazione di accordi

¹⁷ Il criterio in esame ha visto il favore di G.A. RESCIO, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 640, il quale afferma che la distinzione in questione «va desunta (...) dalla volontà delle parti di attribuire o no al patto natura sociale, di renderlo cioè vincolante per i soci *uti socii* e quindi per chiunque si trovi ad essere socio», e il disfavore di una parte della dottrina, la quale ritiene che affidarsi all'autonomia delle parti e alla loro volontà genera grande incertezza giuridica.

¹⁸ Anche tale criterio non trova pieno accoglimento ove si consideri l'incertezza derivante da una eventuale esigenza di indagine *ex post* avente ad oggetto la volontà dei soggetti contraenti.

¹⁹ Come rilevato da V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 6 s., un qualsiasi patto parasociale non avrebbe ragione di esistere se non ci fosse un rapporto sociale sottostante, su cui il primo mira ad esercitare una certa influenza. Proprio per questo è difficile ignorare che esista un collegamento quantomeno funzionale unilaterale a connettere il parasociale al sociale. La pensano così anche P. DIVIZIA, *Circolazione della partecipazione sociale e limiti soggettivi di efficacia dei patti parasociali*, in *Scritti in memoria di Vittorio Sgroi*, Milano, 2008, p. 619, che trova innegabile che tra le sfere del sociale e del parasociale «intercorra un rapporto di collegamento che, in questa fase di indagine, può essere definito, di mera accessorialità».

²⁰ Un esempio di voce fuori dal coro è C. ANGELICI, *Sulla inscindibilità della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I, p. 232 che, per quanto individui le due caratteristiche fondamentali dei patti parasociali, che «da un lato debbono essere distinti dall'atto costitutivo, in particolare poiché manca ad essi la sua caratteristica portata organizzativa; dall'altro sono con esso collegati, svolgendo una funzione accessoria e servendo a consentire alle parti un'ulteriore utilizzazione (per lo più "atipica") dell'organizzazione societaria», riscontra un collegamento certo sul piano economico (*ivi*, p. 234) e incerto su quello tecnico-giuridico (*ivi*, p. 235). Secondo altra parte della dottrina, poi, non sussisterebbe nemmeno una vera e propria distinzione tra patti sociali e parasociali, dal momento che questi ultimi non godrebbero di una loro autonomia vera e propria, ma racchiuderebbero al loro interno un complesso di clausole ulteriori e aggiuntive rispetto ai primi: si veda in particolare la posizione di L. FARENGA, *I contratti parasociali*, cit., p. 255 ss. che ritiene che «i contratti parasociali in senso stretto, attuando una modificazione del contratto di società attraverso l'inserzione di una struttura procedimentale in aggiunta a quella disciplinata dal contratto di società stesso, difettano di una propria autonomia negoziale».

²¹ Cfr. App. Roma 8 maggio 1962, in *Giur. it.*, 1962, p. 707.

²² Cfr. Cass. civ. 29 gennaio 1964, n. 234, in *Giust. civ.*, I, p. 524.

individuali tra i soci (...) collegati funzionalmente (sul piano economico e giuridico) alla vita della società, anche per essere la loro efficacia condizionata la costituzione di questa»²³.

Non mancano, poi, manifestazioni di interferenza e di condizionamento bidirezionale tra i piani del sociale e del parasociale.

Difficilmente dubitabile è l'incidenza del sociale sul parasociale. È pacifico che un patto parasociale non ha più ragione di esistere al venire meno dell'ente sociale, ovvero del rapporto principale cui il patto si lega secondo un rapporto di accessorietà.

Già più controverse sarebbero le ricadute sul parasociale di cambiamenti meno drastici²⁴ dell'esperienza sociale. In tal caso, gli effetti di determinati eventi sul contratto parasociale non sarebbero univoci: essi dipenderebbero, *in primis*, dalla presenza in tali patti di eventuali specifiche disposizioni, che regolino certe situazioni prima del loro verificarsi, e, in secondo luogo e in mancanza delle prime, dai connotati specifici del patto e «dall'applicazione del fondamentale canone d'interpretazione ed esecuzione secondo buona fede»²⁵.

Altri riflessi del sociale sul parasociale si manifestano, in particolar modo, in tema di offerte pubbliche di acquisto o di scambio, laddove, in particolare per le società quotate, viene introdotta con l'art. 104-*bis* del TUF la cosiddetta regola di neutralizzazione, avuto riguardo, *inter alia*, alle limitazioni al trasferimento di titoli, nonché quelle relative al diritto di voto, previste nello statuto o da patti parasociali.

È, inoltre, previsto dall'art. 123, comma 3, TUF il diritto di recesso *ad nutum* dai patti da parte dei paciscenti «che intendano aderire a un'offerta pubblica di acquisto o di scambio promossa ai sensi degli articoli 106 o 107».

Per converso, la rilevanza del parasociale sul sociale è di tutta evidenza nella disciplina delle modalità²⁶ di adempimento degli obblighi informativi ai sensi dell'art. 2341-*ter* e le sanzioni²⁷ previste dagli artt. 122, comma 4, TUF e 2341-*ter*, comma 2, c.c., derivanti dall'inosservanza delle regole pubblicitarie/informative.

L'eterogeneità del fenomeno dei patti parasociali e la suscettibilità degli stessi di spiegare molteplici effetti, ben oltre la sfera giuridica dei contraenti, ma anche, evidentemente, sulla

²³ Cfr. Cass. civ. 17 dicembre 1975, n. 4143, in *Giur. it.*, 1977, I, p. 978.

²⁴ Tra i quali possono, in maniera non esaustiva, essere annoverati la trasformazione societaria, la modifica dell'oggetto sociale, fusioni e scissioni.

²⁵ R. RORDORF, *Contratto e società*, in *Trattato del contratto*, a cura di V. Roppo, vol. 6: *Interferenze*, Milano, 2006, p. 810, il quale puntualizza che, in una tale situazione, occorrerà valutare la possibilità o meno di preservare la continuità del patto, nonostante sia mutato il rapporto principale su cui esso si fonda.

²⁶ La previsione normativa coinvolge la società, e, in particolare, le società ad azionariato diffuso, che diventano destinatarie della comunicazione in assemblea e che devono provvedere alla trascrizione del verbale e depositare quest'ultimo presso l'ufficio del registro delle imprese.

²⁷ L'omessa osservanza degli adempimenti previsti comporta, sia nelle società quotate, sia in quelle ad azionariato diffuso, la sospensione del diritto di voto delle persone che aderiscono al patto e l'annullabilità della deliberazione assembleare adottata con il contributo determinante dei voti non esercitabili.

vita e sull'organizzazione della società, soggetto giuridico terzo e tendenzialmente estraneo alle pattuizioni, impongono riflessioni ed approfondimenti.

La conseguenza di tutto ciò è la complessità dei «tradizionali controlli di causalità, liceità e meritevolezza, cui i patti vanno sottoposti, i quali da un lato risentono delle relazioni con i canoni di ordine pubblico economico che presidiano il diritto delle società e dall'altro vanno coordinati col principio di tipicità delle società»²⁸.

1.3. *L'atipicità delle pattuizioni parasociali e il controllo di meritevolezza*

Come precedentemente affermato, non vi è nel testo normativo una vera e propria nozione legislativa di «patto parasociale».

La scelta da parte del legislatore di non fornire una definizione generale, una regolamentazione pienamente esaustiva del fenomeno parasociale è derivata dalla concreta difficoltà di individuare elementi strutturali potenzialmente unificanti di una vasta molteplicità di configurazioni possibili. Pertanto, ciò che si riscontra è la mera presenza della menzione di alcune tipologie di patti e della prescrizione di alcune regole. Al riguardo è stato osservato che «le norme in questione appaiono strutturate come *norme parzialmente in bianco*, completabili mediante ricorso alla realtà economico-sociale», sicché tale impostazione «permette di esplicitare ciò che dalle norme è solo parzialmente espresso e di far emergere ciò che è del tutto inespresso»²⁹.

Si può dunque osservare che tali accordi trovino la loro ragion d'essere nell'inadeguatezza dei mezzi giuridici tipici previsti dalla legge di fronte a situazioni peculiari e ad esigenze in costante evoluzione e sempre più complesse.

L'attenzione che la legislazione ha prestato, e presta, a tali patti fa sì che ciascuno di essi costituisca un accordo atipico, non suscettibile di una diretta applicazione della disciplina di un tipo contrattuale specifico.

Il carattere atipico dei patti parasociali comporta la loro sottoposizione al controllo di meritevolezza³⁰ previsto nell'art. 1322, comma 2. La verifica di tale aspetto va effettuata sul caso concreto e sulle previsioni del patto con riferimento in particolare agli interessi che i paciscenti intendono perseguire.

²⁸ C. D'ARRIGO - L. DELLI PRISCOLI - A. PERRINO - G. ROMANO, *Partecipazioni sociali e strumenti di finanziamento. Recesso e patti parasociali*, Milano, 2019, p. 495.

²⁹ V. CARIELLO, «Controllo congiunto» e accordi parasociali, Milano, 1997, p. 31

³⁰ È necessario che il controllo di meritevolezza delle pattuizioni sia sempre eseguito; esso non deve essere assorbito dal controllo di liceità. Sulla diversità tra i due tipi di controlli si può dire che il controllo di liceità tenta di contrastare i contratti contrari alle regole dell'ordine giuridico, verificandone la causa concreta, mentre il controllo di meritevolezza si focalizza sullo schema astratto del contratto ideato dagli stipulanti e sulla sua appropiatezza ad assurgere a canone di regolamentazione.

In sostanza, si tratta di accertarsi che i patti, che non appartengono a tipi disciplinati dalla legge, «siano diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico».

Il fatto che i patti parasociali siano accordi accessori al contratto tipico per antonomasia, quello sociale, anziché essere un elemento a favore del superamento del controllo di meritevolezza da parte dei suddetti patti, andrebbe, piuttosto, ad incrementare i problemi; infatti, occorrerebbe eliminare ogni timore sulla possibilità da parte dei contratti parasociali di rappresentare un mezzo di elusione di quanto previsto dalla legge in merito ai vari e specifici tipi di società³¹.

Il motivo dell'acclarata avversione, che la giurisprudenza ha mostrato per non poco tempo nei confronti di taluni patti parasociali assai diffusi nella prassi, è riconducibile proprio ad una sostanziale preclusione in ordine alla possibilità di derogare pattiziamente alle norme stabilite dalla legge relativamente alle società, anche in una logica di tutela dei terzi che si interfacciano con la società stessa³².

Oggi, nonostante permanga in alcuni il timore che i patti parasociali possano, in qualche modo, “raggirare” le previsioni legislative in tema di società, la situazione è profondamente cambiata, sia dal punto di vista normativo³³ che giurisprudenziale³⁴.

Resta il fatto che, mediante tali accordi, le parti disegnano un modello societario diverso da quello tipicizzato nel Codice civile; gli stessi, a volte vincolanti più da un punto di vista morale che giuridico, rappresentano comunque uno strumento di eccezionale funzionalità alla

³¹ Sul punto occorre sempre tenere a mente l'art. 2249 c.c., il quale prevede delle limitazioni alla scelta del tipo di società per coloro che andranno a svolgere l'esercizio di una attività di natura commerciale: infatti, le società che hanno ad oggetto tale attività devono costituirsi strettamente secondo uno dei tipi regolati dal legislatore, al fine di tutelare al meglio i soggetti terzi.

³² Se è vero che l'art. 1322, già citato, ha il suo punto focale nell'autonomia contrattuale, è altrettanto vero che l'art. 2249 ribalta il principio dell'autonomia a vantaggio di quello della tipicità delle società. La *ratio* del rovesciamento operato da parte del legislatore è da ricercare principalmente nel fatto che le società sono persone giuridiche che prevedono l'interazione con terzi, soggetti la cui tutela l'ordinamento antepone all'autonomia negoziale.

In un contesto di questo tipo, i patti parasociali nascono per mitigare la scarsissima flessibilità dei tipi legali previsti per le società (in particolare per quelle di capitali). L'alone di riservatezza che inizialmente ha contraddistinto le pattuizioni parasociali ha provocato quello che per lungo tempo è stato un orientamento giurisprudenziale sospettoso. In sostanza, «essi apparivano anche (se non soprattutto) concepiti come strumenti per realizzare, in ambito «parasociale», quel che alla luce del sole, nell'area del «sociale», la rigida struttura tipologica non avrebbe invece consentito» (R. RORDORF, *Contratto e società*, in *Trattato del contratto*, a cura di V. Roppo, vol. 6: *Interferenze*, cit., p. 781.).

³³ Sul profilo normativo si è assistito a un implicito riconoscimento dell'esistenza dei patti parasociali da parte del legislatore, il quale, a seguito della grande diffusione di tali pattuizioni, verso la fine del Novecento ne fece esplicito riferimento in numerose leggi speciali.

Ma per una più minuziosa disanima dell'*iter* regolamentare sul tema si veda G. RIOLFO, *I patti parasociali*, Padova, 2003, p. 123 ss.

³⁴ Dopo i significativi segnali normativi, anche la giurisprudenza ha dovuto prendere atto del fenomeno, per poi impegnarsi a difendere il corretto funzionamento dell'organo assembleare.

realizzazione dell'attività comune e al compimento di rilevanti operazioni societarie, nonché alla composizione di conflitti d'interesse.

Non rimane, a questo punto, che indagare e cercare di comprendere appieno gli elementi caratterizzanti del fenomeno parasociale.

2. *Nozione ed elementi dei patti parasociali*

L'esigenza di elaborare una nozione che qualifichi dei patti come parasociali non si è avvertita in modo particolare finché non sono stati stabiliti dal legislatore obblighi di *disclosure* e limiti di durata per tali pattuizioni³⁵.

La successiva diffusione del fenomeno ha portato taluno ad affermare «che nessuna società potrebbe funzionare con regolarità senza l'intervento di tali trattative e componimenti negoziali raggiunti dai soci al di fuori degli schemi societari, in merito alla realizzazione dell'attività comune»³⁶, sicché è risultato indispensabile fornirne una definizione.

Al fine di superare la manifesta complessità che caratterizza tale categoria contrattuale, appare conveniente delinearne una nozione in modo progressivo, elemento per elemento, frammento per frammento.

2.1. *La natura*

Il termine “Patto”, secondo il vocabolario Treccani è sinonimo di accordo. Pertanto, il patto parasociale è un accordo.

Volendo approfondire il significato di tale termine, si può dire che, in generale, esso è l'incontro di volontà tra due o più parti che stabiliscono un certo comportamento da tenere nel reciproco interesse, al fine di raggiungere uno scopo comune. In punto di diritto il significato che tale vocabolo può assumere è quello di incontro di consensi fra due o più parti volto al perfezionamento di un negozio giuridico, o, più in particolare, di un contratto³⁷.

³⁵ Anche a seguito di tale momento molti continuarono a mostrare un atteggiamento che tendeva a sminuire un fenomeno che pian piano avrebbe acquisito sempre maggiore rilevanza nella vita societaria. A conferma di quanto appena detto, è utile ricordare l'art. 2, comma 5, legge 5 agosto 1981, n. 416, «Nel caso di accordi parasociali o di sindacati di voto fra soci di società titolari di testate di giornali quotidiani, che ne consentano il controllo, coloro che stipulano l'accordo o partecipano alla costituzione del sindacato hanno l'obbligo di effettuare la comunicazione di cui al primo comma», e il commento che fece G. SANTONI, *Patti parasociali*, Napoli, 1985, p. 236. Quest'ultimo riteneva assolutamente trascurabile la fattispecie considerata e non reputava rilevante il problema della corretta identificazione delle pattuizioni al fine dell'applicazione della relativa disciplina.

³⁶ G. SANTONI, *Patti parasociali*, cit., p. 2.

³⁷ www.treccani.it/vocabolario/accordo/

In virtù di quanto appena detto, si può affermare che dai patti parasociali, proprio in quanto accordi, è possibile che sorgano sia vincoli giuridici, qualora si configurino come autentici contratti, sia di vincoli meramente morali, quando non assumano una vera e propria connotazione formale.

A confermare la precedente affermazione, vi è il pensiero di chi ritiene che si possano senz'altro ricomprendere tra le possibili configurazioni che assumono i patti parasociali i *gentlemen's agreements*³⁸⁻³⁹. E tuttavia, a voler aderire a quanto appena esposto, si creerebbero delle contraddizioni riguardanti l'applicabilità della disciplina in tema di patti parasociali anche ad accordi che, a ben vedere, non assumono affatto una veste giuridica. Ma tale contraddizione sarebbe solo apparente. Se alcune disposizioni, come quelle in tema di durata (artt. 2341-*bis* c.c. e 123 TUF), sembrano mal conciliarsi con patti che non abbiano natura contrattuale, e, se fissare un limite temporale a tali accordi e attribuire un diritto di recesso potrebbe non essere pienamente compatibile a livello giuridico, sarebbe tuttavia irragionevole negare al pattista la legittima liberazione da quel vincolo. Ciò perché esso, anche se meramente morale, può comunque dar luogo ad obblighi risarcitori qualora non si rispetti il fondamentale principio di correttezza e buona fede; anche tale tipologia di pattuizione è, quindi, idonea a produrre condizionamenti morali e ripercussioni sul piano giuridico.

D'altronde, anche la legge *antitrust* ha optato per l'uso di termini dalla portata estensiva quando ha statuito con l'art. 2 della legge 10 ottobre 1990, n. 287 che le intese sono «gli accordi e/o le pratiche concordate tra imprese nonché le deliberazioni, anche se adottate ai sensi di disposizioni statutarie o regolamentari, di consorzi, associazioni di imprese ed altri organismi similari». Difatti si nota qui il preciso intento di allargare il raggio di applicazione della disciplina, facendo leva sul termine “accordo” e non “contratto”. Tale propensione “estensiva” si inserisce perfettamente nella *ratio* della disciplina, che evidentemente si propone di ricomprendere anche quegli accordi che possono influire in modo significativo sulle parti, pur non avendo una connotazione puramente giuridica.

Infine, è necessario precisare che la suddetta portata estensiva si ferma quando incontra il limite del parallelismo di comportamenti: infatti, l'intento legislativo non è quello di estendersi anche a tali fattispecie, che ricorrono in quelle situazioni in cui due o più parti si

³⁸ Il *gentlemen's agreement*, in italiano "accordo tra gentiluomini", è un patto verbale o informale tra due o più parti che si basa sulla fiducia e sulla parola data piuttosto che su una scrittura formale o su un contratto giuridicamente vincolante. Solitamente, questo tipo di accordo viene stabilito tra coloro che desiderano regolare una determinata questione senza dover ricorrere a documenti ufficiali. Non essendo vincolante dal punto di vista giuridico, il *gentlemen's agreement* è basato unicamente sulla buona fede e sulla reputazione delle parti coinvolte.

³⁹ L'inclusione dei *gentlemen's agreements* tra i patti parasociali viene supportata da L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'opa obbligatoria*, Bologna, 2002, p. 108 s. il quale, sulla scorta delle affermazioni di A. VIANDIER, *OPA, OPE et autres offres publiques*, Levallois, 1999, p. 238, ritiene che un patto tra gentiluomini rilevi ai fini del concerto, in quanto costituisce anch'esso una forma di pattuizione parasociale.

comportano in modo simile o seguono una strategia simile, più o meno consapevolmente, ma senza essersi accordate preventivamente tra di loro per farlo. Nel caso in cui non sia possibile riscontrare un comportamento concludente, che si riferisce a una serie di azioni o comportamenti tenuti da una persona che dimostrino in modo chiaro e inequivocabile la sua volontà di impegnarsi in un determinato rapporto giuridico in futuro, sarebbe esagerato estendere il fenomeno parasociale fino ad includere anche il mero parallelismo di comportamenti.

2.2. *La forma*

Le convenzioni parasociali non sono sottoposte a specifici requisiti formali. Si tratta, pertanto, di accordi a forma libera. Una tale tipologia di accordo permette alle parti coinvolte di negoziare e concordare liberamente le condizioni e i termini dell'accordo stesso, senza dover seguire uno schema o un formato prestabilito.

In altre parole, l'accordo a forma libera non ha restrizioni sulle modalità di presentazione e sulle specifiche terminologie che devono essere utilizzate, ma permette alle parti di esprimersi in modo del tutto flessibile.

Con particolare riguardo ai patti parasociali, questa libertà di forma si esprime nella possibilità per le parti di stipulare il patto non solo per iscritto, ma anche verbalmente.

Pertanto, ci si potrebbe imbattere tanto in contratti parasociali stipulati mediante atto pubblico o scrittura privata autenticata, quanto in accordi parasociali conclusi oralmente o per *facta concludentia*⁴⁰.

L'assenza di formalità ai fini del perfezionamento dei patti è ormai pacifica e la ragione di questa convinta unità di vedute⁴¹ si fonda sul dato normativo⁴², nel quale è completamente assente la previsione di uno specifico requisito formale, e, anzi, ciò che si rinviene è la puntuale affermazione dell'irrilevanza della forma usata per la stipulazione del patto. Inoltre, non essendo possibile assimilare gli accordi parasociali alle tipologie di contratti

⁴⁰ Questa espressione si riferisce ad un comportamento di una persona che può essere considerato come una manifestazione inequivocabile di una sua intenzione di essere vincolato da un determinato accordo o negozio giuridico. In altri termini, il comportamento concludente è un'azione che indica la volontà di una persona di accettare le condizioni di un accordo, anche se non è stato sottoscritto un contratto formale o non ci sono stati accordi verbali espliciti.

⁴¹ Tanto la dottrina quanto la giurisprudenza concordano sul punto. Tra gli altri si ricordano L. LAMBERTINI, *I patti parasociali nella riforma societaria*, in D. CREMASCO - L. LAMBERTINI, *Governo delle imprese e patti parasociali*, Padova, 2004, p. 89; R. RORDORF, *Contratto e società*, in *Trattato del contratto*, a cura di V. Roppo, vol. 6: *Interferenze*, cit., p. 811; G. OPPO, *Contratti parasociali*, cit., p. 96; L. ABETE, *Patti parasociali e sindacati di voto*, in *Società*, 2006, p. 962; A. POMELLI, *Sub art. 122*, in AA. VV., *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, t. II, Torino, 2012, p. 1267.

⁴² Il riferimento diretto qui è agli artt. 2341-bis c.c. e 122, commi 1 e 5, TUF in cui si ripete l'espressione «in qualunque forma stipulati», come a ribadire l'indifferenza dell'ordinamento nei confronti di una specifica forma per le pattuizioni parasociali.

legislativamente cristallizzate, le quali potrebbero essere sottoposte a una precisa disciplina in termini di forma, gli stessi sarebbero immuni dal dover uniformarsi ad una particolare forma *ad substantiam*⁴³.

Fermo restando quanto appena detto, merita di essere ricordata la puntualizzazione secondo cui «la forma dei patti può essere orale e/o scritta (...) anche se gli obblighi di pubblicità implicano, in concreto, il ricorso ad una necessaria ricognizione scritta delle relative intese. Diversamente sarebbe impossibile il deposito del verbale assembleare contenente la trascrizione dei patti presso il registro delle imprese.»⁴⁴.

Inoltre, rimane il fatto che le parti possono aver scelto, mediante un accordo distinto, di vincolare l'esistenza del patto a una specifica forma *ab substantiam*⁴⁵, o che addirittura le decisioni riguardanti la forma dei patti parasociali siano racchiuse nell'atto costitutivo, ferma la possibilità di revocare tale convenzione.

Infine, esistono ulteriori⁴⁶ casi in cui potrebbe essere richiesta una determinata forma: al centro del dibattito vi sono le società quotate, in merito alle quali, in assenza di un chiaro dato normativo, ci si domanda se l'osservanza degli obblighi di *disclosure* previsti all'art. 122 TUF preveda il requisito della forma scritta *ad substantiam*, oppure se il patto rimanga comunque valido, anche in assenza di forma scritta, la quale rileverebbe solo come forma *ad regularitatem*⁴⁷.

2.3. Una combinazione dualistica di fattori

L'approccio al fenomeno dei patti parasociali non può prescindere dall'esame dei suoi elementi più qualificanti ed imprescindibili.

Si è già anticipato che, al fine di delineare i connotati dei patti parasociali, si procede passo dopo passo, scomponendo la vastità del fenomeno parasociale nelle sue parti elementari.

Avvicinandosi al cuore della definizione, è bene tener presente che la parte maggiormente caratterizzante dei patti non è ravvisabile in un solo elemento, bensì in due: l'oggetto e la causa. In pratica, un patto, per essere definito "parasociale", deve racchiudere in sé uno specifico oggetto e un determinato fattore causale.

⁴³ La forma *ad substantiam* è una specifica forma contrattuale che può essere prescritta dalla legge per rendere valido un contratto, cioè per dargli sostanza.

⁴⁴ A. GRIECO, *Patti parasociali e riforma societaria*, in *Giust. civ.*, 2003, II, p. 530.

⁴⁵ In tal caso opererebbe l'art. 1352 c.c. per cui «se le parti hanno convenuto per iscritto di adottare una determinata forma per la futura conclusione di un contratto, si presume che la forma sia stata voluta per la validità di questo».

⁴⁶ Uno di questi si riferisce al patto parasociale tra i cui partecipanti vi sia la pubblica amministrazione. In una simile circostanza, evidentemente, la forte esigenza di tutela della vasta platea di soggetti terzi che entra in contatto con tale ente, vista la sua natura e rilevanza pubblica, richiederebbe una forma peculiare.

⁴⁷ La sua inosservanza comporta l'annullabilità del contratto, ma non la sua nullità come nel caso in cui la forma scritta sia prescritta *ad substantiam*.

La disamina dei due aspetti qualificanti della fattispecie inizierà con l'oggetto, per poi passare al profilo causale, seguendo quindi il percorso logico adottato anche dal legislatore che ha scelto quale elemento chiave della descrizione della fattispecie l'oggetto dei contratti, per poi passare, in seconda battuta, a delinearne il profilo causale.

2.3.1. *L'oggetto*

Con una certa approssimazione e con la necessaria premessa di una grande eterogeneità nell'oggetto dei patti parasociali, si può considerare un accordo come parasociale se è espressione di una regolamentazione dall'essenza non sociale (estesa a parte o alla totalità dei soci) di una o più situazioni giuridiche soggettive rilevanti per la società e, quindi, se introduce specifici impegni tra i contraenti a tenere, in determinate situazioni, specifiche condotte (in alcuni casi completamente predefinite) in funzione della realizzazione di un obiettivo o di un interesse qualificato che accomuna le parti che aderiscono al patto. Sono evidentemente ricomprese in tale accezione situazioni giuridiche soggettive che afferiscono a una certa società e che, pur essendo disciplinate all'esterno dello statuto, sono potenzialmente idonee ad essere travolte dal suo regime.

2.3.1.1. *Un tentativo di classificazione*

Fin dall'insorgere del fenomeno la dottrina si è interrogata sui criteri distintivi del complesso *genus* dei patti parasociali.

Un primo tentativo di classificazione si fa risalire all'autorevole Giorgio Oppo, il quale fondava la distinzione delle varie *species* parasociali sul «diverso grado della loro incidenza (...) sullo svolgimento del rapporto sociale e sulla stessa società, ed eventualmente per il suo tramite sugli altri soci e sui terzi interessati allo svolgimento del rapporto sociale»⁴⁸. Partendo da tale assunto, è stata introdotta una tripartizione del fenomeno parasociale in relazione all'intensità degli effetti che gli stessi sono in grado di produrre sulla vita societaria⁴⁹.

Tale conclusione è stata contestata da una parte della dottrina che avrebbe individuato il carattere distintivo dei patti non già negli effetti che gli stessi producono nei confronti della

⁴⁸ G. OPPO, *Contratti parasociali*, cit., p. 6

⁴⁹ Segnatamente, Oppo individua tre categorie tipologiche di pattuizioni parasociali: quelli che «a) possono restringere i loro effetti e la loro azione ai soli soci stipulanti ed avere eventualmente per la società (e gli altri soci) una ripercussione di mero fatto né favorevole né sfavorevole (...); b) possono essere diretti a procurare alla società vantaggi particolari a carico dei soci (...); c) possono incidere direttamente sulla società o in quanto sono diretti ad influenzare sulla sua vita o sulla determinazione della sua azione o in quanto addirittura invadano giuridicamente la sfera di diritti della società e la competenza dei suoi organi sostituendo a questi ultimi singoli soci o la loro somma operanti investite extrasociale» (G. OPPO, *Contratti parasociali*, cit., pp. 7-11).

società, bensì su quelli che spiegano in capo ai contraenti⁵⁰. Questa semplificazione ravvisa due categorie di patti parasociali: a) quelli, cosiddetti patti parasociali “collaterali”, che arricchiscono il contenuto del contratto sociale, prevedendo impegni a carico dei contraenti aggiuntivi rispetto a quelli previsti nel contratto di società e con i quali convenzionalmente i soci si impegnerebbero ad esercitare, in certe situazioni, afferenti alla partecipazione alla vita societaria, i loro diritti in modo prestabilito; b) quelli, cosiddetti patti parasociali “complementari”, con cui i paciscenti si impegnano con la loro condotta o con specifiche prestazioni, accessorie rispetto a quelle già insite nella qualità di socio, a produrre alla società benefici di natura patrimoniale.

Altra dottrina tenta ancora una suddivisione legata alla suscettibilità dei contratti di incidere o meno sull’organizzazione sociale. E, quindi, una categoria includerebbe tutti quegli accordi volti a influire sull’attività sociale in maniera anche non conforme alle previsioni legislative o statutarie, quali i patti di voto e di gestione. La seconda categoria sarebbe residuale e vi rientrerebbero tutte le convenzioni inidonee a modificare l’organizzazione sociale⁵¹.

A ben vedere, la materia è ben più complessa, ed una disamina strutturata richiede una indagine ricognitiva che abbia riferimento sì all’oggetto, ma che non trascuri la componente causale sottostante.

Secondo la più recente dottrina, sono individuabili due grandi macro-classi, che spesso hanno confini sfumati e punti di contatto, con evidenti ripercussioni in merito alla disciplina applicabile.

Si procederà di seguito ad una elencazione delle varie classi e sottoclassi, con la precisazione che la materia è estremamente complessa e non facilmente riconducibile a sintesi senza tralasciare aspetti rilevanti dell’indagine.

La prima macro-classe include tutte quelle categorie di patti nelle quali l’oggetto è suscettibile di condizionare, in maniera più o meno diretta, la *governance* della società⁵².

⁵⁰ In particolare, «Seguendo tale criterio, e in termini puramente descrittivi, tali patti possono apparire rivolti a soddisfare due ordini di esigenze particolari dei soci: la prima è quella di concretare atti di disposizione dei diritti che derivano ai soci dall’atto costitutivo; la seconda è quella di concretare l’assunzione di obblighi nei confronti di altri soci, ma a favore della società, i quali non sono in alcun modo riconducibili al contratto di società.» (G. SANTONI, *Patti parasociali*, cit., p. 145).

⁵¹ Sul punto si riportano le parole di L. FARENGA: «In tal senso si può enucleare questa categoria di contratti parasociali, i quali presentano la importantissima caratteristica di influire sull’organizzazione della società nello stesso modo delle clausole contenute nello statuto. La seconda categoria avrebbe invece carattere residuale, ricomprendendo tutte le ipotesi di contratti parasociali, quelli quindi che Oppo raggruppava, nella sua classificazione *sub a) e b)*» (L. FARENGA, *I contratti parasociali*, cit., p. 41 s.).

⁵² Sul punto, V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 46. scrive: «In una prima macro-classe possono essere raggruppati i patti il cui oggetto è tale da incidere, direttamente o indirettamente, sullo sviluppo delle dinamiche di governo o di partecipazione al governo della società o, più in generale, delle dinamiche partecipative alla vita corporativa della società o, rispettivamente, sulla allocazione o distribuzione delle risorse sociali o dei risultati dell’attività sociale.»

Alla seconda macro-classe sarebbero, invece, ascrivibili tutti quei patti aventi un oggetto individuabile nella circolazione delle partecipazioni e, pertanto, nella suscettibilità di incidere sull'evoluzione degli assetti proprietari.

Alla prima macro-classe sarebbero, quindi, riconducibili tre classi, a loro volta ulteriormente scindibili in sottoclassi.

La prima classe abbraccia tutti quei patti il cui oggetto è la «*regolamentazione dell'esercizio di situazioni giuridiche soggettive a rilevanza organizzativa*»⁵³, e include a) una sottoclasse con specifico *focus* sulle situazioni giuridiche soggettive che il patto mira a regolamentare, e che, a titolo esemplificativo e non esaustivo, può ricomprendere patti sul voto, sull'esercizio dei diritti della minoranza, diritti amministrativi, diritti patrimoniali; b) una seconda sottoclasse prende in esame i profili strutturali dei patti a rilevanza organizzativa a seconda che si sostanzino in impegni a contenuto negativo, come quelli per il mancato esercizio del diritto di voto, o a contenuto positivo predeterminato, come nel caso di esercizio del diritto di voto in senso predeterminato, o, ancora, patti a contenuto positivo procedimentale, per i quali è predeterminata la procedura per la formazione di orientamenti concordati sulle decisioni societarie; c) un'ultima sottoclasse focalizzata sul titolo dal quale hanno origine i diritti oggetto di pattuizione⁵⁴.

La seconda classe include l'insieme di patti il cui oggetto è ravvisabile nella «*regolamentazione dell'esercizio della propria influenza (ancorché di fatto) su soggetti che ricoprono funzioni organizzative*»⁵⁵. Tale tipologia di pattuizioni, come si è accennato anche sopra, è storicamente oggetto di dibattiti in ordine alla meritevolezza, a causa della suscettibilità degli stessi di avere grande impatto sulla gestione e sul controllo della società, con possibili derive patologiche. I dibattiti in questione hanno riguardato l'aspetto della meritevolezza e non quello, prodromico, qualificatorio. Anche per tale categoria di pattuizioni possono essere individuate sottoclassi legate a comuni caratteristiche circa il contenuto positivo o negativo predeterminato nel merito e/o contenuto positivo procedimentale, così come, in analogia con la precedente classe, la pattuizione può riguardare azioni, quote o strumenti finanziari diversi.

La terza classe attribuisce rilevanza, con riferimento all'oggetto, all'«*impegno alla esecuzione di prestazioni (...) in favore della società o (...) in favore di uno o più soci determinati o (...) in favore di soggetti che rivestono o rivestiranno funzioni organizzative*»⁵⁶, con una serie di condizioni tendenti

⁵³ V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 46

⁵⁴ Anche tale classe potrebbe essere suscettibile di estensione, oltre a situazioni giuridiche connesse con il possesso e/o la titolarità di azioni o quote, anche a quelle legate al possesso di strumenti finanziari diversi. E per diversi si intendono quelli partecipativi che dispongono di diritti amministrativi.

⁵⁵ V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 50

⁵⁶ V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 52

a delimitare l'ambito e a qualificarne i contorni al fine di confermarne la natura parasociale, laddove in talune situazioni si è in presenza di un confine estremamente labile con il sociale. Anche nell'ambito della seconda macro-classe, alla quale, come detto, sono riconducibili i patti aventi un oggetto individuabile nella capacità di condizionare la circolazione delle partecipazioni e, pertanto, di incidere sull'evoluzione degli assetti proprietari, possono essere individuate tre specifiche classi.

La prima classe include i patti che hanno per oggetto limitazioni al trasferimento dei diritti o al compimento di atti dispositivi di diritti di partecipazione. Rientrano in tale categoria, tra gli altri, i patti di blocco e i patti di co-vendita, con la precisazione che possono essere ricomprese tra i patti di blocco anche le pattuizioni con analogo oggetto legate a strumenti finanziari partecipativi che incorporino diritti amministrativi, mentre ne restano esclusi quelli ai quali sono attribuiti diritti esclusivamente patrimoniali⁵⁷.

La seconda classe riguarda i patti aventi ad oggetto la pianificazione di attività negoziali relative a quote di partecipazione e/o strumenti finanziari. In tale categoria rientrano tutti quegli accordi contenenti impegni e attività di concertazione in ordine all'acquisto e alla sottoscrizione, restando esclusi dal parasociale gli impegni assunti in tal senso non già con altri soci o futuri soci, ma direttamente con la società.

La terza classe, infine, prende in considerazione, secondo la definizione fornita direttamente dal TUF, i patti «*volti a favorire o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, ivi inclusi gli impegni a non aderire ad un'offerta*»⁵⁸ o finalizzati a contrastare, in generale, azioni che possono incidere sugli assetti proprietari.

Tale classe è in parte sovrapponibile alla prima, e cioè a quella avente ad oggetto limiti al trasferimento delle azioni, laddove l'impegno assunto pattiziamente sia quello a non aderire all'offerta.

Per la seconda macro-classe si è poi ritenuta opportuna una ulteriore indagine che ne delimitasse gli ambiti e che prendesse in esame alcune fattispecie che si collocano al confine e per le quali si tende ad escludere la collocazione nel parasociale. In base a tale indagine si tendono, tra gli altri, ad escludere dall'ambito del parasociale gli accordi a contenuto meramente traslativo della partecipazione o di diritti finanziari partecipativi, ivi compresi i contratti di scambio, i contratti preliminari ed in genere i contratti ad efficacia differita,

⁵⁷ Una visione meno restrittiva è presentata da R. RORDORF, *Contratto e società*, in *Trattato del contratto*, a cura di V. Roppo, vol. 6: *Interferenze*, cit., p. 790, il quale tende a ridimensionare il fatto che «l'art 2341-bis, c. 1, lett. b, e l'art. 2341-ter, c. 2, facciano menzione solo delle azioni, e non anche dei suindicati strumenti finanziari, (...) essendo ben possibile che anche i titolari di detti strumenti, pur se magari non da soli in grado di condizionare il governo della società, concorrano a definire gli « assetti proprietari »».

⁵⁸ Art. 122, comma 5, lett. d) -bis del TUF

nonché quelli tendenti a costituire una garanzia o a limitare il trasferimento dei diritti in funzione di garanzia.

Molto controversa è la natura degli accordi di *lock-up*⁵⁹, sui quali è intervenuta in varie occasioni la Consob⁶⁰ e per i quali si tende ad escludere la collocazione nel parasociale laddove gli impegni siano assunti tra uno o più soci individualmente e terzi.

È invece riconosciuta natura parasociale alle pattuizioni concernenti l'impegno a non concludere patti parasociali.

2.3.2. *La causa*

L'indagine sulla fattispecie parasociale non può prescindere dall'esame dell'altro elemento qualificante, rappresentato dalla causa.

Anche la causa riflette e porta dentro di sé una variegata eterogeneità di possibili configurazioni, praticamente tante quanti sono gli oggetti sottostanti alle varie classi di patti sopra elencate. Proprio per questo, l'obiettivo di individuare una singola e comune causa⁶¹ che possa inglobare in sé tutte le singole sotto-cause e assurgere ad elemento qualificante dell'intero fenomeno parasociale, potrebbe sembrare un'impresa molto ardua.

Eppure, nel tempo la dottrina non si è arresa di fronte a tanta complessità e poliedricità.

Parte di essa ha individuato la causa comune delle pattuizioni parasociali nel «fine di stabilizzazione degli assetti proprietari o del governo» della società⁶².

⁵⁹ «Clausola che sancisce l'impegno della società emittente ed eventualmente di alcuni azionisti a non compiere determinate azioni sul capitale della società stessa nel periodo successivo ad un'operazione di offerta pubblica.» (www.borsaitaliana.it). La finalità di tale clausola è ravvisabile, da un lato, nella stabilizzazione degli assetti proprietari e, dall'altro, nella tutela dei sottoscrittori da eventuali oscillazioni di prezzo del titolo legate all'immissione di grandi quantitativi di titoli sul mercato.

⁶⁰ Consob comunicazione n. DIS/29486 del 18 Aprile 2000, Oggetto: Quesito concernente l'ambito di applicazione della disciplina dei patti parasociali di cui agli artt. 122 e 123 del TUF, con particolare riferimento agli accordi di *lock-up*. Si riportano di seguito le conclusioni: «Con riferimento agli accordi di *lock up*, considerato che la funzione economica di tali accordi non è quella di incidere sugli assetti proprietari delle società quotate ma di stabilizzare le azioni nel periodo immediatamente successivo all'inizio delle negoziazioni, al fine di garantire il successo delle stesse operazioni di quotazione, si ritiene che gli stessi non possano essere considerati dei patti parasociali. Pertanto, a tali accordi non si ritiene applicabile la disciplina di cui all'articolo agli artt. 122 e 123 del Testo Unico (...). La predetta disciplina si ritiene altresì non applicabile ai contratti di compravendita, ai preliminari di vendita, ai contratti *futures*, alle opzioni *put* e *call* e, infine, alle c.d. *overallotment options*, a meno che tali contratti non contengano specifiche clausole definibili come "parasociali" (...).» (www.consob.it).

⁶¹ In questo frangente è d'obbligo fare una precisazione.

La causa comune, cui si è pocanzi fatto riferimento, è quella che consente di qualificare il fenomeno parasociale e, in qualche modo, di tracciarne i confini. In tal senso, quindi, essa sarebbe una sorta di denominatore comune dei vari profili causali e sarebbe ben lontana dall'esaurire tutte le particolari cause dei singoli patti parasociali. Si può ben intendere come la causa rilevante per il controllo di meritevolezza sia, invece, cosa ben diversa: essa sarebbe necessariamente non riconducibile *ad unum*, dal momento che in sede di controllo non rileverebbe la causa astratta e qualificante la nozione generale di parasociale, ma la peculiare e concreta causa sottesa allo specifico patto.

⁶² Il fondamento di tale convinzione si ritroverebbe nel testo normativo all'articolo 2341-*bis*, il quale contiene un'elencazione dei presupposti da tenere in considerazione per l'applicazione della relativa disciplina.

Opinione, quella appena esposta, non condivisa da chi ritiene che il «fine di stabilizzazione degli assetti proprietari o del governo» della società non possa essere considerato un elemento qualificante l'intera fattispecie parasociale; esso apparterebbe, piuttosto, «ai presupposti della fattispecie speciale posta al servizio della specifica disciplina codicistica»⁶³. E sono stati individuati vari elementi a suffragare questa tesi.

In primo luogo, è stato osservato come lo scopo legislativo perseguito con l'art. 2341-*bis* non fosse tanto quello di racchiudere la fattispecie dei patti parasociali nella sfera dei contratti tipici, suscettibili di applicazione di una specifica disciplina, quanto quello di regolare solo alcuni aspetti del fenomeno, come quello della durata, al fine di evitare una fossilizzazione degli assetti proprietari e del governo della società.

Quanto appena detto giustificerebbe anche l'assenza di una simile previsione (il fine di stabilizzazione degli assetti proprietari) nel TUF, dove la precedente affermazione viene sostituita da un criterio quantitativo⁶⁴, valido per l'applicazione della disciplina nelle società quotate⁶⁵.

Sulla scorta degli elementi appena esposti, tale dottrina conclude che «la stabilizzazione non costituisce una sorta di “funzione” tipologicamente qualificante del negozio, ma svolge solo un ruolo di delimitazione di una fattispecie speciale, posta al servizio della specifica disciplina di cui agli artt. 2341-*bis* e 2341-*ter*»⁶⁶. E quindi, dopo aver contestato che la causa comune del fenomeno parasociale sia il «fine di stabilizzazione degli assetti proprietari o del governo», cerca un nuovo denominatore comune dell'eterogeneità causale.

Al centro delle riflessioni c'è l'art. 101-*bis*, comma 4-*bis*, lett. a), TUF⁶⁷. Ciò che si deduce in modo inequivocabile dal dettato normativo è che sia insita nella natura dei patti parasociali l'azione di concerto. La presunzione di concerto, in questo caso, è assoluta, senza possibilità di ammettere prova contraria. Pertanto, i partecipanti al patto sono obbligati a lanciare un'offerta pubblica se le loro partecipazioni cumulate superano la soglia prevista *ex lege*. L'obbligo a lanciare l'offerta pubblica ricade in via solidale su tutti i paciscenti, anche nel caso in cui uno solo di essi con le sue partecipazioni superi tale soglia. Da tale assunto

⁶³ V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 72.

⁶⁴ Di cui si parlerà più diffusamente nel prossimo capitolo, interamente dedicato ai patti parasociali nelle società quotate.

⁶⁵ Altra considerazione che avvalorerebbe la tesi in esame è la seguente: il fatto che l'art. 3, comma 2, lett. c) d.lgs. n. 168/2003 trovi scritto al suo interno, in riferimento agli accordi parasociali, «anche diversi da quelli regolati dall'articolo 2341-*bis* del Codice civile» sarebbe un dato molto significativo. Vorrebbe dire che l'ordinamento ammette anche quei patti che non sono strettamente ricompresi nell'art. 2341-*bis*.

⁶⁶ V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 74 s.

⁶⁷ Il detto articolo si inserisce nell'ambito delle «Definizioni e ambito applicativo» per l'applicazione della disciplina delle offerte pubbliche. Il dettato normativo dispone che «Sono, in ogni caso, persone che agiscono di concerto: a) gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall'articolo 122, comma 1 e comma 5 lettere a), b), c) e d); (...).».

discenderebbe, secondo parte della dottrina, che la causa comune delle pattuizioni parasociali è riscontrabile nella «comunione di interessi nella società partecipata»⁶⁸.

La soluzione qui prospettata non è stata esente da critiche dottrinarie. In particolare, una dottrina revisionista avrebbe iniziato a minare dalle fondamenta il ragionamento sopra enunciato, mettendo quindi in dubbio il carattere assoluto della presunzione di concerto⁶⁹. Tale dubbio sarebbe tuttavia limitato ai patti di minoranza occasionali aventi ad oggetto impegni di voto⁷⁰.

La dottrina prevalente avrebbe, pertanto, dissipato le perplessità uscendo sostanzialmente illesa dalle critiche, sulla scorta del fatto che, al di là delle sottigliezze rilevanti solo per quanto riguarda l'OPA di concerto, rimarrebbe, sempre e comunque individuabile, quale causa unificante, l'interesse comune dei contraenti nella società.

Si può, dunque, affermare che l'eterogeneità della componente causale trova il suo punto di sintesi «nella composizione negoziale di interessi “comuni”⁷¹ e “qualificati” dei contraenti “nella società”^{72,73}».

2.4. *Le parti*

Sul piano normativo non rileva l'aspetto soggettivo delle pattuizioni parasociali: infatti, la legge ha scelto di non adottare disposizioni specifiche e stringenti sulle parti stipulanti i tali accordi. Tanto all'art. 2341-*bis* quanto al 122 del d.lgs. 24 febbraio 1992, n. 58, la mancanza di una espressa previsione in materia lascia presupporre una certa “apertura” da parte del legislatore ad accogliere nei patti soggetti anche non soci.

⁶⁸ V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 77. Egli puntualizza, inoltre, che, se non esistesse un comune interesse nella società, non avrebbe senso ammettere il calcolo consolidato delle partecipazioni dei paciscenti, né tantomeno l'obbligo solidale di offerta pubblica.

⁶⁹ In merito, A. TRISCORNIA, *OPA obbligatoria: la presunzione di concerto per patto parasociale è ancora assoluta?*, in *Giur. comm.*, 2019, I, p. 513 s., sostiene che non sia così incontrovertibile il carattere assoluto della presunzione di concerto, dal momento che l'applicazione della disciplina «diviene soggetta, quanto meno in talune circostanze, ad un *filtro preliminare* che consenta di escludere dalla fattispecie dell'OPA obbligatoria accordi tra azionisti che siano, sul piano del loro contenuto oggettivo, irrilevanti rispetto alla *ratio* dell'obbligo di offerta». Il filtro cui si fa qui riferimento è la CONSOB, che travalicando i suoi tradizionali poteri, avrebbe indentificato fattispecie non soggette all'applicazione di tale presunzione assoluta.

⁷⁰ Tale tipologia di pattuizione parasociale sarebbe sì ricompresa nell'art. 101-*bis*, comma 4-*bis*, TUF, ma, al contempo, sollevata dalla CONSOB dall'applicazione della presunzione assoluta di concerto, per la ritenuta inidoneità ad incidere significativamente sulla *governance* societaria.

⁷¹ Appare più che condivisibile la puntualizzazione secondo cui è bene tener distinto il “comune” dall’“omogeneo”: non è assolutamente necessario che gli interessi dei pattisti siano omogenei, ciò che rileva è che siano comuni. È, quindi, ammessa una certa eterogeneità tra gli interessi di uno e dell'altro contraente.

⁷² Non è sufficiente che l'interesse sia generico, relativo alla società; deve trattarsi di un interesse specifico nella società, cioè derivante da situazioni giuridiche soggettive legate a partecipazioni o strumenti finanziari diversi.

⁷³ V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 75.

Tuttavia, nonostante questo *modus operandi* che cela un comportamento agnostico, sulla base di quanto detto finora, dovrebbe essere abbastanza evidente⁷⁴ il fatto che i partecipanti agli accordi parasociali debbano essere soci, anche se futuri⁷⁵, della società oggetto del patto.

«In base al principio *accessorium sequitur principale*⁷⁶, espressione del nesso di accessorietà che correla contratto di società e convenzioni parasociali, l'esistenza del primo è presupposto necessario delle seconde, le quali, in mancanza di un rapporto sociale al quale accedere e sul quale agire sarebbero prive di senso.»⁷⁷. Di talché sarebbe imprescindibile la partecipazione dei soci al patto⁷⁸ per poterlo qualificare come parasociale.

È doveroso, però, fare una precisazione.

Non è remota la possibilità che a un accordo parasociale partecipino, oltre ai soci, dei soggetti terzi estranei alla società. Nulla lo vieta⁷⁹ e, anzi, è proprio questa parziale partecipazione dei soci ad evidenziare il confine tra sociale e parasociale.

In primis, occorre considerare coloro che, pur non essendo soci, risultano titolari di simili posizioni giuridiche all'interno della società. In particolare, si fa qui riferimento agli obbligazionisti, che esprimono il diritto di voto nell'assemblea loro riservata, e ai titolari di strumenti finanziari partecipativi ammessi dagli artt. 2346, ult. c., 2349, c. 2, e 2447-ter, lett. e che possono votare nelle situazioni previste dagli artt. 2351, c. 5 e 2447- octies c.c. Nulla impedisce quindi anche a costoro di partecipare alla stipulazione dei patti.

Parte della dottrina⁸⁰ nega che possa essere considerato “parasociale” il patto al quale partecipi anche la società, ma non mancano tesi contrarie che riconoscono che possa

⁷⁴ L'evidenza si dovrebbe poter desumere dal fatto che i patti parasociali hanno come oggetto l'esercizio di diritti che afferiscono alla posizione di socio.

⁷⁵ Potrebbe accadere che coloro che sono interessati ad entrare a far parte della compagine sociale desiderino regolare già *ex ante* determinate situazioni mediante pattuizione parasociale con gli attuali soci della società. Non rileva il fatto che i futuri soci saranno in condizione di onorare gli impegni assunti solo in seguito all'effettivo acquisto della qualità di socio.

⁷⁶ Si tratta di un principio giuridico di origine romanistica in base al quale il diritto accessorio segue le sorti del diritto principale.

⁷⁷ La citazione di C. D'ARRIGO - L. DELLI PRISCOLI - A. PERRINO - G. ROMANO, *Partecipazioni sociali e strumenti di finanziamento. Recesso e patti parasociali*, Milano, 2019, p. 509 s. si rifà a quanto già scritto da G. OPPO, *Contratti parasociali*, cit., p. 73.

⁷⁸ Per M. LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2341 bis e 2341 ter del Codice civile*, in AA. VV. *Il nuovo diritto delle società*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 4, Torino, 2007, p. 470, gli accordi parasociali potrebbero essere conclusi anche senza la partecipazione di alcun socio, e, quindi, solo tra terzi e società.

⁷⁹ Occorre precisare che non è presente nel dato normativo un divieto in linea di principio. Tuttavia, qualora dovesse crearsi una situazione di conflitto di interessi tale per cui il socio paciscente deve rimanere fedele sia alla società che ai terzi, partecipanti al patto e ad essa estranei, bisognerà valutare caso per caso la liceità di tale pattuizione.

⁸⁰ In particolare, R. RORDORF, *Contratto e società*, in *Trattato del contratto*, a cura di V. Roppo, vol. 6: *Interferenze*, cit., p. 776 scrive che «un eventuale impegno del socio verso la società, se avente ad oggetto l'esercizio di diritti e facoltà derivanti dal contratto sociale, finirebbe inevitabilmente per assumere i caratteri di una convenzione integrativa o modificativa di quel contratto, ed è inammissibile che ciò possa accadere al di fuori delle regole che presidiano la costituzione della società e le sue successive modificazioni».

sussistere anche un interesse in capo alla società a partecipare al patto; nel qual caso essa si atteggierebbe come terzo partecipante alla pattuizione.

Tipica è la situazione in cui i soci si impegnino ad effettuare prestazioni in favore delle società, la quale, per “cristallizzare” gli impegni assunti, potrebbe determinarsi ad entrare a far parte del patto.

Non potrebbe, invece, essere considerato parasociale il patto intercorrente tra la società e un solo socio⁸¹.

2.4.1. *La trasmissibilità della qualità di parasocio*

Altra questione, oggetto nel tempo di approfondimento, è quella che concerne la trasmissibilità della qualità di parasocio, e, quindi, delle posizioni giuridiche soggettive scaturenti dalla partecipazione a un accordo parasociale.

È bene ricordare che l'accessorietà dei contratti parasociali rispetto al contratto sociale fa sì che essi abbiano efficacia personale e non reale. Pertanto, è al socio come persona, e non alla partecipazione che egli detiene, che si riferiscono i diritti e gli obblighi derivanti dal patto. Dalla rilevanza dell'*intuitus personae* discende che, in caso di trasferimento di una partecipazione, non si determinerebbe, *sic et simpliciter*, unitamente alla titolarità di questa⁸², anche l'effetto traslativo del vincolo nascente dal patto parasociale.

All'intrasmissibilità potrebbe ovviarsi attraverso una nuova negoziazione del patto tra il subentrante e i vecchi parasoci, oppure, prevedendo espressamente, sin dall'origine, nella configurazione del patto, la possibilità d'ingresso di nuovi parasoci, previa manifestazione di volontà del subentrante⁸³.

Più controversa è la questione riguardante la successione *mortis causa*, cioè la possibilità o meno per gli eredi di subentrare nel patto⁸⁴. Sul punto appare condivisibile ritenere che il

⁸¹ In questo caso, secondo quanto sostenuto da V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 123, si assisterebbe, piuttosto, ad un preliminare di sottoscrizione, in cui il socio si impegna nei confronti della società a sottoscrivere azioni di futura emissione.

⁸² Su questo tema si esprime in modo molto efficace R. RORDORF, *I patti parasociali*, in *Scritti in memoria di Vittorio Sgroi*, Milano, 2008, p. 514 s.: «il carattere personale delle obbligazioni e dei diritti derivanti dalla partecipazione ad un patto parasociale comporta che, in caso di cessione a un terzo della partecipazione sociale di uno dei contraenti, l'acquirente non subentri automaticamente nella posizione del proprio dante causa nel sindacato».

⁸³ Dello stesso avviso è R. TORINO, *I contratti parasociali*, Milano, 2000, p. 77, il quale ribadisce che, in caso di trasferimento della partecipazione, occorre sempre il consenso del nuovo entrante affinché sia perfezionato il suo ingresso nel contratto parasociale.

⁸⁴ In particolare, ad escludere questa possibilità è M.C. MALAGUTI, *I limiti soggettivi di efficacia dei patti parasociali*, in *Contr. e impr.*, 1990, p. 536, il quale sostiene che «l'intrasmissibilità della posizione del socio contraente vale (...) anche in caso di successione a titolo universale». L'autore di questa affermazione vede rientrare i patti parasociali nella categoria dei contratti «personali», cioè quelli che «riflettono propensioni del tutto personali del contraente defunto, che i suoi successori sono liberi di non condividere», che, come tali, non potrebbero trasferirsi in ogni caso.

carattere personale del patto non costituisca un ostacolo insormontabile al fatto che, per il successore a titolo universale, sia ammissibile il subentro nell'impegno parasociale del *de cuius*. Nella prassi i paciscenti possono far ricorso a delle clausole volte a "smorzare" l'efficacia personale delle pattuizioni parasociali. In particolare, le cosiddette "clausole di continuazione" possono assumere tre configurazioni diverse.

Un prima e pacifica configurazione prevede che, nel caso in cui i pattisti superstiti abbiano espresso la volontà unanime di continuare il rapporto anche con gli eredi del *de cuius*, solo un rifiuto da parte di questi ultimi potrebbe costituire un effettivo impedimento al loro subentro nelle posizioni contrattuali del defunto. In sostanza, «è come se quella volontà, che potrebbe essere manifestata al momento della morte (o del trasferimento), fosse anticipata e già preventivamente formalizzata»⁸⁵ mediante l'inserimento nel patto della clausola di continuazione.

La seconda possibile configurazione appare più problematica. In questo caso la situazione sarebbe completamente rovesciata rispetto a quella prospettata pocanzi: in pratica, il subentro degli eredi nelle posizioni del *de cuius* sarebbe automatico, salva la possibilità dei pattisti superstiti di negare il consenso. Da una parte, c'è chi sostiene che una tale configurazione costituirebbe una sorta di "appropriazione indebita" delle situazioni giuridiche soggettive di un soggetto estraneo al patto, che, come tale, dovrebbe essere libero di opporsi al subentro⁸⁶. Dall'altra, vi è chi ritiene che una simile pattuizione non porrebbe problemi in tema di validità, dal momento che il subentro dei successori deriverebbe da uno specifico obbligo assunto dal defunto già in sede di stipulazione del contratto⁸⁷.

Ultima ipotesi è quella in cui non sarebbe necessario nessun consenso per il subentro al patto, né dei vecchi parasoci, né dei subentranti: è il caso della cosiddetta clausola di successione automatica⁸⁸.

A concordare con questa interpretazione c'è G. CARBONE, *Le convenzioni di voto e la teoria generale del contratto*, in *Nuova giur. Civ. comm.*, 1992, II, p. 55: «L'intrasmissibilità della posizione di socio contraente vale non solo nel caso di atto tra vivi ma anche di atto *mortis causa*».

Dall'altro lato, ad ammettere la potenziale trasmissibilità c'è G.A. RESCIO, *I sindacati di voto*, cit., p. 508. secondo cui la personalità della prestazione oggetto del patto non deriverebbe dalle specifiche qualità personali del paciscente, ma, piuttosto, dal fatto che solo lui potrebbe eseguirla (si veda l'esempio dell'esercizio del diritto di voto).

⁸⁵ V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 147

⁸⁶ Opinione condivisa da F. GALGANO, *I patti parasociali*, in *Le società per azioni. Principi generali. Artt. 2325-2341*, nel *Codice Civile. Commentario* diretto da P. Schlesinger, Milano, 1996, p. 267, nota 4, secondo il quale gli eredi dovrebbero sempre esser messi in condizione di scegliere se aderire o meno al patto.

⁸⁷ A parer di V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 148, nota 21, a differenza del caso in cui «i pattisti superstiti volessero imporre agli eredi il subentro attraverso un atto di disposizione possono essere dopo la morte», qui «l'atto di disposizione sarebbe stato posto in essere con il concorso del pattista successivamente deceduto e finirebbe per ricadere in capo agli eredi quale effetto della vicenda successoria», da cui potrebbero sempre divincolarsi rifiutando l'eredità.

⁸⁸ La problematicità di una simile configurazione rispecchia essenzialmente le considerazioni fatte sopra per la seconda tipologia di clausola di continuazione. Perciò sia consentito rinviare alle posizioni *ivi* discusse.

3. L'efficacia dei patti parasociali e le forme di tutela

3.1. L'efficacia obbligatoria dei patti

Dovrebbe essere ormai assunto il fatto che le pattuizioni parasociali siano cosa diversa rispetto al contratto di società.

Volendo indagare i profili di differenziazione, non si può far altro che partire dalla dottrina tradizionale. Essa ha imperniato la suddetta distinzione essenzialmente su un singolo aspetto, riassunto dalla dicotomia efficacia reale - efficacia obbligatoria⁸⁹: la prima sarebbe propria dello statuto e la seconda delle pattuizioni parasociali. Eppure, non sembra esserci una definizione univoca⁹⁰ a qualificare l'efficacia obbligatoria dei patti. Tale efficacia sarebbe addirittura del tutto affievolita se si considera che l'art. 123, comma 3, TUF garantisce ai parasoci un diritto di recesso *ad nutum* dai patti parasociali qualora gli stessi «intendano aderire ad un'offerta pubblica di acquisto o di scambio promossa ai sensi degli artt. 106 e 107».

Pertanto, c'è chi a questa disamina, che potremmo definire “semplicitica” e “riduttiva”, ne ha preferita una più dettagliata e puntuale. E, quindi, partendo dalla tradizionale polarizzazione tra efficacia reale o obbligatoria si è passati a una tripartizione delle basi di differenziazione⁹¹ tra sociale e parasociale.

Il primo di questi profili vede una contrapposizione tra efficacia reale ed efficacia personale⁹². Per quanto riguarda l'efficacia reale, al fine di spiegarne il contenuto, si inizierà dal dato letterale: “res” è un termine latino che significa “cosa, possesso, bene economico”⁹³. Ciò vuol dire che il vincolo segue la “res”, ovvero la partecipazione, e con esso si trasferisce. Di conseguenza, le previsioni statutarie sono idonee a vincolare tutti i soci, vecchi e nuovi, senza che rilevi minimamente la componente personalistica, in quanto, appunto, il vincolo dipende dal possesso della partecipazione. Viceversa, con la locuzione “efficacia personale” si vuole

⁸⁹ Gli strascichi della dottrina tradizionale si ritrovano anche in numerosi autori recenti, tra i quali si ricorda L. SAMBUCCI, *Patti parasociali e fatti sociali*, Milano, 2018, p. 4 s. che individua tra i criteri qualificanti la fattispecie parasociale le «conseguenze in punto di disciplina che si sostanziano nella negazione dell'efficacia reale tipica delle pattuizioni di natura sociale, onde la riduzione sul piano obbligatorio di quella loro propria». Si vuole qui far notare la presenza della tradizionale dicotomia efficacia reale – efficacia obbligatoria, di cui si dirà meglio in seguito.

⁹⁰ La più comune accezione farebbe leva sul fatto che i patti parasociali, a differenza dello statuto sociale, spiegano i loro effetti verso i soli soci e non tutta la società, come rilevato da C. D'ARRIGO - L. DELLI PRISCOLI - A. PERRINO - G. ROMANO, *Partecipazioni sociali e strumenti di finanziamento. Recesso e patti parasociali*, cit., p. 549.

⁹¹ Queste basi «ripropongono la dicotomia classica secondo tre distinti angoli visuali, enfatizzando in modo più analitico le singole manifestazioni (e dunque i singoli ambiti di rilevanza) di una pur comune radice concettuale (...)» (V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 142 s.)

⁹² Si veda par. 2.4.1, in cui già si è fatto cenno di tale distinzione in riferimento alle sue ricadute sulla trasmissibilità della qualità di parasocio in caso di successione *mortis causa*.

⁹³ www.treccani.it/enciclopedia/res_%28Dizionario-di-filosofia%29/

intendere il fatto che il vincolo sia strettamente legato alla persona che lo ha assunto, e, come tale, non “passerebbe” al trasferimento della partecipazione.

La seconda prospettiva di differenziazione si incentra sulla rilevanza organizzativa e obbligatoria. Se lo statuto contiene regole a rilevanza organizzativa, le pattuizioni parasociali sono a rilevanza meramente obbligatoria. Ciò significa che la violazione di un patto comporta conseguenze di natura unicamente risarcitoria⁹⁴, e che gli atti che hanno determinato l'inadempimento degli impegni assunti rimangono comunque validi ed efficaci. La *ratio* di tale disposizione⁹⁵ si rinviene nella natura accessoria delle pattuizioni parasociali rispetto al contratto sociale, con il risultato che una loro trasgressione non compromette la validità né l'efficacia degli atti sociali che ne conseguono. In sostanza, la società si colloca in una posizione di indifferenza rispetto all'adempimento o meno dei patti. Cosa ben diversa sarebbe la violazione delle regole ufficiali e di funzionamento della società, che allorché colpiscono l'atto, lo renderebbero viziato.

Il terzo e ultimo elemento di differenziazione concerne l'opponibilità o meno ai terzi. Lo statuto, essendo iscritto nel registro delle imprese, risulta pienamente opponibile ai terzi, in quanto si può ragionevolmente presumere che essi ne siano a conoscenza. Per quanto riguarda i patti parasociali, invece, la loro inopponibilità ai terzi è determinata dalla mancata iscrizione nel registro delle imprese: infatti, solo per le società quotate e per quelle ad azionariato diffuso è previsto il deposito, che è comunque cosa diversa rispetto all'iscrizione.

3.2. *Strumenti per garantire l'adempimento*

Per evitare che l'efficacia meramente obbligatoria delle pattuizioni parasociali possa, in qualche modo, rappresentare un “incentivo”⁹⁶ alla loro elusione, nella prassi vengono predisposti degli strumenti volti a tutelare le parti da un eventuale inadempimento⁹⁷. In sostanza, si tratta di strumenti che mirano a rafforzare il vincolo parasociale.

Un problema piuttosto concreto che tali meccanismi negoziali potrebbero risolvere o, quantomeno, aspirare a risolvere, riguarda la quantificazione del danno da inadempimento. Spesso, nella prassi, sebbene sia pacifico riconoscere la sussistenza di un danno arrecato dall'inadempiente, risulta complesso determinare un ammontare “oggettivo” da

⁹⁴ Si puntualizza la possibilità di ammettere anche altre tipologie di conseguenze all'inadempimento, sempre se previste all'interno del patto parasociale.

⁹⁵ Art. 9, comma 6, TUSPP

⁹⁶ Ci si riferisce qui all'eventualità che un partecipante al patto possa mettere in atto comportamenti opportunistici. In pratica, il soggetto potrebbe reputare più alto il “costo” dell'adempimento di quello del rimedio risarcitorio e, quindi, optare per l'inadempimento del patto in modo razionale e consapevole.

⁹⁷ Nel caso in cui il patto parasociale abbia dato luogo a un sindacato di blocco, il suo inadempimento sarebbe particolarmente dannoso in quanto verrebbe completamente meno il raggiungimento dello scopo fissato dalle parti.

corrispondere a titolo risarcitorio, mancando dei parametri tecnici cui basarsi per la relativa quantificazione.

Il primo degli strumenti utilizzabili a tal fine è la clausola penale. Si tratta di inserire all'interno del patto la determinazione di un ammontare predeterminato che l'inadempiente dovrà corrispondere agli altri contraenti. Poiché viene stabilito *a priori* l'importo da pagare, questa clausola potrebbe costituire un buon deterrente alla violazione del patto⁹⁸. Se, da un lato, importi elevati hanno maggiore potere intimidatorio, dall'altro l'art. 1384 c.c. dispone che «La penale può essere diminuita equamente (...) se l'ammontare (...) è manifestamente eccessivo, avuto sempre riguardo all'interesse che il creditore aveva all'adempimento». Di talché, non avrebbe alcun senso fissare delle penali spropositatamente elevate. Piuttosto, in sede di determinazione, occorre bilanciare adeguatamente la funzione deterrente della clausola per evitare di incorrere nella riduzione della penale ad equità.

C'è chi si chiede, poi, se la richiesta del pagamento della penale sia compatibile con la richiesta di adempimento in circostanze future, o se, l'inadempimento determini lo scioglimento del vincolo parasociale. In merito appare condivisibile la pronuncia della Corte di Cassazione del 15 febbraio 2005, n. 2976 con la quale si afferma che «nelle obbligazioni di durata assistite da una clausola penale, il divieto di cumulo fra la prestazione principale e la penale prevista dall'art. 1383 c.c. riguarda la sole prestazioni già maturate e inadempite, e non anche quelle non ancora maturate e per le quali permane l'obbligo dell'adempimento»⁹⁹; a ritener diversamente, si finirebbe per ammettere che un parasocio possa rendersi inadempiente per divincolarsi irrevocabilmente dagli impegni assunti col patto parasociale. Il tutto, salva una espressa previsione negoziale che inserisca una clausola risolutiva in caso di inadempimento. Un altro strumento utilizzabile per gli scopi suddetti sono le clausole di *put/call option*. Consistono in opzioni attraverso cui la parte non inadempiente ha il diritto potestativo di acquistare (clausola *call*) o vendere (clausola *put*) le azioni dell'inadempiente. Esiste anche la possibilità di combinare le due clausole (opzione *put/call*): in tal caso sarà la parte adempiente a scegliere se acquistare o vendere le partecipazioni del/al parasocio inadempiente. È rilevante sottolineare che il tutto avviene a un prezzo predeterminato; difatti, dovrebbe essere

⁹⁸ È stato, tuttavia, notato da D. PROVERBIO, *I patti parasociali. Disciplina, prassi e modelli contrattuali*, Milano, 2010, p. 121 s. che «la prospettazione dell'obbligo di corrispondere una somma a fronte del mancato rispetto di un impegno di voto può ben dirsi dotata di forza intimidatrice (...)», ma che, nel caso di un sindacato di blocco, «la contravvenzione al precetto pattizio, una volta consumata, pone di per sé il trasgressore al riparo dall'unica condizione (...) realmente temuta, e cioè l'intrasferibilità del relativo pacchetto azionario». In più, in seguito alla violazione del sindacato di blocco, i partecipanti vedranno entrare nella compagine sociale dei soggetti «estranei»; situazione che miravano ad evitare proprio mediante la stipulazione del patto.

⁹⁹ Cass. 15 febbraio 2005, n. 2976, in *Giust. civ. Mass.*, 2005, p. 2.

proprio la predeterminazione a disincentivare comportamenti opportunistici¹⁰⁰. Tale prezzo sarà penalizzante per la parte inadempiente, incorporando in sé la sanzione per la violazione del patto¹⁰¹. Inoltre, altro elemento deterrente dovrebbe essere il fatto che, con clausola *call*, l'inadempiente potrebbe essere privato della totalità delle sue partecipazioni nella società, mentre, con clausola *put*, vedrebbe mutare la compagine societaria.

Un'altra modalità di prevenire comportamenti opportunistici da parte dei pattisti consiste nel depositare i certificati delle partecipazioni sindacate e, simultaneamente, nel conferire mandato irrevocabile al depositario. È immediato come questo strumento sia di maggiore impatto rispetto a quelli sopra citati, posando il suo cardine sull'irrevocabilità del mandato. D'altra parte, se il mandato non fosse irrevocabile, qualsiasi parasocio potrebbe facilmente sottrarsi all'impegno e rendersi inadempiente in qualunque momento.

Strumento ancor più difficilmente aggirabile è l'intestazione fiduciaria in capo a una società cd. fiduciaria di tutte le partecipazioni sindacate, soluzione con la quale si viene a determinare uno sdoppiamento della proprietà delle partecipazioni: la proprietà formale viene attribuita alla società fiduciaria, che dovrà esercitare i diritti amministrativi per conto di chi ha la proprietà sostanziale, ovvero i paciscenti¹⁰².

Si può ben comprendere come questo strumento cerchi di eliminare alla radice un possibile inadempimento, dal momento che, di fatto, impedisce ai parasoci di disporre dei diritti derivanti dal possesso delle partecipazioni. Proprio per questo ne è stata contestata la validità. La situazione sarebbe particolarmente complessa specialmente allorché alla società fiduciaria vengano date istruzioni di votare contro gli interessi della società "principale" e il socio che voglia opporsi a questa dinamica non possa farlo, in quanto sostanzialmente privo della libertà di autodeterminare il proprio voto. Proprio questa grave limitazione della facoltà di disporre dei propri diritti ha indotto parte della dottrina a ritenere nulla una tale previsione negoziale¹⁰³. Vi è chi ha proposto, poi, una soluzione di compromesso: rendere la delega

¹⁰⁰ Questo è quanto osservato da V. DONATIVI, *Società*, in *Itinera. Guide giuridiche IPSOA*, Milano, 2019, p. 221: «Le condizioni economiche delle opzioni è utile che vengano predeterminate in modo tale da svolgere una funzione "deterrente" *ex ante* (...)».

¹⁰¹ In particolare, «il prezzo di acquisto sarà "vile", mentre quello di vendita sarà "elevato"» (D. PROVERBIO, *I patti parasociali. Disciplina, prassi e modelli contrattuali*, cit., p. 126), sempre tenendo conto del fatto che prezzi evidentemente sproporzionati potranno essere oggetto di interventi in via giudiziaria.

¹⁰² Detto diversamente, «l'intestazione fiduciaria sortisce un vero e proprio effetto traslativo dei diritti sociali, che passano dai parasoci al soggetto fiduciario» (D. PROVERBIO, *I patti parasociali. Disciplina, prassi e modelli contrattuali*, cit., p. 130).

¹⁰³ V. DONATIVI, *Società*, in *Itinera. Guide giuridiche IPSOA*, cit., p. 222 s. spiega che quella dottrina arriva a tale conclusione sulla scorta del fatto che la tradizionale diffidenza verso le pattuizioni parasociali, attribuibile in parte all'idea che esse potessero distorcere il funzionamento dell'assemblea, era stata superata attraverso la constatazione che ogni parasocio avrebbe avuto, in qualunque momento, la facoltà di discostarsi dall'indirizzo prevalente e optare per l'inadempimento del patto. Tuttavia, inserendo nel patto parasociale un meccanismo come quello dell'intestazione fiduciaria, verrebbe totalmente meno la possibilità scelta tra adempiere o non adempiere il patto, e, con essa, la base della tradizionale accettazione della validità di tali pattuizioni.

sempre revocabile, in modo tale che il parasocio sia sempre libero di disporre dei propri diritti. Vi è anche parte della dottrina che non ritiene utile questa soluzione di compromesso, in quanto reputa comunque validi i patti dotati di clausole rafforzative. Alla base di questa incondizionata accettazione vi è, *in primis*, la convinzione che non avrebbe senso ritenere un patto valido solo in virtù della possibilità di violarlo¹⁰⁴, e, *in secundis*, «così come sarebbe contraddittorio opinare che patti (come quelli parasociali) in sé meritevoli e validi perdano meritevolezza per il fatto di essere assistiti da clausole di rafforzamento del vincolo pur esse stesse in linea generale (e in diversi contesti) reputate meritevoli di tutela e valide, allo stesso modo, e in termini rovesciati e speculari, non si comprenderebbe per quale ragione le clausole accessorie di rafforzamento del vincolo, pur reputate in linea di principio meritevoli di tutela e valide, debbano essere sottoposte a un giudizio di meritevolezza completamente rovesciato per il fatto di porsi al servizio di pattuizioni (quelle parasociali) pur esse, come tali, riconosciute come pienamente meritevoli di tutela e valide»¹⁰⁵.

Esiste, in alternativa, anche la possibilità di intestare le partecipazioni, pur sempre possedute dai parasoci, a una società cd. *holding*. Di conseguenza, se prima dell'intestazione tutti i parasoci erano azionisti della società, ora lo è solo la *holding*. Questa soluzione presenta il vantaggio di essere particolarmente “blindata”¹⁰⁶, ma al contempo cela numerosi svantaggi e complicazioni soprattutto in tema di circolazione delle partecipazioni.

Sempre con l'obiettivo di dare stabilità agli assetti proprietari e di assicurare indirizzi uniformi nel governo e nelle scelte aziendali, è stato recentemente mutuato dall'esperienza anglosassone il modello del *voting trust*, un *trust* creato tra due o più soci di una società, mediante il quale per un periodo di tempo predefinito o fino al verificarsi di un certo evento, le azioni di loro proprietà vengono trasferite al *trustee*, in alcuni casi, ma non necessariamente con indicazione circa il potere di indirizzo da parte dei soci conferenti. Secondo questo meccanismo, in capo al cosiddetto *trustee*, si troverebbe non solo la facoltà di disporre del diritto di voto, ma anche, per un certo periodo di tempo predeterminato, la titolarità delle azioni trasferitegli. È proprio in quest'ultimo aspetto che si riscontra la differenza più significativa rispetto all'intestazione fiduciaria. È chiaro che, in sede di perfezionamento del

A pensarla diversamente è A. FUSI, *I patti parasociali alla luce della nuova disciplina societaria e le possibili applicazioni dei voting trust*, in *Società*, 2007, p. 692, la quale sostiene che «se i soci sono liberi di accordarsi con un patto di sindacato e di esprimere in assemblea il proprio voto in accordo con quanto deciso all'interno del sindacato medesimo, altrettanto devono ritenersi liberi di trasferire le azioni ad una società fiduciaria per garantire il puntuale adempimento delle proprie intenzioni».

¹⁰⁴ Si finirebbe così per favorire comportamenti opportunistici, privando i paciscenti di ricorrere alle forme di tutela più “blindate”.

¹⁰⁵ V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 198 s., nota 146.

¹⁰⁶ Sul punto R. TORINO, *I contratti parasociali*, cit., p. 348 osserva che «l'unico, ma non trascurabile, vantaggio del ricorso alla società *holding* è quello di “spostare” il riferimento della convenzione di voto: non più le deliberazioni della società da controllare, ma quelle della società *holding*».

voting trust, devono essere stabilite dai parasoci le finalità che intendono perseguire e in che misura essi potranno incidere sull'operato del *trustee*. Rimane fermo il *beneficial interest*, ovvero il diritto, tra i vari, dei trasferenti di percepire i dividendi eventualmente distribuiti e di riottenere la titolarità delle partecipazioni al termine del *trust*.

3.3. I rimedi giudiziali contro l'inadempimento

«Connesso ma distinto è il tema della coercibilità degli impegni assunti in sede parasociale, sulla quale il carattere reale o, per converso, meramente obbligatorio si predicano non dell'efficacia ma della tutela spettante di fronte all'inadempimento.»¹⁰⁷.

Si discute in dottrina se, in presenza dell'inadempimento di un patto parasociale o del sospetto di un futuro inadempimento sia lecito ricorrere a provvedimenti di carattere reale, o se, invece, sia possibile ricevere solamente un ristoro monetario a seguito dell'avvenuto inadempimento.

La tesi prevalente in dottrina e in giurisprudenza tende ad affrontare l'interrogativo trattando separatamente i sindacati di blocco da quelli di voto. Se per i primi sarebbero azionabili meccanismi cautelari al fine di prevenire l'inadempimento e di impedire la cessione delle partecipazioni in violazione degli impegni parasociali, per i secondi parrebbe difficilmente configurabile l'eventualità di una esecuzione/condanna in forma specifica, prevalendo, tanto in dottrina quanto in giurisprudenza, l'orientamento della non coercibilità dell'impegno, stante la libertà del voto e l'efficacia meramente obbligatoria dell'impegno stesso. Tanto l'inadempimento dei patti di voto che di quelli di blocco legittimerebbe il risarcimento del danno, rimedio che appare, tuttavia, spesso scarsamente soddisfattivo rispetto al danno procurato dal pattista inadempiente.

Nel tempo si è tentato anche di andare oltre il mero rimedio risarcitorio, promuovendo una sostanziale revisione dell'orientamento tradizionale¹⁰⁸.

Parte della dottrina tende a riconoscere l'esperibilità dei rimedi reali in tutte le forme processualmente previste¹⁰⁹, non ravvisando ostacoli e contraddizioni inespugnabili rispetto alle norme processuali.

¹⁰⁷ L. SAMBUCCI, *Patti parasociali e fatti sociali*, cit., p. 192

¹⁰⁸ A questi sforzi revisionisti si oppone, tra i vari, L. SAMBUCCI, *Patti parasociali e fatti sociali*, cit., p. 193 s., il quale ritiene che, in riferimento all'Italia, «il sistema non sia ancora maturo per la convergenza verso gli approdi raggiunti in diverse esperienze giuridiche, sebbene in singole ipotesi consenta di raggiungere i risultati prossimi». Con questa affermazione egli intende sottolineare il fatto che espedienti ammessi nell'ordinamento francese (e in altri) non possono essere impiantati *de plano* nel nostro paese, e che, sebbene anche in Italia ci siano state delle pronunce favorevoli all'esperibilità di strumenti diversi rispetto al rimedio risarcitorio, esse sono da considerarsi dei casi "isolati", non estendibili a considerazioni di carattere generale.

¹⁰⁹ Per V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 206 s. sarebbero esperibili «(i) provvedimenti giudiziari recanti ordini o divieti in ordine all'esercizio dei diritti sociali (e finanche del diritto di voto)», «(ii) provvedimenti di esecuzione forzata ai sensi dell'art. 612 c.p.c., come la nomina di un ausiliario del giudice, delegato ad esprimere

Quanto all'assunta incoercibilità dell'obbligo di esprimere il voto in assemblea, che sarebbe, secondo alcuni, di ostacolo al ricorso a rimedi reali, tale problema sarebbe superabile ammettendo che il voto possa essere espresso da altri in luogo del socio, ovvero, quand'anche venisse riconosciuta l'infungibilità di tale obbligo, il ricorso potrebbe sfociare in un provvedimento di natura sanzionatoria nei confronti del paciscente inadempiente.

Appare pacifico, in ogni caso, che l'eventuale provvedimento cautelare non potrebbe prevedere, in luogo di inadempimento dell'obbligo imposto, la declaratoria di nullità della delibera assembleare. Tale aspetto rende ancora più opportuna una tutela preventiva laddove il danno derivante da una decisione, assunta in violazione del patto parasociale e non suscettibile di essere invalidata per ovvie esigenze di tutela dei terzi, difficilmente potrebbe trovare equa soddisfazione attraverso tutela esclusivamente risarcitoria.

Altra obiezione al ricorso all'esecuzione in forma specifica farebbe leva sulla sua sostanziale ed effettiva impraticabilità, in quanto la trasgressione del sindacato di voto si paleserebbe solo al termine dell'assemblea. E, tuttavia, qualora il patto oggetto di violazione mirasse a spiegare i propri effetti anche in assemblee future, esso potrebbe comunque beneficiare di una tutela a carattere reale, funzionale a rimedi sul voto nelle successive assemblee.

Infine, a chi riscontra nei rimedi reali una privazione della libertà di disporre dei diritti sociali, questa parte della dottrina risponde con la palese irrazionalità di sostenere che i «patti parasociali, pur potendo legittimamente contenere previsioni negoziali di prevenzione dell'inadempimento a carattere reale, non possano poi accedere all'intero strumentario delle possibili misure giudiziali (anche cautelari) di prevenzione di un inadempimento temuto e/o di reazione a un inadempimento conclamato»¹¹⁰.

il voto in luogo del socio» e «(iii) provvedimenti giudiziari recanti misure di coercizione indiretta per il caso *sub (i)*, surrogati dell'esecuzione forzata degli obblighi di fare infungibili ai sensi dell'art 614-*bis* c.p.c.».

¹¹⁰ V. DONATIVI, Patti parasociali, cit., p. 209.

CAPITOLO II

I PATTI PARASOCIALI NELLE S.P.A QUOTATE E NELLE CONTROLLANTI

SOMMARIO: 1. I principi di fondo della disciplina speciale delle società quotate. – 2. La parasocialità: identificazione della fattispecie tracciata dal T.U.F. – 2.1. Ambito soggettivo di applicazione. – 2.2. Ambito oggettivo di applicazione. – 3. La disciplina: la ricerca di un punto di equilibrio. – 3.1. La *disclosure* dei patti e l'inosservanza degli obblighi di legge: il cuore della disciplina. – 3.1.1. I profili sanzionatori. – 3.2. La durata del patto e il diritto di recesso.

1. I principi di fondo della disciplina speciale delle società quotate

Volendo focalizzare l'attenzione sul fenomeno parasociale nelle società quotate, la cui disciplina è contenuta nel Testo Unico sulla Finanza¹¹¹, si ritiene opportuno, in via preliminare, indagare i principi e le linee guida che hanno ispirato il legislatore nella stesura di questo testo normativo.

A tal proposito, «si deve muovere dagli artt. 91 e 92 del t.u.i.f., che, al di là delle rispettive rubriche¹¹², dettano alcune importanti «disposizioni generali» sia pure formalmente rivolte alla Consob e alle società emittenti»¹¹³.

Dal testo dell'art. 91 del TUF si comprende come per il nostro ordinamento sia di primaria importanza la «tutela degli investitori», primo obiettivo cui deve essere rivolta l'attività di vigilanza della Consob.

Inoltre, l'ordinamento italiano si impegna a garantire, *ceteris paribus*, parità di trattamento «a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati»¹¹⁴, nonché «gli strumenti e le informazioni necessari per l'esercizio dei loro diritti»¹¹⁵.

¹¹¹ Il "Testo Unico della Finanza" è generalmente richiamato con l'acronimo TUF.

Esso è stato introdotto con il decreto legislativo 58/1998, dopo anni di lavoro sotto la supervisione di Mario Draghi, ed è stato aggiornato diverse volte da allora. Si tratta un corpo normativo che racchiude una grande varietà di leggi afferenti a diverse aree del diritto dei mercati finanziari, la «razionalizza e la rende compatibile con l'intero spettro della disciplina comunitaria in tema di mercati finanziari» (www.borsaitaliana.it).

Tra le principali materie, estremamente variegata, che il TUF disciplina vi sono la tassazione sui redditi, l'IVA, l'imposta sulle società, le procedure di accertamento fiscale, le sanzioni tributarie, la contabilità e i bilanci delle imprese.

¹¹² In particolare, le rubriche cui si fa riferimento sono "Poteri della Consob" per l'art. 91 e "Parità di trattamento" per l'art. 92.

¹¹³ M. CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Bologna, 2020, p. 11.

¹¹⁴ Art. 92, comma 1, TUF

¹¹⁵ Art. 92, comma 2, TUF

È evidente, sulla base di quanto appena detto, come la disciplina speciale introdotta dal TUF miri a promuovere la trasparenza e la correttezza delle attività finanziarie, a salvaguardare gli interessi dei risparmiatori e degli investitori¹¹⁶, a prevenire le frodi e le manipolazioni di mercato e a garantire il corretto funzionamento dei mercati finanziari.

Per raggiungere tali obiettivi il legislatore ha disposto dei principi fondamentali, veri e propri pilastri nella disciplina della materia trattata.

Il primo di questi è la trasparenza informativa. Si tratta di un elemento essenziale nella disciplina speciale delle società quotate al fine di garantire la corretta informazione degli investitori e il regolare funzionamento dei mercati finanziari. Proprio per questo le società quotate sono tenute a fornire una vasta gamma di informazioni ai propri azionisti, agli investitori e al pubblico in generale. Ciò ad evidenziare il fatto che l'informazione è un bene-interesse che riguarda non solo gli azionisti attuali della singola società ma l'intera collettività e la società nel suo complesso; in esse potrebbero peraltro trovarsi dei potenziali futuri investitori. D'altronde, garantire che tutti abbiano la possibilità di accesso a informazioni quantitativamente e qualitativamente equivalenti è precondizione essenziale per far sì che tutti gli investitori siano sottoposti a parità di trattamento.

Un secondo pilastro del TUF è quello che punta a promuovere una *governance* societaria che susciti l'interesse degli investitori nelle dinamiche sociali e che rifugga dalla cristallizzazione degli assetti proprietari, dovendo, al contrario, promuovere un certo dinamismo e una "sana" contendibilità del controllo. A tal fine, senza soppiantare le norme del Codice civile ma arricchendole, il TUF pone grande attenzione al dialogo tra soci e amministratori e alla risoluzione di possibili conflitti di interesse gravanti su questi ultimi o sugli azionisti di controllo. Inoltre, sempre per le società quotate, è previsto un ferreo meccanismo di controlli che si attua su tre diversi livelli: da una lato, quello interno, vi è la specifica funzione del collegio sindacale¹¹⁷, organo deputato, appunto, all'attività di controllo interaziendale, ed al quale competono specifici doveri di vigilanza anche nei confronti della Consob; dall'altro è

¹¹⁶ È proprio nella salvaguardia di questi soggetti che si rinviene la *ratio* di una tutela che appare, già da un primo approccio, più "robusta" rispetto a quella contemplata dal Codice civile alle s.p.a. diverse dalle quotate.

Le diverse forme di tutela assicurate dal TUF e dal Codice civile rispecchiano le differenti finalità perseguite dagli azionisti delle società per azioni quotate e non quotate, le quali si differenziano in relazione alle peculiarità delle due tipologie di società.

In generale, le finalità degli azionisti delle s.p.a. quotate si concentrano maggiormente sull'ottenimento di un rendimento finanziario, mentre quelle degli azionisti delle s.p.a. non quotate tendono ad essere più legate alla gestione dell'azienda.

Di conseguenza, essendo gli azionisti delle società quotate più "lontani" dalla gestione dell'azienda, richiedono una maggiore attenzione da parte dell'ordinamento.

¹¹⁷ Per riportare in modo estremamente riassuntivo quanto previsto in tema di doveri del collegio sindacale dall'art 149 TUF, si può dire che esso ha il compito di vigilare sulla corretta gestione della società, verificare la regolarità dell'amministrazione, controllare il rispetto delle norme e segnalare eventuali irregolarità, fornendo un'importante garanzia di trasparenza e corretta informazione verso il mercato.

previsto l'obbligo di revisione legale dei conti¹¹⁸, effettuato da un revisore contabile indipendente e certificato, al fine di garantire una ulteriore verifica sulla trasparenza e sulla correttezza delle informazioni fornite dalle società quotate, finalizzata anche a consentire, agli investitori, di prendere decisioni d'investimento consapevoli e informate; infine, è attribuita alla Consob una “ingombrante” e costante attività di vigilanza e controllo.

La severità e il rigore che traspasiano dalla disciplina speciale delle società quotate contenuta nel TUF hanno creato un evidente allontanamento rispetto alle tendenze normative del Codice civile in tema di spa ordinarie.

Invero, tale divario, anche se meno accentuato, era già stato notato dalla dottrina sin dalla legge n. 216/1974¹¹⁹, tanto da averla indotta a ipotizzare che le spa quotate potessero configurarsi come tipo legale distinto e diverso rispetto a quello “di base” disciplinato nel Codice civile. Tale possibilità è stata, poi, del tutto fugata con la riforma societaria del 2003, e, in particolare, con l'art. 2325-*bis* c.c.; in tale articolo, infatti, sono stati individuati due specifici segmenti di spa, «società ordinarie e società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, fra queste ultime ricomprendendo le società con azioni quotate in mercati regolamentari»¹²⁰. È evidente qui l'intento di ricondurre ad unità le varie *species* di società per azioni, che, pur con loro peculiarità, presentano i tratti caratterizzanti del *tipus* societario in questione.

Tuttavia, è innegabile il fatto che negli ultimi decenni i percorsi normativi riguardanti le spa quotate e le spa ordinarie abbiano tenuto traiettorie quantomeno divergenti. Se la tendenza generale in merito alle società per azioni è stata quella di propendere per un indebolimento della rigidità, che, soprattutto in confronto con le società a responsabilità limitata, caratterizzava questo tipo societario, al contrario, l'orientamento per le società quotate è stato di segno opposto. Queste ultime, essendo considerate «enti di interesse pubblico»¹²¹, devono la specialità ed imperatività della loro disciplina «alla continua negoziazione fra il pubblico e alla relativa mobilitazione del risparmio, alla facilità di entrata ed uscita degli investitori, al

¹¹⁸ Per vero, molte disposizioni in materia sono contenute non nel Testo Unico della Finanza ma nel decreto legislativo n. 39/2010.

¹¹⁹ Questa legge fu introdotta il 7 Giugno 1974 ed è oggi ricordata in dottrina come “mini-riforma del diritto societario”. L'appellativo, indubbiamente giustificato, deriva dal fatto che tale legge ha segnato un netto cambio di passo rispetto a un passato tutt'altro che florido e con scarsi sforzi normativi in tema di società quotate. Con la promulgazione della legge 216/1974, cui ha contribuito in modo determinante l'economista di formazione giuridica Guido Carli, l'Italia ha assistito all'istituzione della Consob e all'introduzione di una prima forma di disciplina in tema di trasparenza informativa delle società quotate a tutela degli investitori. Per fare un esempio, è stata proprio questa legge ad aver stabilito l'obbligo di certificazione dei bilanci. In questo modo, si cercava di dissipare quell'alone di incertezza che contraddistingueva le grandi società italiane, soprattutto se private.

¹²⁰ M. CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, cit., p. 13.

¹²¹ D.lgs. n. 39/2010

rischio finanziario correlato alle decisioni degli stessi; elementi e fattori che peraltro giustificano la vigilanza pubblica sulle stesse società quotate»¹²².

2. *La parasocialità: identificazione della fattispecie tracciata dal T.U.F.*

La disciplina dei patti parasociali tra gli azionisti delle quotate è contenuta principalmente negli artt. 122 e 123 del TUF¹²³, ma a regolare la complessità del fenomeno parasociale nell'ambito delle società quotate italiane soccorrono anche altre norme del TUF e del Regolamento Emittenti¹²⁴.

I due articoli sopra menzionati, dall'impostazione successivamente ripresa anche nella riforma del Codice civile del 2003, contengono una regolazione dei patti in termini di durata e di pubblicità degli stessi.

La *ratio* degli articoli 122 e 123 del TUF si inserisce nell'ambito dei principi generali della disciplina speciale delle società quotate e consiste nell'assicurare la trasparenza delle operazioni che coinvolgono tali società, garantendo la pubblicità dei patti parasociali e la conoscenza degli stessi da parte degli investitori e degli altri soggetti interessati.

Una particolare classe di soggetti che si intende tutelare mediante queste norme è quella degli azionisti di minoranza: infatti, proprio la Consob ha affermato che «in un'ottica di tutela degli investitori e degli azionisti di minoranza, si è inteso disciplinare quei profili delle convenzioni parasociali che maggiormente rilevano per gli assetti proprietari delle società quotate: la pubblicità e la durata. Con la previsione di un regime di pubblicità si è inteso garantire l'assoluta trasparenza degli assetti proprietari e di controllo delle società quotate»¹²⁵.

La protezione degli azionisti di minoranza non elimina la possibilità che tali norme possano rappresentare una forma di tutela anche per il mercato nel suo complesso¹²⁶. Infatti, se da un lato la disciplina in esame è afferente all'ambito specificatamente societario, dall'altro essa non esclude che gli effetti positivi derivanti dalla sua applicazione possano ricadere indirettamente sul mercato nel suo complesso. Quest'ultimo, ad esempio, potrebbe sfruttare

¹²² M. CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, cit., p. 16.

¹²³ Per la precisione, all'interno del TUF questi due articoli sono collocati nella Sezione I, all'interno della «Disciplina delle società con azioni quotate» del Titolo III della «Disciplina degli emittenti».

¹²⁴ Il Regolamento Emittenti della Consob consiste in un insieme di norme emanate dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) che disciplinano l'attività di informazione, trasparenza e pubblicità delle società quotate in Italia, nonché dei soggetti che operano sui mercati finanziari italiani.

¹²⁵ Comunicazione n. DIS/29486 del 18 Aprile 2000

¹²⁶ In merito, è stato osservato come «l'ottica seguita dal legislatore speciale è funzionale al monitoraggio degli assetti societari, al fine di assicurare un costante flusso informativo verso il mercato, gli organismi di vigilanza, e, conseguentemente, gli azionisti di minoranza» (V. BASSI, *Nullità sanabile dei patti parasociali viziati da tardivo adempimento (nota a Trib. Como, 31 gennaio 2000)*, in *Dir. prat. soc.*, 2000, n. 7, p. 65 e s.).

la conoscenza degli assetti di controllo della società, e dei suoi esiti gestionali, per facilitare il trasferimento della *governance* a soggetti che sappiano gestirla in modo più proficuo¹²⁷.

Inoltre, in un sistema societario come quello italiano, caratterizzato da una elevata concentrazione della proprietà azionaria, è ancor più forte «l'esigenza di porre il mercato (investitori, organi di vigilanza, comunità finanziaria), gli stessi soci e gli organi sociali, in condizione di poter conoscere l'allocazione del controllo e, in generale, le quote significative di potere detenute, così da poter individuare in definitiva il «centro» (o i «centri») cui ricondurre il potere di determinare le politiche e le scelte di vertice delle società quotate»¹²⁸.

Ma il legislatore del TUF non si è limitato a soddisfare questa esigenza di trasparenza; egli ha tentato, senza purtroppo riuscire completamente nell'intento¹²⁹, di rendere più contendibile e fluido l'assetto azionario delle grandi e medie-grandi imprese italiane.

Nonostante gran parte della dottrina sia concorde nel considerare gli artt. 122 e 123, con le loro previsioni, degli strumenti normativi idonei alla tutela della collettività, esistono anche delle voci dissenzienti, come quella¹³⁰ di chi ha ritenuto che sarebbe stato sicuramente più efficace assegnare direttamente alla Consob il compito/potere di autorizzare o vietare i singoli patti parasociali.

Resta il fatto che, ad oggi, sono questi due articoli a rappresentare la più significativa fonte normativa del fenomeno parasociale nelle società quotate.

Per andare a fondo della disciplina si inizierà col delineare la fattispecie cui essa è applicabile, estrapolandola dall'art. 122 del TUF.

¹²⁷ Sul punto si pronuncia M. PINTO, *La ratio del limite di durata dei patti parasociali a tempo determinato e l'art. 2341-bis, ultimo comma, c.c.*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 1006: «si ritiene, infatti, che incentivando il cambio del controllo delle società, si favorisca la allocazione dei poteri di gestione ai soggetti maggiormente in grado di provvedervi e, di conseguenza, si promuova una più efficace amministrazione delle imprese».

¹²⁸ F. CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario. La corporate governance delle società quotate*, Padova, 2010, p. 42

¹²⁹ Come osservato sulla base di alcune analisi da F. CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario. La corporate governance delle società quotate*, cit., p. 44, purtroppo, «l'aver aggiornato il quadro normativo non è stato di per sé sufficiente a modificare le caratteristiche di tendenziale concentrazione e scarsa mobilità degli assetti proprietari delle imprese italiane». E ciò perché, al contrario di chi aveva sostenuto che le caratteristiche societarie italiane dipendessero sostanzialmente da una normativa non in linea con le esigenze del mercato, spingere, mediante la legge, verso il modello di *public company* non può essere un metodo efficace se non è accompagnato dalla volontà degli investitori di muoversi in tal direzione.

¹³⁰ M. SCALIA, *Corporate Governance. La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati*, in *Giur. it.*, 1998, p. 1544.

2.1. *Ambito soggettivo di applicazione*

È indiscusso il fatto che le disposizioni racchiuse negli artt. 122 e 123 del TUF si applichino alle società quotate, in quanto nel testo normativo ricorre molto frequentemente lo specifico richiamo a tale tipologia di società.

È opportuno, tuttavia, chiedersi a quali tra le società quotate potenzialmente interessate si possa effettivamente applicare la disciplina in esame. A tal fine, viene in soccorso l'art. 119, sempre del TUF, il quale recita: «Le disposizioni del presente capo¹³¹ si applicano, salvo che sia diversamente specificato, alle società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea (società con azioni quotate)»¹³².

Tale precisazione contemplata nel dettato normativo crea alcuni problemi da un punto di vista logico-interpretativo.

In pratica, questa previsione esclude dall'ambito di applicazione della disciplina sia quei patti parasociali stipulati all'interno di società italiane ma quotate in mercati diversi rispetto a quelli dei paesi membri dell'Unione, sia quelli afferenti società non di diritto italiano ma quotate in mercati regolamentati italiani. A tal proposito, non si ravvede la ragione per la quale all'azionista di una società di diritto, ad esempio, francese, quotata nel mercato italiano non debba essere garantita la stessa forma di tutela di un azionista di una società italiana quotata nello stesso mercato dell'azionista francese¹³³.

Ulteriore incoerenza è riscontrabile in tale previsione ove si consideri che il raggio di applicazione della disciplina include non solo le società quotate ma anche, e genericamente, le loro controllanti.

Mancando sul punto qualsiasi tipo di specificazione, la dottrina è indotta a sostenere che le società controllanti possano anche essere non quotate¹³⁴ e possano assumere qualunque forma giuridica.

¹³¹ Essendo il capo cui si fa qui riferimento, “*Disciplina delle società con azioni quotate*”, lo stesso che racchiude anche gli artt. 122 e 123, è indubbio che tale disposizione travolga anche i suddetti articoli.

¹³² Il tutto con la necessaria puntualizzazione, inserita nell'art. 124 del TUF, che dà alla Consob la possibilità di esonerare dall'applicazione degli articoli in tema di patti parasociali le società di diritto italiano quotate in mercati dell'Unione europea (diversi da quello italiano).

¹³³ Questo è quanto osservato da D. PROVERBIO, *I patti parasociali. Disciplina, prassi e modelli contrattuali*, cit., p. 146.

¹³⁴ Nell'eventualità in cui una società non quotata controlli una quotata si apre la questione delle norme applicabili. In altri termini, ci si chiede se debbano farsi prevalere le norme del TUF o quelle del Codice civile in materia di patti parasociali.

Tale problema non si pone nel caso delle società quotate, in quanto, nonostante l'art. 2325-*bis* c.c. preveda l'applicazione delle norme di quel titolo alle società con azioni quotate in mercati regolamentati, esso lascia aperta la possibilità di applicare disposizioni diverse su previsione di leggi speciali; e, infatti, il TUF, inequivocabilmente appartenente alla categoria delle leggi speciali, prevede che le norme codicistiche in tema di patti parasociali non si applichino a quelli afferenti alle società quotate.

Per le società non quotate la situazione appare ben diversa, ma, nonostante i dubbi, a parer di D. CATERINO, *I patti parasociali nella riforma del diritto societario: primi appunti*, in AA.VV., *Atti delle giornate di studio su: La riforma del*

La *ratio* dell'includere nell'applicazione della disciplina anche società non quotate, purché controllanti società quotate, sta nel voler evitare che un'interpretazione restrittiva del dato normativo finisca per penalizzare gli investitori di una quotata, che, seppur non direttamente ingerita nel patto parasociale, potrebbe comunque veder limitata la contendibilità del proprio governo societario a causa di un patto stipulato, a monte, dalla sua controllante non quotata. Simili considerazioni e ragioni porterebbero la dottrina a propendere per un'interpretazione estensiva anche in tema di forma giuridica della società controllante. Per vero, ad aver suscitato dei dubbi è stata la possibilità di considerare, ai fini dell'applicazione della disciplina, anche soggetti controllanti aventi forma giuridica non societaria.

A favore dell'ammissione di tale possibilità si è pronunciato Vincenzo Donativi nei seguenti termini: «quegli interessi, la cui valenza non muterebbe di certo per la sola diversa forma giuridica del soggetto controllante, sarebbero privati di quella tutela e rimarrebbero quindi scoperti senza che il differente trattamento normativo possa poggiare su una giustificazione razionale»¹³⁵. Questa considerazione, seppur condivisibile nell'ambito della disciplina codicistica, sembrerebbe essere parzialmente messa in dubbio dall'autore stesso relativamente alle società quotate, in merito alle quali un'interpretazione estensiva della fattispecie vedrebbe potenzialmente investiti dalle sanzioni amministrative previste *ex art.* 193 TUF anche soggetti apparentemente non presi in considerazione dal legislatore¹³⁶.

Ulteriori dubbi sono emersi con riguardo all'art. 122, comma 5, lett. *b*), TUF, dove si legge che le disposizioni dell'articolo in questione si riferiscono, tra i vari, ai patti «che pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse». È proprio quell'espressione “relative azioni” a creare delle controversie, soprattutto se confrontata con altri punti dello stesso articolo, come quello riguardante i patti «aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano»¹³⁷, oppure quelli «aventi per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società»¹³⁸. In sostanza, non si vede perché in relazione ai patti di voto e ai patti di gestione il testo normativo faccia

diritto societario, Bari, 2004, p. 124, comunque «l'identità di *ratio* rispetto alla disciplina delle quotate suggerisce che la clausola di specialità di cui all'art. 2325-*bis* valga anche per loro».

¹³⁵ V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 228. Per approfondire la sua posizione si può dire che, inizialmente, egli aveva escluso la possibilità di includere nella fattispecie anche soggetti controllanti dalla forma giuridica non societaria, per poi cambiare orientamento sulla scorta del ragionamento che vede il dettato normativo semplicemente “limitato” alle situazioni più comuni nella prassi, senza voler realmente escludere una situazione che, comunque, potrebbe impedire la piena contendibilità del governo della quotata controllata.

¹³⁶ Una tale eventualità creerebbe problemi di incompatibilità con il principio di stretta legalità, pilastro della giustizia penale italiana. Questo principio ha diverse conseguenze importanti per il sistema giudiziario italiano; tra le varie, esso implica che l'interpretazione della legge deve essere rigorosa e letterale, senza possibilità di estensioni analogiche che possano ampliare il campo di applicazione della norma.

¹³⁷ Art. 122, comma 1, TUF

¹³⁸ Art. 122, comma 5, lett. d), TUF

riferimento a una generica forma di controllo “a monte” sulla società quotata, mentre per i patti di blocco ci sia una specifica previsione a limitare l’applicazione della disciplina solo a patti concernenti il trasferimento di azioni. «Dubbio è pertanto se è intenzione del legislatore assoggettare alla disciplina *de quo* anche i sindacati di blocco relativi a società controllanti, posto che le stesse potrebbero avere veste diversa da quella della società per azioni»¹³⁹. Secondo parte della dottrina tali dubbi sarebbero comunque superabili sulla scorta del fatto che il legislatore *minus dixit quam voluit*, e che, quindi, anche in questo contesto, sarebbe applicabile un’interpretazione di tipo estensivo. D’altra parte, non avrebbe senso aderire a un’interpretazione letterale limitatamente al caso dei sindacati di blocco¹⁴⁰.

Approfondendo le considerazioni, stavolta in riferimento all’art. 122, comma 5, lett. d), TUF, sopra riportato, l’espressione “esercizio anche congiunto dell’influenza dominante” «è da ascrivere alla circostanza che l’art. 93 Tuf, contenente la definizione di controllo ai sensi del Tuf¹⁴¹, non riconosce la fattispecie del controllo congiunto, vale a dire che una società quotata possa essere soggetta contestualmente al controllo combinato di due o più soggetti»¹⁴². In tal modo, il dettato normativo vuole impedire che il caso di un controllo esercitato collettivamente da più soggetti partecipanti a un patto parasociale su una società quotata possa “sfuggire” agli obblighi previsti in tema di durata e di *disclosure*.

Resta sempre fermo il fatto che la portata estensiva della fattispecie trova il suo limite, in materia di controllo, nella propagazione verticale ascendente; ciò significa che, in linea di principio, sono escluse dall’applicazione della disciplina le propagazioni, sempre verticali, ma discendenti¹⁴³ e quelle collaterali del controllo¹⁴⁴.

Altra questione dibattuta in dottrina riguarda la necessità o meno che il perseguimento della finalità alla base della stipulazione del patto parasociale sia condiviso anche dalla società controllata, oltre che, ovviamente, dalla controllante. Il dubbio appare legittimo dal momento che, se nel Codice civile è fatta espressa previsione della necessità che i patti parasociali

¹³⁹ A. POMELLI, *Sub art. 122*, in AA.VV., *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, t. II, cit., p. 1274, nota 25.

¹⁴⁰ M. PINNARÒ, *I patti parasociali*, in AA.VV., *La nuova disciplina delle partecipazioni sociali nelle società quotate* (estratto da AA.VV., *Intermediari finanziari mercati e società quotate*), a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro, Torino, 1999, p. 144 ss.

¹⁴¹ È pacifico che per gli artt. 122 e 123 del TUF il punto di riferimento in termini di nozione di controllo sia l’art. 93 del TUF. D’altronde, è proprio l’articolo 93 a stabilire le imprese che devono essere considerate controllate «nella presente parte». Quest’ultima espressione si riferisce alla stessa parte in cui sono ricompresi anche gli articoli 122 e 123, cioè quella contenente la “*Disciplina degli emittenti?*” (V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 376).

¹⁴² A. POMELLI, *Sub art. 122*, in AA.VV., *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, t. II, cit., p. 1277

¹⁴³ In tale situazione, la proprietà e il controllo si propagano verso il basso attraverso una serie di strutture societarie collegate. Un esempio può essere fornito da un patto parasociale stipulato da società quotate, ma per il controllo di una non quotata.

¹⁴⁴ Ciò significa che la proprietà e il controllo si propagano tra società parallele piuttosto che lungo una catena verticale di sussidiarie. In tal senso, è escluso dall’applicazione della disciplina il patto che, seppur stipulato tra società quotate, interferisca sulla *governance* di società non quotate soggette a comune controllo con una quotata.

debbano avere come finalità quella di stabilizzare gli assetti proprietari e il governo della società oggetto del patto, nel TUF tale dettato manca.

Pertanto, sul punto si registrano posizioni discordanti.

Da un lato, vi è chi ritiene che «Per quanto non dichiarato espressamente, il fine di stabilizzazione degli assetti proprietari o del governo della società finisce per essere implicitamente e naturalmente rilevante anche per i patti relativi alle società quotate.»¹⁴⁵; dall'altro, invece, si sostiene che l'esigenza di maggior tutela da garantire nell'ambito delle società quotate abbia spinto il legislatore del TUF ad "allentare" il rigorismo del criterio selettivo finalistico utilizzato nel Codice civile. Secondo quella parte della dottrina che sostiene questa posizione, non potrebbe aversi la certezza che un patto parasociale, pur non avendo come finalità principale quella di stabilizzazione, possa comunque essere idoneo a limitare la contendibilità del governo di una società quotata controllata. A ciò si aggiunge l'osservazione di chi ha rilevato che «sarebbe difficile, per non dire impossibile, se non in casi davvero "di scuola", andare ad individuare in una qualsiasi intesa parasociale quale sia la parte che influenzi anche le controllate, e quale, invece esaurisca i suoi effetti avuto riguardo alla sola controllante»¹⁴⁶.

Infine, si ritiene necessario puntualizzare che, se, da una parte, è indubbio che il patto parasociale si debba riferire a una società quotata, dall'altra, non sembra assolutamente necessario che le azioni implicate nel patto stesso siano quotate, essendo ben possibile che non tutte le azioni emesse dalla società quotata siano effettivamente ammesse alla quotazione¹⁴⁷, laddove, ad esempio, una quotata abbia emesso azioni di diverse categorie, non tutte oggetto di quotazione.

¹⁴⁵ A. POMELLI, *Sub art. 122*, in AA.VV., *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, t. II, cit., p. 1271. Con lui concorda, tra i tanti, anche E. MACRÌ, *Sub artt. 122-123 TUF*, in *Le società per azioni. Codice civile e leggi complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, a cura di M. Campobasso, V. Cariello e U. Tombari, t. II, Milano, 2016, p. 3864, il quale sostiene che il fine di stabilizzazione debba afferire la società controllata quotata.

¹⁴⁶ A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricordo al mercato del capitale di rischio*, nel *Tratt. dir. civ. del Cons. Naz. del Not.*, diretto da P. Perlingieri, Napoli, 2005, p. 347, nota 858.

¹⁴⁷ Questo concetto è stato efficacemente espresso da V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 378 s. con l'affermazione che vede «la quotazione come presupposto soggettivo (afferente alla società con cui il patto è riferito), non anche come presupposto oggettivo (afferente alle azioni "sindacate")». Oltre al fatto che è proprio l'art. 122 ad indicare la quotazione in riferimento alla società e non alle azioni («nelle società con azioni quotate»), sarebbe irragionevole escludere le azioni non quotate, dal momento che la fattispecie ricomprende anche società controllanti non quotate, che, quindi, per definizione, non potrebbero emettere azioni quotate. Inoltre, la non quotazione delle azioni non impedirebbe al patto parasociale di incidere della *governance* societaria; pertanto, non si vedrebbe la ragione di escludere tali patti dall'applicazione della disciplina in esame.

2.2. *Ambito oggettivo di applicazione*

Tenendo a mente la delineazione delle caratteristiche soggettive compatibili con l'applicazione della disciplina dei patti parasociali tracciata dal TUF, ci si accinge ora ad esaminare i presupposti oggettivi realmente rilevanti.

Diversamente da quanto stabilito dal Codice civile all'art. 2341-*bis*, in cui, oltre alla classificazione dei patti rilevanti, è presente un ulteriore presupposto inerente alla finalità¹⁴⁸ dei patti legislativamente menzionati, nel TUF manca la menzione di questo requisito "finalistico" aggiuntivo. Questa mancanza normativa nella previsione del TUF ha portato la dottrina a sostenere tesi diverse.

La dottrina maggioritaria eleva a presupposto implicito, e quindi valevole anche nel TUF, quel fine di stabilizzazione degli assetti proprietari e del governo della società presente nel Codice civile. In sostanza, è come se quella previsione servisse, non solo nella normativa codicistica, ma anche in quella del TUF, a qualificare un patto come parasociale. Pertanto, se, pur in presenza di tutti i requisiti, mancasse quel determinato fine, un patto non potrebbe rientrare nel fenomeno parasociale.

Questa netta presa di posizione trova il suo fondamento in una già citata¹⁴⁹ pronuncia della Consob, nella quale si dava rilevanza unicamente a quei patti aventi lo «scopo di dare un indirizzo unitario all'organizzazione e alla gestione sociale» e «"cristallizzare" determinati assetti proprietari»¹⁵⁰. Si è pertanto affermato che un «patto parasociale è rilevante soltanto se crea un sodalizio votato a promuovere o mantenere fermo un determinato disegno comune dei partecipanti e destinato ad avere effetti duraturi sugli assetti di potere, da realizzarsi attraverso un esercizio concertato dei diritti sociali e una volontaria sottoposizione ad obblighi contrattuali, di regola a soddisfacimento di un interesse comune»¹⁵¹.

Inoltre, questa dottrina trova la giustificazione del suo orientamento nella possibilità di evitare, per quei patti inidonei a influenzare in modo significativo il governo societario, l'onere di adempiere agli obblighi pubblicitari, limitando così i costi connessi alla regolamentazione e il pericolo di fornire al mercato informazioni superflue.

¹⁴⁸ Si fa qui riferimento al già menzionato «fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società».

¹⁴⁹ Si veda la nota 60.

¹⁵⁰ Comunicazione Consob n. DIS/29486 del 18 Aprile 2000

¹⁵¹ A. POMELLI, *Sub art. 122*, in AA.VV., *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, t. II, cit., p. 1271. Questi, sempre sul tema in questione, ha affermato che «Malgrado il Tuf non elevi espressamente la stabilizzazione degli assetti proprietari o del governo della società a requisito indispensabile dei patti parasociali rilevanti, appartiene al senso comune il riconoscere che i patti parasociali si distinguano da altri contratti che pur incidono sulla base azionaria della società per il fine che i primi si ripropongono, comune a tutti i paciscenti, di promuovere o salvaguardare una prestabilita struttura proprietaria e di potere». Dello stesso avviso è R. RORDORF, *Contratto e società*, in *Trattato del contratto*, a cura di V. Roppo, vol. 6: *Interferenze*, cit., p. 798.

Non sembra invece concordare con questa interpretazione A. PICCIAU, *Sub artt. 2341-bis e 2341-ter*, in AA.VV., *Costituzione – Conferimenti. Artt. 2325-2345*, a cura di M. Notari, nel *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, vol. I, Milano, 2008, p. 337.

Tuttavia, questo orientamento non appare convincente per altra parte della dottrina. In particolare, a non essere persuasiva è l'idea che il requisito causale di «stabilizzazione degli assetti proprietari o del governo» possa assurgere ad elemento qualificante dell'intera fattispecie parasociale. Secondo questa dottrina, non tutti i patti, seppur indiscutibilmente parasociali, presentano la finalità sopra enunciata. Di conseguenza, l'interpretazione più ragionevole sarebbe quella che vede questo fine di stabilizzazione come criterio selettivo per l'applicazione della disciplina, limitatamente al Codice civile. Per quanto riguarda il TUF, analoga funzione sarebbe svolta da «un criterio “quantitativo” (la soglia del 3%/5% di cui all'art. 120, comma 2, richiamata dall'art. 122, comma 5-ter), che da un lato allarga in modo sostanziale il perimetro della fattispecie (posto che il parametro del 3%/5% tende ad abbassare la soglia di rilevanza quale ordinariamente ricavabile dal fine di stabilizzazione), dall'altro rimuove ogni incertezza applicativa (in ragione del carattere oggettivo e agevolmente misurabile di un criterio puramente dimensionale a confronto col carattere elastico e con la endemica discrezionalità valutativa del criterio finalistico)»¹⁵². In tal caso, i caratteri qualificatori dei patti parasociali nelle società quotate non dovrebbero essere “presi in prestito” dalle norme codicistiche, ma, piuttosto, dovrebbero ricavarsi dai tratti generali del fenomeno parasociale, identificati nel precedente capitolo.

Se nel Codice civile è discussa la possibilità o meno di includere nella fattispecie parasociale i patti di minoranza, non idonei ad incidere significativamente sul governo societario, nel TUF il problema sembra non porsi. Infatti, la presenza del criterio di selezione sopra enunciato farebbe sì che anche i patti parasociali tra soci di minoranza, qualora rispettino le percentuali ivi indicate, possano legittimamente essere inclusi nell'ambito di applicazione della disciplina agli artt. 122 e 123¹⁵³.

Nonostante questa considerazione generale sia piuttosto pacifica in dottrina, a una disamina più dettagliata dell'art. 120 TUF, cui rinvia l'art. 122 TUF per l'individuazione delle percentuali minime per la rilevanza dei patti, sorgono dei dubbi interpretativi.

¹⁵² V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 381.

La dottrina maggioritaria, invece, ritiene che il criterio selettivo sopra menzionato vada a favore della propria tesi; tale criterio viene interpretato come un elemento a sostegno del fine di stabilizzazione. In sostanza, «il presupposto è che la riunione in sindacato di partecipazioni azionarie minimali non possa portare alla cristallizzazione degli assetti proprietari, ad incidere sul funzionamento degli organi sociali ovvero a condizionare l'andamento delle quotazioni dei titoli e quindi sia irrilevante o possa avere effetti fuorvianti imporre una comunicazione del patto alla società e al mercato» (A. POMELLI, *Sub art. 122*, in AA.VV., *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, t. II, cit., p. 1271).

¹⁵³ Si può, pertanto, affermare che quel parametro del 3%/5% ha una valenza sia positiva che negativa, nel senso che è idoneo ad indicare non solo i patti che non hanno rilevanza, ma anche quelli che, soddisfacendo tale criterio quantitativo, assumono significatività per la disciplina in esame. E ciò è conseguenza del fatto che nel TUF, a differenza che nel Codice civile, non opera quel fine di stabilizzazione che comporterebbe, anche qualora il patto rispettasse le soglie quantitative, di dover valutare lo stesso anche in termini qualitativo-finalistici. Di talché, sarebbero automaticamente esclusi dalla fattispecie i patti di minoranza.

Il primo di questi dubbi riguarda le modalità con le quale deve essere calcolata la percentuale critica del 3%/5%. Le perplessità nascono dal primo comma dell'art. 120 TUF, dove si ripete più volte che la definizione del capitale sociale dipende dalle azioni con diritto di voto che lo rappresentano. In merito, la dottrina si è chiesta se per il calcolo della soglia critica delle pattuizioni parasociali nelle società quotate debbano essere considerate solo le azioni sindacate con diritto di voto o se, invece, possano essere ricomprese nel computo della percentuale anche quelle senza diritto di voto. A tal proposito, è stato osservato come il riferimento che l'art. 122 TUF fa all'art. 120 si limiti al suo secondo comma: «Gli obblighi di comunicazione di cui al comma 1 del presente articolo non si applicano ai patti, in qualunque forma stipulati, aventi ad oggetto partecipazioni complessivamente inferiori alla soglia indicata all'articolo 120, comma 2»¹⁵⁴. Il rinvio dell'art. 122 è circoscritto, quindi, alla sola soglia indicata all'art. 120, comma 2, e non anche a quanto stabilito al comma 1 dello stesso articolo. Pertanto, sarebbe da escludere l'ipotesi di considerare rilevanti solo le azioni sindacate con diritto di voto. Inoltre, una simile ipotesi si porrebbe deliberatamente in contrasto con la *ratio* alla base della disciplina in tema di patti parasociali, dal momento che azioni anche prive di diritto di voto potrebbero limitare la contendibilità del governo societario, intesa anche come cristallizzazione degli assetti proprietari.

Un altro punto da chiarire riguarda sempre questa soglia critica. La dottrina si è interrogata sul tenore della percentuale indicata al comma 2 dell'art. 120 TUF e, in particolare, se questa debba essere considerata fissa e in ogni caso pari al 3%/5%, oppure se esista la possibilità che sia “pilotata” dalla Consob in base alle esigenze di mercato, come statuito dal comma 2-*bis* dello stesso articolo¹⁵⁵.

Sul punto, parte della dottrina si è pronunciata in senso negativo sulla scorta del ragionamento che vede «il rinvio alla soglia minima di cui all'art. 120, comma 2, e non anche alla soglia “mobile” di cui all'articolo 120, comma 2-*bis*» come segnale inequivocabile del fatto che «anche qualora la Consob eserciti il potere delegato dal comma 2-*bis* di abbassare temporaneamente la soglia minima per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti per determinate società ad elevata capitalizzazione e parcellizzazione dell'azionariato, la soglia di rilevanza dei patti parasociali afferenti a tali società continuerà ad essere quella fissata per legge al comma 2»¹⁵⁶. In altri termini, il semplice fatto che l'art. 122 TUF al comma 5-*ter* non

¹⁵⁴ Art. 122, comma 5-*ter*, TUF

¹⁵⁵ Per riportare i termini specifici dell'art. 120, comma 2-*bis*, TUF: «La Consob può, con provvedimento motivato da esigenze di tutela degli investitori nonché di efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali, prevedere, per un limitato periodo di tempo, soglie inferiori a quella indicata nel comma 2 per società ad azionariato particolarmente diffuso».

¹⁵⁶ A. POMEELLI, *Sub art. 122*, in AA. VV., *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, t. II, cit., p. 1279.

faccia esplicito riferimento anche al comma 2-*bis*, oltre al comma 2, permetterebbe di escludere la possibilità di rendere la soglia critica mobile anche per le pattuizioni parasociali. A convalidare questa tesi, inoltre, sarebbe il fatto che il comma 5-*ter* dell'art. 122 è stato introdotto successivamente agli altri commi dello stesso articolo e, in particolare, al momento del suo inserimento¹⁵⁷, era già presente il comma 2-*bis* dell'art. 120. Pertanto, il legislatore sembrerebbe aver intenzionalmente scelto di escludere il riferimento al comma inerente alla cosiddetta soglia mobile.

D'altronde, a pensarla diversamente si sfocerebbe in un problema applicativo: «una volta adottato un provvedimento di abbassamento della soglia da parte della Consob, per i patti parasociali stipulati successivamente a tale data varrebbe a tutti gli effetti la nuova soglia, mentre ci si dovrebbe chiedere se debbano formare oggetto degli adempimenti pubblicitari (...) i patti già precedentemente stipulati, che aggregassero partecipazioni superiori alla soglia ribassata ma inferiori a quella del comma 2»¹⁵⁸.

Altro dubbio riguarda poi se quanto previsto per l'art. 122, e quindi la soglia di cui discusso pocanzi, sia applicabile anche all'art. 123, dal momento che questo articolo sottomette l'applicazione della propria disciplina ai patti indicati dall'art. 122. In altre parole, il dubbio è se la soglia di rilevanza afferisca solo agli obblighi di *disclosure* e non anche allo sbarramento temporale delle pattuizioni parasociali. In merito, nonostante il comma 5-*ter* dell'art. 122 e il suo rinvio alla soglia quantitativa si riferiscano unicamente agli obblighi di comunicazione, non si vedrebbe la ragione alla base del considerare dei patti parasociali rilevanti per un aspetto e non per un altro, soprattutto considerando il fatto che la *ratio* della disciplina è esattamente la stessa.

Altro punto su cui la dottrina ha assunto posizioni diverse riguarda la questione dei patti che non rispettano i requisiti introdotti dal criterio quantitativo e, in particolare, se questi siano esentati solo dagli obblighi informativi nei confronti della società e della Consob o anche da quelli pubblicitari veri e propri. Una parte della dottrina è convinta del fatto che «l'esclusione sembra riferirsi soltanto agli «obblighi di comunicazione di cui al comma 1» dell'articolo 122 Tuif: quindi, alla comunicazione del patto alla Consob e all'emittente. Viceversa, il legislatore risulta aver conservato l'obbligo di pubblicazione per estratto e il deposito presso il registro delle imprese per tutti gli accordi riferiti agli emittenti o alle società che li controllano, indipendentemente dalla percentuale coalizzata»¹⁵⁹.

¹⁵⁷ Il comma in questione è stato aggiunto dall'art. 3 del D.lgs. n. 146 del 25.9.2009.

¹⁵⁸ V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 385.

¹⁵⁹ A. ROSA, *Patti parasociali e gestione delle banche*, Milano, 2010, p. 25 nota 62. Con questa posizione è d'accordo anche L. SAMBUCCI, *Patti parasociali e fatti sociali*, cit., p. 92, secondo cui «l'esenzione, riferita solo alle comunicazioni prescritte dal primo comma dell'art. 122 t.u.f. e dunque non estensibile agli obblighi di pubblicità,

Sull'altro versante c'è chi sostiene, invece, che qualora il legislatore avesse realmente voluto configurare la disciplina in tal modo, cioè separando gli obblighi informativi da quelli pubblicitari, non sarebbe stato così vago e fumoso nella formulazione della norma. Per di più, non si vedrebbe il motivo per cui sottomettere i patti sottosoglia agli adempimenti pubblicitari ma non alla comunicazione alla Consob e all'emittente. Pertanto, in questo caso il legislatore sarebbe stato semplicemente un po' laconico; di conseguenza, sarebbe qui applicabile un'interpretazione estensiva per far sì che i patti sottosoglia siano esonerati anche dagli adempimenti pubblicitari, oltre che dalle comunicazioni alle autorità competenti.

Ulteriore presupposto rilevante ai fini dell'applicazione del TUF, che si aggiunge ed integra quelli sopra esaminati, è quello dell'oggetto del patto, nonché, limitatamente ad alcune tipologie di patti, quello dell'effetto.

A tal riguardo, le fattispecie prese in considerazione dal TUF appaiono più ampie rispetto a quelle del Codice civile. E infatti, si osserva, da un lato, una perfetta coincidenza terminologica riguardo ai patti che disciplinano l'esercizio del diritto di voto, che prevedano limiti al trasferimento delle azioni e che regolino l'esercizio di un'influenza dominante, ai quali si aggiungono, in base al TUF, alcune tipologie ulteriori, che acquistano, evidentemente, nella scelta del legislatore, una specifica rilevanza nelle società quotate. Vengono dunque presi in considerazione nel TUF anche i patti di consultazione laddove questi prevedano un vero e proprio obbligo di consultazione e non una semplice facoltà.

Rientrano poi nell'elencazione del TUF anche i patti che pongono limiti al trasferimento di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto e di sottoscrizione delle azioni. L'inclusione di tale categoria trova la sua *ratio* nell'impatto che la previsione di tale limitazione ha sulla stabilità degli assetti azionari e sul governo della società. Appare non coerente, secondo parte della dottrina, la restrizione della previsione normativa a quegli strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto e di sottoscrizione di azioni, e non anche agli strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi e per i quali si spiegherebbero, nella eventuale pattuizione limitativa, effetti del tutto analoghi in termini di influenza sulla contendibilità e sul governo della società¹⁶⁰.

sembra riflettere effettivamente solo la superfluità dell'analogo adempimento in relazione alla partecipazione individuale per l'identica aliquota di capitale».

¹⁶⁰ Secondo V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 393, pur non essendo sufficiente a supportare un'interpretazione estensiva «il fatto che il riferimento (negli artt. 122 e 123 TUF) alle sole azioni potrebbe essere dipeso dallo sfasamento temporale tra la promulgazione del TUF (1998) e l'introduzione nel codice civile della figura degli strumenti finanziari partecipativi (avvenuta con la riforma del 2003)», in quanto a ciò «si potrebbe altrettanto efficacemente opporre che, proprio in conseguenza della riforma del 2003, col d.lgs. n. 37/2004 fu novellato l'art. 120 TUF» mentre «il mancato corrispondente allineamento anche degli artt. 122 e 123 TUF» potrebbe essere dipeso da una specifica intenzione restrittiva del legislatore, resterebbe tuttavia «la sensazione di una "irragionevole incoerenza sistematica" che seguirebbe a una interpretazione restrittiva, la quale giustificerebbe allora la necessità di prediligere un percorso estensivo».

La questione sembra peraltro essere risolta in senso estensivo dalla Consob, che, all'art. 130 del Reg. Emittenti, nel disciplinare le Informazioni generali relativamente agli obblighi pubblicitari, richiede che sia fatto espresso riferimento agli strumenti finanziari, senza distinguere tra quelli che attribuiscono diritti amministrativi o diritti di acquisto/sottoscrizione di azioni.

Ad integrazione dell'elencazione codicistica si aggiungono poi, nella previsione del TUF, i patti che prevedono l'acquisto delle azioni o degli strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle azioni. Qui l'interesse che viene ritenuto meritevole di tutela è non già, come nel precedente caso esaminato, la limitazione alla contendibilità, ma la suscettibilità comunque di incidere significativamente sulla circolazione delle azioni e sugli assetti proprietari, ancorché nel testo della norma non si parli di "obbligo" ma semplicemente di acquisto. Anche in tale previsione resterebbero esclusi gli strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi, per i quali sono reiterabili le considerazioni già sopra espresse.

È infine presa in considerazione, ai fini della applicabilità delle previsioni del TUF, la categoria dei patti volti a favorire o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, inclusione che risolve alcuni dubbi interpretativi emersi in precedenza con riferimento a tale fattispecie, la cui rilevanza, ai fini dell'impatto sulla contendibilità e sul governo della società, è di tutta evidenza.

3. La disciplina: la ricerca di un punto di equilibrio

Le previsioni del TUF sono tese, dunque, a tutelare il mercato dando corretta evidenza e pubblicità di tutti quei patti che presidiano la stabilità degli assetti proprietari, limitando la contendibilità delle società e incidendo sul governo delle stesse attraverso rilevanti limitazioni della libertà di voto o di circolazione delle azioni.

D'altro canto, è innegabile, nell'attuale contesto economico e sociale, l'esigenza di una diffusa circolazione dei capitali sui mercati di riferimento, con opportunità di avvicendamenti nel controllo e nel governo delle società.

Tali aspetti ed esigenze, tutti egualmente rilevanti e meritevoli di attenzione e di tutela, devono necessariamente trovare un giusto temperamento nella disciplina della fenomenologia che ci occupa.

Per una disamina ancor più dettagliata, e sempre a sostegno dell'interpretazione estensiva, si veda A. POMELLI, *Sub art. 122*, in AA. VV., *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, t. II, cit., p. 1285 s.

3.1. *La disclosure dei patti e l'inosservanza degli obblighi di legge: il cuore della disciplina*

L'esigenza di tutela del mercato nella raccolta dei capitali di rischio impone la necessità di una corretta circolazione delle informazioni e della massima completezza, chiarezza e trasparenza delle stesse. Tale esigenza, se è percepita in maniera più contenuta nelle società per azioni ordinarie, assume la massima ampiezza per le società quotate.

La disponibilità e la completezza dell'informazione costituiscono evidentemente un presupposto essenziale e qualificante per la scelta di investimento da parte dei risparmiatori e degli operatori finanziari.

Negli ultimi trent'anni si è assistito ad una ampia regolamentazione dei mercati mobiliari tendente proprio a garantire un accesso consapevole all'investimento e ad evitare distorsioni ed abusi in un mercato che si presenta complesso ed al quale hanno accesso operatori qualificati, intermediari finanziari ma anche piccoli risparmiatori.

In questa direzione si collocano tutti gli obblighi di pubblicità tesi, da un lato, a rendere disponibili attività, vicende, dati economico-patrimoniali ed ogni informazione rilevante delle società quotate e, dall'altro, a non consentire, ma, anzi, a perseguire, gli abusi ad opera di chi potrebbe avere accesso ad informazioni in posizione privilegiata e differenziata da altri o in anticipo rispetto ad altri, e che di tali informazioni potrebbe avvantaggiarsi con condotte speculative, manovrando in alcuni casi l'andamento del titolo sul mercato.

Tali condotte sono al centro della disciplina avente ad oggetto il fenomeno dell'*insider trading*, il cd. *Market Abuse Regulation*.

Centrale su tali aspetti è il ruolo della Consob, quale autorità di vigilanza e di controllo del mercato finanziario del nostro Paese.

Orbene, con riferimento al tema che ci occupa, gli obblighi previsti dall'art. 122 del TUF per le società per azioni quotate si sostanziano in quattro specifici adempimenti tendenti a dare adeguata informativa e pubblicità al patto, e segnatamente: a) comunicazione alla Consob, b) pubblicazione per estratto sulla stampa quotidiana (almeno un quotidiano a rilevanza nazionale), c) deposito in copia presso il registro delle imprese, d) comunicazione alla società quotata.

Per l'esecuzione di tali adempimenti, comunque vincolanti indipendentemente dalla forma di stipulazione del patto, sia esso tacito, orale o scritto, è fissato il termine perentorio di cinque giorni dalla stipulazione¹⁶¹ dello stesso.

¹⁶¹ In sostanza, il preciso intento di questo termine è quello di rendere il più tempestivamente possibile conoscibili i patti parasociali inerenti alle società quotate, mediante la decorrenza del termine dalla stipula dei patti stessi, senza che rilevi qualunque tipo di condizione sospensiva o di termine iniziale cui dovesse essere sottomessa la loro efficacia. Per quanto riguarda, poi, il particolare caso dei patti parasociali stipulati oralmente

La comunicazione alla Consob è funzionale alla pubblicazione da parte della stessa Consob, in una sezione dedicata del proprio sito, del patto parasociale, prontamente consultabile ad opera degli interessati.

La pubblicazione a mezzo stampa di un estratto del patto è una informazione episodica e parziale, certamente d’impatto, considerata la previsione che l’informazione sia fornita su un quotidiano a rilevanza nazionale, ma comunque limitata temporalmente e quantitativamente, e, quindi, necessariamente meritevole di approfondimento tramite gli altri canali informativi previsti. Si tratta, in sostanza, di un adempimento inquadrabile come pubblicità-notizia, teso a dare ampia diffusione all’informazione del patto, ferma poi la possibilità di garantire l’accesso alla consultazione completa del contenuto del patto stesso attraverso il sito istituzionale della Consob o mediante il Registro delle Imprese.

Il deposito presso il Registro delle Imprese risponde al regime di pubblicità legale proprio delle società. La qualificazione normativa di tale adempimento come deposito, e non già come iscrizione, conferisce anche a questo adempimento, in analogia con il precedente, l’efficacia della pubblicità-notizia, e non anche l’effetto dell’opponibilità ai terzi; è, infatti, opinione prevalente, che «il deposito è forma di pubblicità-notizia che non trova la sua disciplina nell’art. 2193 c.c., ma nell’art. 2188, terzo comma, c.c. nel quale l’espressione ‘registro’ sta per ‘ufficio del registro delle imprese’»¹⁶².

La comunicazione alla Società è un ulteriore onere introdotto nel 2009¹⁶³ in funzione dell’adempimento agli obblighi informativi imposti sulle società quotate, tra gli altri, dal Regolamento Emittenti.

In merito a tutti questi adempimenti è bene precisare come essi non siano “aggiuntivi” rispetto a quelli previsti negli artt. 2341-*bis* e 2341-*ter* c.c.; infatti, è precisamente esplicitato nello stesso art. 122, comma 5-*bis*, che i patti ricompresi nella fattispecie del presente articolo sono esonerati dall’adempimento di quanto previsto nel Codice civile. In altri termini, gli adempimenti in tema di pattuizioni parasociali presenti nell’uno e nell’altro testo normativo non sono cumulativi, ma ciascuno afferisce alla propria sfera di influenza.

o per *facta concludentia*, la dottrina ritiene che il termine di cinque giorni decorra dal momento «in cui possa reputarsi avvenuto il perfezionamento del consenso» (V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 603), nonostante la situazione sia piuttosto controversa.

¹⁶² E. BOCCHINI, *Trasparenza e pubblicità nell’attività dell’impresa*, in AA.VV., *Trasparenza e pubblicità dell’attività dell’impresa*, Milano, 1996, p. 36.

Dello stesso parere è G. MARASÀ, *Il registro delle imprese*, a cura di G. Marasà e C. Ibba, Torino, 1997, p. 247 secondo cui, «considerando che l’art. 2193 ricollega esplicitamente l’efficacia dichiarativa all’iscrizione nel registro delle imprese, sono certamente da ascrivere alla pubblicità-notizia — in assenza di disposizioni derogatorie — tutte le fattispecie in cui l’adempimento pubblicitario prescritto consista nel *deposito non seguito dall’iscrizione* (...) come accade ad esempio in riferimento al bilancio di esercizio».

¹⁶³ D.lgs. 25 settembre 2009 n. 146

Altra precisazione necessaria riguarda l'oggetto degli adempimenti pubblicitari, che in linea generale riguarda i patti nella loro interezza, ma, per il solo caso della pubblicazione sulla stampa quotidiana, si limita a un estratto degli stessi. Questa affermazione, che per le società quotate appare di immediata evidenza, vista la stringente esigenza di tutela del mercato cui si è già ripetutamente fatto cenno, non sarebbe del pari pacifica nella disciplina delle società non quotate, dove evidentemente è attenuata quell'esigenza di tutela.

Per quanto riguarda l'estratto da pubblicare su un quotidiano nazionale, l'art. 129 del Reg. Emittenti stabilisce che esso debba contenere «almeno l'indicazione del tipo di patto, la percentuale complessiva del capitale sociale, avente diritto di voto, ovvero il numero complessivo dei diritti di voto conferiti nel patto, la denominazione dell'emittente e degli aderenti».

In aggiunta, è previsto che sia fornita indicazione del sito in cui reperire tutte le “*Informazioni essenziali*”¹⁶⁴. Tra queste vengono ricomprese indicazioni «a) la società i cui strumenti finanziari sono oggetto del patto; b) il numero dei diritti di voto riferiti alle azioni e degli strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione di azioni o diritti di voto ai sensi dell'articolo 2351, ultimo comma, del codice civile, complessivamente conferiti, la loro percentuale rispetto al numero totale dei diritti di voto rappresentativi del capitale sociale e degli strumenti finanziari emessi della medesima categoria e, nel caso di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o sottoscrizione, il numero complessivo dei diritti di voto riferibili alle azioni che possono essere acquistate o sottoscritte; c) i soggetti aderenti al patto, esplicitando: - il numero dei diritti di voto riferiti alle azioni o degli strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione di azioni o diritti di voto ai sensi dell'articolo 2351, ultimo comma, del codice civile, da ciascuno conferiti; - le percentuali dei diritti di voto riferiti alle azioni da ciascuno conferiti rispetto al numero totale dei diritti di voto conferiti e al numero totale delle azioni della medesima categoria rappresentative del capitale sociale; se il patto ha ad oggetto strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione di azioni o diritti di voto ai sensi dell'articolo 2351, ultimo comma, del codice civile, le percentuali di strumenti da ciascuno conferiti rispetto al numero totale degli strumenti conferiti e al numero totale degli strumenti emessi della medesima categoria nonché il numero delle azioni che possono essere acquistate o sottoscritte; - il soggetto che in virtù del patto esercita il controllo della società o che è in grado di determinare la nomina di un componente dell'organo di amministrazione o

¹⁶⁴ È così che è rubricato il successivo art. 130, sempre del Reg. Emittenti che contiene, appunto, specificazione delle informazioni ritenute fondamentali o cruciali per comprendere la situazione e prendere decisioni informate.

controllo riservata a strumenti finanziari; (...) *d*) il contenuto e la durata del patto, precisandone la data di stipula e la relativa efficacia; *e*) l'ufficio del registro delle imprese presso cui il patto è depositato». Inoltre, sono previste delle informazioni aggiuntive da fornire solo se oggetto di previsione nel patto. Si fa qui riferimento a indicazioni «*a*) del tipo di patto tra quelli previsti dall'articolo 122, commi 1 e 5, del Testo unico; *b*) degli organi del patto, dei compiti ad essi attribuiti e delle modalità di composizione e di funzionamento; *c*) della disciplina del rinnovo del patto e del recesso dallo stesso; *d*) delle clausole penali; *e*) del soggetto presso il quale gli strumenti finanziari sono depositati»¹⁶⁵.

Quanto, poi, ai soggetti obbligati all'assolvimento di tali obblighi pubblicitari, l'art. 122 del TUF non detta alcuna disposizione. Invece, l'art. 127 del Reg. Emittenti prevede che l'obbligo ricada solidalmente su tutti gli aderenti al patto parasociale e, qualora questi non provvedano, sulla società oggetto del patto. In realtà, su questo punto, una parte della dottrina avrebbe notato come l'art. 122 del TUF non conferisca alla Consob la facoltà di stabilire anche i soggetti obbligati all'adempimento. Tuttavia, a una simile conclusione potrebbe giungersi anche in via interpretativa¹⁶⁶. Pertanto, tornando all'espressione “aderenti”, utilizzata nel testo normativo, è opinione diffusa quella di far ricadere l'obbligo su qualunque soggetto aderente al patto, sia esso anche esterno alla società. Per un'interpretazione ancora più estensiva c'è chi ritiene che possa adempiere gli obblighi pubblicitari anche un terzo a favore del quale il patto spieghi i suoi effetti.

Per esaurire l'argomento è bene ricordare che, stando all'art. 128 Reg. Emittenti, interessano la Consob anche vicende modificative o estintive del patto. In particolare, entro cinque giorni dal perfezionamento devono essere rese note alla Consob «*a*) le modifiche del patto, mediante trasmissione di copia integrale (...) del patto modificato con evidenza delle variazioni intervenute ovvero di copia del separato accordo che ha modificato il patto originario; *b*) le variazioni dei diritti di voto riferiti alle azioni e degli strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione di azioni complessivamente o singolarmente apportati al patto e delle altre informazioni previste dall'articolo 130, comma 1, lettera *b*) e *c*) qualora dette variazioni non debbano essere comunicate ai sensi della precedente lettera *a*); *c*) la notizia del rinnovo e della cessazione del patto, anche alla scadenza, nonché delle variazioni tali da rendere il patto non più soggetto agli obblighi di cui all'art. 122 del Testo unico». Inoltre, in caso di recesso previsto dall'art. 123, comma 2, del TUF «la notizia del preavviso è trasmessa alla Consob, a cura del recedente, entro cinque giorni dal suo inoltro».

¹⁶⁵ Art. 130 Reg. Emittenti

¹⁶⁶ E. MACRÌ, *Sub artt. 122-123 TUF*, cit., p. 3864

A queste previsioni si aggiunge quanto stabilito in tema di “*Variazioni, rinnovo e scioglimento del patto*” dall’art. 131¹⁶⁷, sempre del Reg. Emittenti.

Infine, la dottrina ritiene che, seppur non legislativamente espressa, vi sia la necessità di pubblicare tali vicende modificative o estintive presso il registro delle imprese e di comunicarle alla società emittente.

3.1.1. *I profili sanzionatori*

Discusso è il tema della rilevanza degli adempimenti pubblicitari previsti dall’art. 122 TUF e delle conseguenze dell’eventuale inadempimento sui patti parasociali.

La questione, nel corso del tempo, ha interessato fortemente la dottrina, che ha assunto numerose posizioni diverse in relazione a molteplici specifici aspetti della disciplina. Ciò rende arduo discutere in modo completo e dettagliato l’argomento, specialmente in un testo dalla portata ridotta come il presente. Tuttavia, si cercherà di rendere la trattazione quanto più esaustiva, dando rilievo ai punti di maggiore interesse e significatività.

Innanzitutto, è bene precisare l’ambito di applicazione della disciplina afferente alle sanzioni da patti parasociali.

Sul punto, l’art. 122 del TUF è molto chiaro: infatti, al comma 3, si legge che è da sanzionare l’*inosservanza* di quanto previsto al comma 1 dello stesso articolo e di cui si è parlato del paragrafo precedente, dedicato proprio agli obblighi pubblicitari. In realtà, il termine “inosservanza”, ripreso al comma successivo nell’accezione di “mancato adempimento”, sembra essere un modo generico per includere nella fattispecie tutti quei casi di adempimenti

¹⁶⁷ «1. In occasione di modifiche di clausole del patto cui si riferiscono le informazioni previste dall’articolo 130, ovvero di modifiche dei soggetti aderenti al patto, entro cinque giorni dal loro perfezionamento è pubblicato un estratto secondo le disposizioni dell’articolo 129 contenente la notizia di tali modifiche e l’indicazione del sito internet in cui sono pubblicate le informazioni essenziali indicate all’articolo 130 aggiornate alle modifiche intervenute.

2. In occasione di modifiche relative esclusivamente al numero dei diritti di voto riferiti alle azioni o degli strumenti finanziari conferiti nel patto e alle percentuali menzionate nell’articolo 130, comma 1, lettere *b*) e *c*), secondo alinea, sono pubblicate le informazioni essenziali aggiornate con le modifiche intervenute, entro cinque giorni dal loro perfezionamento nel medesimo sito internet indicato nell’estratto in precedenza pubblicato ai sensi dell’articolo 129, comma 1.

3. In deroga a quanto disposto dal comma precedente, qualora nessuna delle percentuali indicate dall’articolo 130, comma 1, lettere *b*) e *c*), secondo alinea, raggiunga o superi le soglie del 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66,6%, 90% e 95%, ovvero si riduca al di sotto delle stesse, le modifiche sono pubblicate, con le modalità di cui al comma 2, entro cinque giorni dalla chiusura dell’esercizio sociale, indicando la situazione al momento esistente.

4. Con le modalità previste dall’articolo 129, sono pubblicate:

a) nell’ipotesi di recesso prevista dall’articolo 123, comma 2, del Testo unico, la notizia del preavviso, a cura del recedente, entro cinque giorni dall’inoltro dello stesso;

b) la notizia del rinnovo e dello scioglimento del patto entro cinque giorni dal loro perfezionamento.

5. Contestualmente alla pubblicazione, le informazioni essenziali aggiornate secondo quanto disposto dai precedenti commi 2 e 3 sono inviate alla società quotata oggetto del patto che ne cura la diffusione al pubblico, con le modalità indicate dagli articoli 65-*quinquies*, 65-*sexies* e 65-*septies*.».

non idonei a soddisfare le esigenze pubblicitarie dei patti¹⁶⁸, salva sempre la necessità di valutare, caso per caso, la gravità e l'ingenuità delle violazioni degli obblighi¹⁶⁹.

Appare, inoltre, ragionevole, poter applicare le sanzioni non solo a patti parasociali nuovi, ma anche a vicende modificative ed estintive che riguardino eventuali patti pregressi.

In merito alle vicende modificative non vi è in dottrina una unità di vedute, o, meglio, c'è chi sostiene che, non essendo esse ricomprese nella fattispecie del TUF ma solo in quella del Reg. Emittenti all'art. 131, non potrebbero operare le sanzioni contenute all'art. 122 TUF ma solo sanzioni di tipo amministrativo¹⁷⁰. Vi è chi risponde a questa obiezione sostenendo che quell'art. 131 si configurerebbe come «una vera e propria disposizione integrativa dell'art. 122 t.u.i.f. (...) in tema di prescrizioni circa (...) tutte fattispecie non espressamente enunciate all'art. 122, ma il cui verificarsi è certamente rilevante per l'informazione del pubblico e degli azionisti della società interessata dal patto»¹⁷¹. Non mancano poi posizioni «intermedie» che propongono una distinzione tra vicende modificative derivanti dalla volontà dei paciscenti e modificazioni scaturenti da altre tipologie di avvenimenti. Le prime, in quanto assimilabili a «nuovi accordi che tengono luogo di quelli precedenti, modificati e quindi sostituiti dal nuovo assetto negoziale»¹⁷², potrebbero essere ricondotte nell'ambito dell'art. 122 TUF e, conseguentemente, sarebbero potenzialmente investite dalle sanzioni da esso previste. Tali sanzioni consisterebbero nella nullità *ex tunc* del patto «modificato»; in sostanza, essendo tale nuovo patto nullo sin dall'origine, è come se non avesse mai spiegato i suoi effetti¹⁷³. Per quanto riguarda le vicende modificative scaturenti da altri tipi di avvenimenti, invece,

¹⁶⁸ Ci si riferisce qui «all'adempimento incompleto e/o infedele (nei contenuti) o (talora) irregolare (nelle modalità)» (V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 613).

¹⁶⁹ Sul punto A. POMELLI, *Sub art. 122*, in AA.VV., *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, t. II, cit., p. 1284 s. sembra non avere dubbi sul fatto che le sanzioni «operino anche in presenza di comunicazioni inesatte o incomplete dei patti parasociali», ma «a condizione che le difformità siano tali da pregiudicare effettivamente la conoscibilità dei reali assetti proprietari e di governo». Egli precisa, inoltre, che tale «valutazione (...) andrà effettuata caso per caso in base a quanto distorta risulti la percezione del patto generata dalla comunicazione incompleta o inesatta». Dello stesso avviso è anche E. MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, Torino, 2007, p. 177, il quale equipara «la difformità (...) in grado di pregiudicare posizioni esterne al novero dei soci sindacati» alla «situazione in cui sia mancata la pubblicità» del tutto.

¹⁷⁰ Una eventuale «omissione non comporta la nullità del patto, poiché gli obblighi statuiti in via regolamentare, ex art. 122, 2° comma, non sono sanzionati con la nullità, comminata dal 3° comma dell'art. 122 soltanto «in caso di inosservanza degli obblighi previsto dal comma 1°», ma esclusivamente con la sanzione amministrativa» (P. MONTALENTI, *La società quotata*, Padova, 2004).

¹⁷¹ M. CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, cit., p. 67.

L'autore sostiene la sua affermazione sulla scorta del fatto che il Regolamento Emittenti della Consob si basa «su una espressa delega regolamentare che vorrebbe dar luogo ad una elasticità e ad una adeguatezza di applicazione dei principi di legge»; la *ratio* di tale scelta si rinviene nella «presunta capacità dell'Autorità di vigilanza di meglio considerare la evoluzione della realtà e quindi di intervenire prontamente» (M. CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, cit., p. 62).

¹⁷² V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 615

¹⁷³ Inoltre, la stessa dottrina sostenitrice di questa posizione ritiene che «il patto originario (come tale) sarebbe solo cessato per effetto di una sorta di risoluzione consensuale» e che la sua inefficacia sarebbe «sopravvenuta». Di conseguenza, «l'inefficacia del patto originario opererebbe (...) *ex nunc*, quale conseguenza della intervenuta risoluzione volontaria» (V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 618).

sarebbero applicabili, in linea generale, unicamente le sanzioni previste all'art. 193 del TUF, di natura esclusivamente amministrativa¹⁷⁴.

Le stesse sanzioni amministrative afferirebbero anche alle vicende risolutive non comunicate, sia nel caso di risoluzione volontaria del patto, sia, tantopiù, nel caso di risoluzione frutto di scadenza del termine del patto o di condizione risolutiva.

Volendo analizzare più dettagliatamente le sanzioni di cui si è fatto cenno, si inizierà da quelle di ordine civilistico per poi passare, brevemente, a quelle amministrative.

L'art. 122, comma 3, del TUF recita che «In caso di inosservanza degli obblighi previsti dal comma 1 i patti sono nulli». Questo comma conferma la peculiarità della disciplina delle pattuizioni parasociali nelle società quotate rispetto a quelle non quotate, in merito alla quali la disposizione codicistica non prevede nulla di simile.

È proprio sull'interpretazione di questa nullità che nel tempo la dottrina ha assunto posizioni molto diversificate, che si tenterà di schematizzare di seguito. Per accorpate le argomentazioni più rilevanti in due macro-indirizzi, si può affermare che il primo riconosce ai patti oggetto del comma vera e propria nullità, mentre il secondo parla piuttosto di inefficacia.

Aderisce al primo indirizzo chi sostiene «il carattere radicale della nullità in esame, non sanabile mediante adempimento tardivo»¹⁷⁵ e che la pubblicazione dei patti si configura come condizione essenziale per dare validità ai patti stessi, i quali, pertanto, sono nulli *ab origine*, salva la possibilità di acquisire validità *ex nunc*, una volta adempiuti gli obblighi prescritti. Se qualcuno ha definito la nullità in questione come molto particolare in quanto causata non già da una componente strutturale del contratto, bensì da un elemento successivo rispetto alla fase “genetica” dello stesso, vale a dire la pubblicità, vi è chi ha superato questo problema interpretativo configurando la formazione dei patti parasociali nelle società quotate come una «sorta di formazione a gradi»¹⁷⁶, di talché, la mancanza di uno qualsiasi degli adempimenti pubblicitari previsti provocherebbe la totale assenza dei patti stessi.

Allo stesso indirizzo si può ricondurre anche chi ritiene che la nullità non dipenda dalla mancanza di requisiti di validità ma dall'illiceità dell'oggetto del patto. Ciò perché «v'è la sensazione che, per volontà della legge (art. 122 t.u.i.f.), i comportamenti che normalmente

¹⁷⁴ In realtà, si deve precisare che le possibili situazioni riconducibili a questa fattispecie sono talmente varie che bisognerebbe valutare ogni caso come a sé stante. A titolo esemplificativo dell'eterogeneità delle possibili configurazioni, si può dire che, nel caso di recesso non adeguatamente reso noto, sarebbero applicabili solo sanzioni amministrative; d'altronde, applicare anche la sanzione della nullità avrebbe solo un effetto opposto rispetto a quello desiderato, e cioè quello di ridurre, anziché promuovere, la contendibilità. Al contrario, nel caso di rinnovo automatico del patto parasociale, sarebbe cosa legittima applicare la sanzione di nullità al nuovo patto non comunicato.

¹⁷⁵ A. POMELLI, *Sub art. 122*, in AA.VV., *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, t. II, cit., p. 1281. Con lui concorda E. MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, cit., p. 168 s.

¹⁷⁶ E. MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, cit., p. 168 e nota 179.

descrivono il contenuto dei patti parasociali di società quotate si prestano ad essere oggetto di tali negozi (e quindi danno luogo a un atto propriamente lecito) solo nella misura in cui essi non restino segreti tra le parti ma presentino la caratteristica della loro pubblicità¹⁷⁷. Si parlerebbe, pertanto, di “invalidità pendente” dalla stipulazione del contratto fino al tempestivo adempimento degli obblighi relativi allo stesso. Dopodiché, una volta scaduto il termine massimo per l’adempimento, il patto diventerebbe irrimediabilmente nullo.

V’è poi, sempre parlando della medesima macro-tesi, chi argomenta che «il contratto, una volta stipulato, acquisterebbe efficacia, ma si tratterebbe di efficacia, per così dire, “precaria”, essendo risolutivamente subordinata al successivo adempimento degli obblighi pubblicitari»¹⁷⁸. In sostanza, la nullità avrebbe effetto retroattivo su un contratto *ab origine* valido, seppur precariamente¹⁷⁹.

Alla seconda macro-tesi aderisce autorevole dottrina¹⁸⁰ ritenendo che il dato testuale possa essere letto non tanto in chiave di nullità quanto di inefficacia. In pratica, il patto nasce valido ma inefficace fino a che non vengono adempiuti tutti gli obblighi pubblicitari. In tal caso, a differenza dei precedenti, sarebbe concesso anche l’adempimento tardivo.

Una ulteriore sanzione, che si va ad aggiungere a quella discussa pocanzi, si trova all’art. 122, comma 4, del TUF, e, in particolare, al primo periodo: «Il diritto di voto inerente alle azioni quotate per le quali non sono stati adempiuti gli obblighi previsti dal comma 1 non può essere esercitato.».

Per una disamina più dettagliata di tale sanzione civilistica si può, innanzitutto, affermare che le azioni intaccate dalla sospensione del diritto di voto sono unicamente quelle sindacate, come si evince dal dato letterale, che porta chiaramente a propendere per un’interpretazione restrittiva.

Già più controversa appare la situazione di una società non quotata controllante una quotata. Nonostante l’articolo in esame espliciti «diritto di voto inerente alle azioni quotate», parte della dottrina ritiene coerente con la *ratio* di fondo sospendere il voto sia delle partecipazioni sindacate della controllante, sia delle azioni quotate in possesso della controllante.

¹⁷⁷ V.V. CHIONNA, *La pubblicità dei patti parasociali*, Milano, 2008, p. 36

¹⁷⁸ A. POMELLI, *Sub art. 122*, in AA.VV., *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, t. II, cit., p. 1281 riporta la posizione sostenuta da V. CIAN, *Società con azioni quotate: profili sanzionatori della disciplina dei patti parasociali nella Riforma Draghi*, in *Corr. giur.*, 1998, p. 734.

¹⁷⁹ Questa posizione sembra essere condivisa anche da V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 628 ss., il quale parla di nullità “testuale”, «in quanto non dovuta a mancanza di uno dei requisiti essenziali del contratto o alla contrarietà del contratto (...) a una norma imperativa, all’ordine pubblico o al buon costume», “politica”, perché afferisce a contratti non accettati dall’ordinamento, “speciale”, perché dovuta ad elementi esterni al contratto, e “pendente”, in quanto dipendente da eventi che sopravvengono dopo la stipulazione del patto.

¹⁸⁰ G. OPPO, *Patti parasociali: ancora una svolta legislativa*, in *Riv. dir. civ.*, 1998, II, p. 218

Altra questione riguarda gli strumenti finanziari non azionari, non ricompresi nel testo normativo, ma potenzialmente investibili dalla disciplina se si considera sempre la sua *ratio* e se si aderisce, quindi, all'interpretazione che il legislatore “*minus dixit quam voluit*”.

Inoltre, è opinione diffusa che la sospensione del diritto di voto valga a prescindere dalla tipologia di patto parasociale non comunicato, dall'orientamento del voto, dal fatto che non sia stato adempiuto un obbligo o più obblighi e da chi sia il titolare delle azioni in questione. In merito, poi, al momento iniziale e finale della sospensione, si registrano posizioni diverse in dottrina.

Parte di essa interpreta il dato letterale nel senso di “non essere ancora stati adempiuti”; in sostanza, quindi, la sospensione varrebbe da subito e finché non vengano adempiuti tutti gli obblighi, seppur tardivamente¹⁸¹, «escludendo che la sospensione del diritto di voto possa avere carattere tipicamente sanzionatorio»¹⁸². Quest'ultima citazione vuole esprimere la posizione di chi¹⁸³ sostiene, al contrario, che la disposizione in esame abbia carattere sanzionatorio e che una sanzione, come tale, non possa essere applicata prima dello scadere del termine previsto per l'adempimento, come invece intenderebbe fare chi aderisce alla prima tesi proposta. Sul punto, è stata anche evidenziata l'incoerenza del sospendere il diritto di voto immediatamente, quando il patto parasociale sarebbe comunque valido, salvo incorrere nella sanzione di nullità solo dopo lo spirare del termine di legge. A queste obiezioni la prima dottrina risponde sostenendo che le due sanzioni, quelle di nullità e di sospensione del diritto di voto, operano su piani diversi, la prima su quello parasociale e la seconda su quello sociale; pertanto, non sarebbe ravvisabile alcuna contraddizione. Per di più, a voler sostenere che la sanzione di voto debba operare anch'essa allo scadere del termine per l'adempimento, si finirebbe per incentivare comportamenti opportunistici, come quello di stipulare un patto immediatamente prima di un'assemblea, senza renderlo noto, e potendo comunque esercitare il diritto di voto fino allo scadere del termine per i vari adempimenti pubblicitari¹⁸⁴.

Qualora poi la sospensione del diritto di voto venisse deliberatamente violata, il secondo periodo dell'art. 122, comma 4, del TUF prevede che sia possibile ricorrere all'art. 14, comma 6, sempre del TUF: «da deliberazione od il diverso atto, adottati con il voto o, comunque, il contributo determinanti delle partecipazioni di cui al comma 1, sono impugnabili secondo le

¹⁸¹ Difatti, «la norma ricollega la sospensione del voto non già alla nullità del patto, ma all'adempimento degli obblighi pubblicitari» (V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 640). Dello stesso parere è anche G. SANTONI, *Sub art. 122*, in AA. VV., *Testo unico della finanza*, Commentario diretto da G.F. Campobasso, vol. II, *Emittenti*, Torino, 2002, p. 1008 s.

¹⁸² V.V. CHIONNA, *La pubblicità dei patti parasociali*, cit., p. 58

¹⁸³ M. ATELLI, *Sub artt. 122-124*, in AA.VV., *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, p. 673.

¹⁸⁴ V. DONATIVI, *Patti parasociali*, cit., p. 639

previsioni del codice civile¹⁸⁵». In alternativa, può anche essere la Consob entro centottanta giorni a promuovere l'impugnazione della deliberazione.

Infine, l'ultimo tipo di sanzione è prevista dall'art. 193 del TUF, che si occupa di “*Sanzioni amministrative in tema di informazione societaria*”. Qui è statuito che, «nei casi di omissione delle comunicazioni (...) dei patti parasociali previste, (...) dagli articoli (...) 122, commi 1, 2 e 5, nonché di violazione dei divieti previsti dagli articoli (...) 122, comma 4», sono applicabili tre ordini di sanzioni: «a) una dichiarazione pubblica indicante il soggetto responsabile della violazione e la natura della stessa, quando questa sia connotata da scarsa offensività o pericolosità e l'infrazione contestata sia cessata; b) un ordine di eliminare le infrazioni contestate, con eventuale indicazione delle misure da adottare e del termine per l'adempimento, e di astenersi dal ripeterle, quando le infrazioni stesse siano connotate da scarsa offensività o pericolosità; c) una sanzione amministrativa pecuniaria (...)» di importo variabile¹⁸⁶.

3.2. *La durata del patto e il diritto di recesso*

La disciplina sulla durata dei patti parasociali è contenuta nell'art. 123 del TUF. A questo articolo è attribuito il compito di bilanciare due interessi contrapposti: da un lato, vi è l'interesse generale a promuovere la mobilità degli assetti proprietari delle società quotate e l'efficienza della *governance*, dall'altro, vi è l'interesse degli azionisti a ricorrere ai patti parasociali per stabilizzare gli stessi assetti. In generale, l'ordinamento ha la necessità di limitare il potere “fossilizzante” di tutti quegli strumenti che, in un modo o nell'altro, impediscono o rendono più complesso il cambiamento della *governance* societaria.

Questo obiettivo «viene perseguito mediante una disciplina della durata dei patti parasociali e del diritto di recesso che rende temporanei o reversibili i vincoli pattizi»¹⁸⁷.

L'art. 123 del TUF, al primo comma, tratta la disciplina dei patti parasociali a tempo determinato. Come tali sono considerati quei patti la cui durata è temporalmente limitata dalla fissazione di una data di scadenza o dal verificarsi di un evento futuro predeterminato¹⁸⁸.

¹⁸⁵ Il legislatore fa qui riferimento all'art. 2377, comma 5, n. 2, del Codice civile, rubricato “*Annullabilità delle deliberazioni*”.

¹⁸⁶ Nonostante la norma si riferisca specificatamente alla sola omissione delle comunicazioni, è opinione diffusa che costituisca oggetto di sanzione anche un adempimento parziale.

¹⁸⁷ A. POMELLI, *Sub art. 123*, in AA. VV., *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, t. II, Torino, 2012, p. 1288 s.

¹⁸⁸ Tale evento, per far sì che il patto rientri nella categoria dei patti a tempo determinato, può essere incerto nel “quando”, ma deve essere certo nell’*an*”, altrimenti si ricadrebbe nella qualificazione di patto a tempo indeterminato.

Questi patti, se indicati anche nell'articolo 122, hanno una durata massima di tre anni dalla loro stipulazione o dall'effettiva efficacia degli stessi, qualora siano sottoposti a condizione sospensiva.

Qualora i paciscenti abbiano predisposto un patto di durata superiore ai tre anni, essa verrebbe *ex lege* ridimensionata al termine massimo triennale. Tuttavia, i paciscenti hanno la possibilità di rinnovare il patto a scadenza. Quest'ultima previsione ha suscitato grande interesse da parte della dottrina. In particolare, a creare ampi dibattiti è la possibilità o meno di inserire all'interno del patto delle clausole di rinnovo automatico dello stesso a scadenza, salva l'opportunità, per coloro che desiderano svincolarsi, di comunicare la disdetta. Secondo parte della dottrina, «l'ipotesi prevista dal T.U. (...) impone la cessazione del rapporto allo scadere del termine massimo consentito ed esclude, pertanto, tutti i meccanismi di rinnovo che sono propri delle tecniche di modificazione dei rapporti contrattuali»¹⁸⁹. L'unica soluzione per i pattisti sarebbe quindi quella di stipulare un nuovo patto, anche identico al precedente, purché sia evidente ed esplicita la loro volontà di continuare il rapporto. I sostenitori di questo orientamento, evidentemente, sostengono con maggior vigore l'interesse generale a vedere il governo societario pienamente contendibile rispetto all'interesse degli azionisti.

Dall'altro lato, vi è quella parte della dottrina che considera legittime le clausole di rinnovo automatico, in quanto, se non si vuole «ritenere la (...) previsione come *inutiliter data*, dal momento che la « rinnovabilità » del patto stipulato a tempo determinato sarebbe comunque desumibile dai principi generali, sembra doversi interpretarla nel senso che essa legittima l'apposizione di clausole di rinnovabilità tacita del patto»¹⁹⁰. In sostanza, i pattisti utilizzerebbero la loro libertà contrattuale nel senso di evitare una nuova manifestazione espressa della volontà di continuare il rapporto.

È bene, inoltre, precisare che, qualora avvenisse una rinnovazione tacita e quest'ultima non evidenziasse una nuova data di scadenza, secondo taluni bisognerebbe considerare il patto

¹⁸⁹ R. COSTI, *I patti parasociali*, in *La riforma delle società quotate*, Milano, 1999, p. 122.

Egli continua sostenendo che il patto, una volta raggiunto il termine di scadenza, «si estingue, e necessariamente, per tutti i contraenti». È evidente come egli escluda nettamente la possibilità tanto di un rinnovo tacito totale quanto parziale. Concorda con lui R. TORINO, *I contratti parasociali*, cit., p. 486 s., il quale ritiene «maggiormente coerente con la *ratio* della durata limitata del patto (...) la tesi che vuole che alla scadenza del triennio il patto diviene *tout court* inefficace, ove non espressamente rinnovato, e che anche se le parti continuano a tenere una condotta conforme al patto ciò non implica la sua « conversione » in patto avente durata indeterminata, con possibilità di recesso *ad nutum* previo preavviso di sei mesi».

¹⁹⁰ F. CHIAPPETTA, *I patti parasociali nel Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in *Rivista delle società*, 1998, p. 1005. A suo parere, inoltre, stante la legittimità delle clausole di rinnovo automatico, il problema principale riguarderebbe, piuttosto, il regime pubblicitario cui sottoporre il rinnovo della pattuizione; problema risolto nel senso che «dovranno essere sottoposte al regime di pubblicità soltanto le eventuali modifiche dell'accordo anzidetto tipo, quale, ad esempio, la *disdetta* dello stesso (...) e non invece il "fatto" del tacito rinnovo».

rinnovato per un periodo di tempo corrispondente alla durata del precedente, dal momento che originariamente i pattisti si erano vincolati per un periodo di tempo limitato¹⁹¹; secondo altri, invece, il patto diventerebbe a tempo indeterminato, con possibilità di recesso previo preavviso¹⁹².

Il *focus* legislativo sui patti parasociali a tempo indeterminato è al secondo comma dell'art. 123: «I patti possono essere stipulati anche a tempo indeterminato; in tal caso ciascun contraente ha diritto di recedere con un preavviso di sei mesi. Al recesso si applica l'articolo 122, commi 1 e 2.».

Vengono considerati a tempo indeterminato tutti quei patti che stabiliscono espressamente la loro indeterminatezza in termini di durata, che non specificano il termine di durata o che legano la loro durata a un evento futuro completamente incerto.

Al fine di stemperare la perpetuità del vincolo che si verrebbe a creare, l'ordinamento dà la possibilità di recedere dal patto con preavviso di sei mesi.

«La perentorietà della disposizione, unitamente ai principi generali in materia di recesso contrattuale e agli interessi sottesi alla disciplina degli emittenti quotati»¹⁹³ spingono a ritenere che essa abbia natura imperativa.

Di conseguenza, nonostante spetti al patto parasociale stabilire le modalità di esercizio del recesso, non valgono previsioni contrattuali che impediscano a qualsiasi paciscente di esercitare tale diritto, che lo limitino o che lo rendano eccessivamente gravoso. In particolare, è largamente condivisa l'opinione di «escludere, oltre alla possibilità di allungare il termine di preavviso, anche la possibilità di precludere l'esercizio del diritto di recesso prima del decorso di un certo periodo di tempo dalla data di efficacia del patto ovvero a subordinare l'esercizio del diritto di recesso al pagamento di penali»¹⁹⁴. Al contrario, non si rinverrebbero problemi di alcun tipo nel consentire previsioni pattizie che contraggano il termine di preavviso a un intervallo temporale inferiore ai sei mesi, dal momento che una simile situazione andrebbe a promuovere l'interesse dell'ordinamento per la mobilità degli assetti proprietari.

¹⁹¹ G. COTTINO, *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, Torino, 1999, p. 130 s., con la ulteriore puntualizzazione che «le norme che trasformano i contratti a tempo determinato in contratti a tempo indeterminato (...) sono (...) dirette a tutelare la parte contrattuale più debole, prevedendo eventuali abusi: un'esigenza, questa, (...) estranea all'ambito dei patti parasociali».

¹⁹² A. POMEELLI, *Sub art. 123*, in AA. VV., *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, t. II, cit., p. 1291.

¹⁹³ A. POMEELLI, *Sub art. 123*, in AA. VV., *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, t. II, cit., p. 1292.

In senso contrario si pronuncia M. PINNARÒ, *I patti parasociali*, in AA.VV., *La nuova disciplina delle partecipazioni sociali nelle società quotate* (estratto da AA.VV., *Intermediari finanziari mercati e società quotate*), a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli, cit., p. 166: «non dovrebbero esserci dubbi sulla validità di una pattuizione che preveda un termine più lungo di sei mesi; quanto al limite, esso è segnato dalla regola che il patto, ove a tempo determinato, non può durare più di tre anni, sicché un preavviso oltre il triennio trasformerebbe il patto a durata (minima) determinata e in tal caso dovrebbe appunto fare i conti con il divieto del 1° comma» dell'art. 123.

¹⁹⁴ A. POMEELLI, *Sub art. 123*, in AA. VV., *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, t. II, cit., p. 1292 s.

L'ultima considerazione sul secondo comma dell'art. 123 riguarda il fatto che esso riconduca il recesso all'art. 122, commi 1 e 2; poiché la disciplina in tema di obblighi pubblicitari e sanzioni connesse si trova nei commi 3 e 4 dello stesso articolo, ciò ha indotto qualcuno a ritenere che, sebbene il recesso costituisca una modifica soggettiva del patto, in linea di principio sottomessa alla disciplina pubblicitaria, una violazione degli adempimenti pubblicitari non possa dar luogo a sanzioni civilistiche¹⁹⁵. Tuttavia, «non cogliendosi alcuna evidente ragione a giustificazione di un diverso trattamento tra questo genere di modifica dalle altre modifiche soggettive ed oggettive, (...) il riferimento espresso ai commi 1 e 2 potrebbe essere letto in chiave meramente rafforzativa, nel senso di voler eliminare ogni dubbio circa la necessità di comunicazione tempestiva e formale anche nei casi di recesso, con tutte le conseguenze che ordinariamente discendono dalla violazione degli obblighi di comunicazione»¹⁹⁶.

Il terzo comma dell'art. 123 disciplina l'esercizio del diritto di recesso funzionale all'adesione a un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, prevedendo, dunque, che «Gli azionisti che intendano aderire a un'offerta pubblica di acquisto o di scambio promossa ai sensi degli articoli 106 o 107 possono recedere senza preavviso dai patti indicati nell'articolo 122. La dichiarazione di recesso non produce effetto se non si è perfezionato il trasferimento delle azioni».

Qui, da un lato, assume rilevanza l'aspetto della contendibilità del controllo societario e della circolazione degli assetti proprietari e, dall'altro, la parità di trattamento dei paciscenti rispetto agli altri soci. Su tali due aspetti si incentra il dibattito sull'interesse tutelato dalla norma e si inseriscono alcune questioni interpretative.

In particolare, si discute se il diritto di recesso sia previsto, oltre che per il caso dell'art. 106, e cioè nell'OPA successiva totalitaria, ed in quello dell'OPA preventiva parziale di cui all'art. 107, anche nel caso dell'OPA preventiva totalitaria.

La dottrina prevalente include tale fattispecie nella previsione normativa, nel presupposto che l'interesse tutelato dalla norma sia quello della mobilità dei diritti proprietari. Non è dello stesso avviso quella parte della dottrina che individua quale interesse preso in considerazione dal legislatore quello della parità di trattamento tra i soci vincolati dal patto e gli altri soci, e, cioè il diritto di uscire dal patto una volta che sia avvenuta la modifica degli assetti proprietari.

¹⁹⁵ D'altra parte, a parer di G. COTTINO, *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, cit., p. 132, «l'interesse all'informazione dei mercati, non sarebbe risultato maggiormente tutelato qualora si fosse sancita la nullità (ovvero l'inefficacia) della dichiarazione di recesso in quanto non pubblicata». Pertanto, l'unica sanzione applicabile, in linea teorica, sarebbe quella amministrativa prevista all'art. 193 del TUF. L'applicabilità della stessa sarebbe invece esclusa da L. LAMBERTINI, *I patti parasociali nella riforma societaria*, in D. CREMASCO - L. LAMBERTINI, *Governo delle imprese e patti parasociali*, cit., p. 68, «se non in forza di un inammissibile rinvio in violazione del principio di legalità».

¹⁹⁶ A. POMELLI, *Sub art. 123*, in AA. VV., *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, t. II, cit., p. 1294

Sembrerebbe tuttavia incoerente ammettere la facoltà di recesso per l'OPA preventiva parziale e non anche per l'OPA preventiva totalitaria, e ciò a prescindere dalle diverse tesi sull'interesse tutelato dalla previsione normativa¹⁹⁷.

Le due diverse tesi hanno un significativo impatto anche sulla questione della legittimità della clausola di rinuncia al diritto di recesso, compatibile con l'interesse alla parità di trattamento dei paciscenti rispetto agli altri soci e, quindi, ammissibile per coloro che abbracciano tale tesi, mentre risulterebbe illegittima per la dottrina prevalente¹⁹⁸ che ravvisa quale interesse tutelato dalla norma quello della contendibilità del controllo.

A ben vedere la norma sembrerebbe inderogabile, con la conseguenza che la libertà di recesso per il caso di OPA sarebbe irrinunciabile¹⁹⁹.

È bene comunque ricordare che, al fine di garantire stabilità al patto parasociale, per lo scioglimento effettivo del vincolo parasociale a seguito del recesso è necessario che sia stato perfezionato il trasferimento delle azioni. Per l'efficacia del recesso, vi è chi ritiene, sulla base del principio consensualistico dell'art. 1376 c.c., che basti «il « perfezionamento » dipendente dall'esito dell'offerta, non dalle formalità di trasferimento dei titoli azionari»²⁰⁰.

Inoltre, il recesso può essere parziale, ben potendo un socio aderire all'OPA solo con una parte delle azioni detenute e sindacate.

La disposizione di cui all'art. 123, comma 3, si applica a tutti i patti, sia che abbiano una durata determinata, sia che siano a tempo indeterminato.

¹⁹⁷ A parer di A. POMELLI, *Sub art. 123*, in AA. VV., *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, t. II, cit., p. 1294 s., se, da una parte, la seconda tesi non sarebbe convincente «poiché, a fronte di un dato letterale obiettivamente equivoco, non riesce a dare ragione del difetto di coerenza che distorcerebbe il sistema se tra le fattispecie legittimanti il recesso si considerasse inclusa l'offerta preventiva parziale ed esclusa l'offerta preventiva totalitaria», dall'altra, si deve ammettere che, «nonostante il non perspicuo dato letterale e le possibili differenti opinioni sulla natura dell'interesse tutelato dall'art. 123, comma 3, (...) il diritto di recesso sia dato non soltanto al cospetto di offerte pubbliche di acquisto (obbligatorie) successive sulla totalità dei titoli (...), e di offerte preventive parziali (...) ma anche di fronte ad offerte (volontarie) preventive totalitarie ex artt. 102 e 106, comma 4».

¹⁹⁸ Tra i vari, si ricorda G. SANTONI, *Sub art. 123*, in AA. VV., *Testo unico della finanza*, Commentario diretto da G.F. Campobasso, vol. II, *Emittenti*, Torino, 2002, p. 1015 s.

¹⁹⁹ M. PINNARÒ, *I patti parasociali*, in AA.VV., *La nuova disciplina delle partecipazioni sociali nelle società quotate* (estratto da AA.VV., *Intermediari finanziari mercati e società quotate*), a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli, cit., p. 167

²⁰⁰ G. OPPO, *Patti parasociali: ancora una svolta legislativa*, in *Riv. dir. civ.*, cit., p. 226.

CAPITOLO III

FRA OPA E PATTI PARASOCIALI

SOMMARIO: 1. Il peso dei patti parasociali sul controllo societario. – 2. Obblighi di offerte di acquisto. – 3. I patti parasociali come possibile mezzo di elusione degli obblighi imposti *ex lege*. – 4. Il caso Moncler: il cambio di controllo della quotata come presupposto sostanziale per il sorgere dell'obbligo solidale di OPA. – 5. Il caso Alerion: una “guerra” a suon di OPA.

1. Il peso dei patti parasociali sul controllo societario

Come si è già avuto modo di affermare, i patti parasociali sono frequentemente utilizzati nella prassi societaria in funzione di strumento di governo nelle società; il controllo congiunto, così come quello solitario²⁰¹, sono spesso attuati facendo ricorso ai patti parasociali, la cui struttura consente la formazione di gruppi stabili di controllo. Il controllo congiunto da accordi parasociali presuppone evidentemente la contitolarità del controllo in capo a due o più soggetti indipendenti e presenta potenziali rischi legati alle non infrequenti crisi che possono investire il coordinamento e la cooperazione di soci contitolari del potere di influenza qualificata. Anche il controllo solitario da accordi parasociali presenta analoghi rischi essendo anch'esso, in linea di principio, fondato su una stabile collaborazione di soggetti indipendenti. Oggetto di dibattito è stata la questione se gli accordi parasociali possano dar luogo giuridicamente a forme di controllo congiunto tali da far considerare controllanti i singoli soggetti aderenti all'accordo; esemplificativi al riguardo potrebbero essere quegli accordi in cui i soci sindacati si accordano sulla nomina degli amministratori della società secondo precise regole di designazione tra di loro concordate e disciplinano il potere di amministrazione degli stessi stabilendo dei *quorum* che implicano necessariamente il contributo di tutti, ovvero nei quali i soci che sindacano la propria partecipazione si impegnano a collaborare stabilmente per il raggiungimento di obiettivi condivisi attribuendo ad un fiduciario il potere di esprimere l'indirizzo scelto e sottoscritto da ciascun paciscente, ovvero, ancora, il caso di quei sindacati di voto che deliberano con maggioranze tali da assicurare il concorso positivo di tutti i soci sindacati. In tutti questi casi, come anche in altri, alla determinazione dell'attività sociale concorre un vero e proprio aggregato di soggetti il cui

²⁰¹ Il controllo congiunto si verifica quando due o più parti controllano in modo congiunto una società, mantenendo ciascuna una quota di partecipazione significativa ma senza avere il controllo totale. Invece, il controllo solitario si verifica quando una sola parte detiene la maggioranza delle azioni e, quindi, ha il potere di prendere decisioni chiave all'interno della società.

controllo congiunto sulla società è garantito sia da forme stabili di cooperazione sia dalla complessiva unitarietà d'azione. Quest'ultima indurrebbe a ritenere che controllante sia il sindacato inteso come gruppo e non già i singoli soci aderenti al patto²⁰²⁻²⁰³. Tra le principali caratteristiche del controllo congiunto figurano infatti «la composizione a unità delle posizioni dei singoli soggetti controllanti e la loro simultanea valutazione, dal momento che il controllo attuato è la risultante del programmato e stabile confluire e coordinarsi dei poteri di influenza di cui ogni soggetto controllante dispone autonomamente»²⁰⁴. Rispetto all'esercizio del controllo e visti dall'esterno, dunque, i soggetti controllanti si presentano come unità in virtù del loro agire compatto e omogeneo. Nella realtà economico sociale, tuttavia, è raro riscontrare un'imputazione indifferenziata del potere di influenza qualificata a tutti i componenti di un raggruppamento parasociale di controllo; spesso, infatti, solamente taluni dei partecipanti al patto rivestono un ruolo attivo nell'indirizzo delle dinamiche sociali e dispongono quindi effettivamente di un potere di influenza qualificata²⁰⁵. È il caso, ad esempio, di un soggetto in possesso di una consistente partecipazione che stipuli con i soci di minoranza un accordo parasociale in virtù del quale sono loro attribuiti una rappresentanza in consiglio d'amministrazione e dei poteri più ampi di quelli loro spettanti in quanto minoranza; in tale situazione per le decisioni del sindacato è comunque qualificante la determinazione del socio di riferimento titolare della maggioranza, di per sé sufficiente all'adozione di delibere vincolanti per tutti i soci sindacati. È opportuno ricordare, in tema di controllo societario da accordi parasociali, che affinché il patto di sindacato sia fonte di controllo non occorre l'efficacia reale dello stesso essendo sufficiente la semplice efficacia obbligatoria. Il sindacato può infatti essere un efficace strumento di controllo ma non è certo inattuabile; è bene ricordare infatti che i soci sindacati possono sottrarsi ad esso in ogni momento e dar luogo ad altre maggioranze anche antitetiche e prevalenti su quella originaria del gruppo sindacato²⁰⁶. L'apprezzamento degli accordi parasociali come strumento di controllo congiunto non può dunque essere determinato a priori e in modo astratto, ma, al contrario, deve essere valutato in concreto, ponendo attenzione al contenuto del patto, che, come già evidenziato, può essere assai eterogeneo. I sindacati di voto che attribuiscono al socio di minoranza un voto determinante nelle deliberazioni degli organi dell'impresa rilevano evidentemente quali strumenti di controllo su di essa; i patti che prevedano l'attribuzione di un diritto di prelazione nell'acquisto di quote di partecipazione di altri soci

²⁰² M. LAMANDINI, *Il "Controllo". Nozione e "tipo" nella legislazione economica*, Milano, 1995, p. 134 e ss.

²⁰³ P.G. JAEGER, *Controllo e direzione nei gruppi bancari*, in *Banca Impresa Soc.*, 1992, p. 383 sostiene che la direzione unitaria, per essere effettivamente tale, esigerebbe, almeno in teoria, l'unicità del controllante.

²⁰⁴ V. CARIELLO, *"Controllo Congiunto" e accordi parasociali*, Milano, 1997, p. 127

²⁰⁵ V. CARIELLO, *"Controllo Congiunto" e accordi parasociali*, cit., p. 119

²⁰⁶ M. LAMANDINI, *Il "Controllo". Nozione e "tipo" nella legislazione economica*, Milano, 1995, p. 130.

sono suscettibili di configurare una situazione di controllo qualora, a seguito dell'esercizio dei diritti attribuiti pattiziamente, si vengano a modificare gli assetti proprietari dell'impresa. Una indagine condotta nel 2010²⁰⁷ su dati CONSOB al settembre 2008 ha evidenziato come i patti parasociali fossero diffusi in modo molto significativo in quelle società quotate in cui la composizione azionaria era tale da non consentire al singolo azionista di esercitare, da solo, una influenza dominante sulle scelte aziendali ed era dunque necessario pervenire ad una condivisione del controllo.

Lo studio definiva cinque casistiche di azionariato.

Una prima classe sarebbe riferibile alle società in cui un azionista detiene azioni con diritto di voto rappresentanti il 50% del capitale sociale e sussiste pertanto una situazione di *controllo di diritto*, evidentemente stabile per antonomasia e non contendibile.

Una seconda classe comprende le società nelle quali il principale azionista detiene un numero di azioni dotate di diritto di voto compresa tra il 30% ed il 50% del capitale sociale, con una quota che risulta maggiore rispetto alla somma delle partecipazioni degli altri soci rilevanti. Tale circostanza mette l'azionista di riferimento nella condizione di esercitare un'influenza dominante sull'assemblea, rendendo di fatto complessa ed onerosa la contendibilità del controllo ad opera di un altro socio e/o di eventuali soci che agiscano di concerto, che potrebbero vedersi imposto, in caso di scalata e di superamento della soglia del 30%, l'obbligo di un'OPA successiva o preventiva. Questa situazione viene dunque definita di *controllo di fatto stabile*.

Qui non è inusuale che l'azionista di maggioranza si determini a stipulare con altri azionisti degli accordi parasociali al fine di rafforzare il controllo condividendolo e riducendo così la contendibilità della propria posizione.

Una terza classe viene ricondotta a quella situazione nella quale il socio di riferimento detenga una quota azionaria minore del 30%, ma in ogni caso maggiore della somma delle quote di tutti gli azionisti che detengano quote superiori al 2%. Tale posizione di maggioranza relativa attribuirà una posizione di *controllo instabile* ove si consideri che gli altri azionisti di minoranza potrebbero, singolarmente o in concerto tra di loro, incrementare le loro quote di partecipazione senza peraltro incorrere nell'obbligo di OPA e contendere la posizione di dominio. Al rafforzamento di tale posizione gioverebbe l'accordo con altri azionisti al fine di pervenire ad un controllo condiviso stabile.

Vi sono poi situazione nelle quali non sia presente un socio al quale sia riferibile una quota di partecipazione superiore alla somma delle quote, maggiori del 2%, degli altri azionisti e

²⁰⁷ G. FIGÀ TALAMANCA, F. Ferioli, M. Rastiello, *Controllo e Sindacati azionari nelle società quotate italiane*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, p. 174 ss.

quindi nessun azionista è in grado, individualmente, di esercitare un'influenza dominante. In questo caso i soci dovranno accordarsi per costituire pattiziamente una maggioranza, ed in questo caso deterranno un controllo condiviso. Qualora gli azionisti aderenti al patto rappresentassero una partecipazione superiore al 30% del capitale sociale, si raggiungerebbe un *controllo condiviso stabile*, in quanto eventuali tentativi di scalata sarebbero soggetti all'obbligo di OPA.

L'ultima categoria è relativa a quei casi in cui a nessun socio sia riconducibile una quota di partecipazione che superi quelle complessive degli altri soci di riferimento, e le azioni complessivamente detenute da tutti i soci di riferimento, con diritto di voto, non rappresentino il 30% del capitale sociale. Qui evidentemente il controllo della società è facilmente contendibile e chiunque, isolatamente o in concerto con altri soci, potrebbe consolidare una posizione di controllo senza incorrere nell'obbligo di OPA, in quanto non sarebbe necessario, al fine di conseguire una posizione dominante, detenere, nella società, una quota di partecipazione superiore alla soglia del 30% per la quale è previsto l'obbligo di OPA. Si parla dunque, in un tale contesto, di *controllo condiviso instabile*.

Il sindacato di voto risulterebbe essere così il mezzo per consolidare, attraverso la condivisione del controllo e l'allargamento della partecipazione anche ad azionisti di minoranza, o titolari di quote al di sotto della soglia di rilevanza, delle maggioranze predefinite.

Dalla richiamata indagine emergeva che nel nostro paese, alla data di rilevazione Consob, si riscontravano, in più della metà delle società quotate, situazioni di controllo di diritto, vale a dire azionisti di riferimento titolari di quote di partecipazione superiori al 50% (controllo di diritto).

In oltre il 70% delle società quotate si riscontrava peraltro una situazione di controllo di diritto o controllo di fatto stabile, con una struttura diffusa di *family business* che rendeva di fatto molto limitata la contendibilità delle società quotate e, dunque, l'appetibilità del mercato per l'industria italiana.

Risultava inoltre da tale indagine che i "sindacati di controllo" erano diffusi anche nelle società in cui sussisteva un socio di maggioranza al quale fosse attribuibile una posizione di "controllo di diritto", dunque stabile per antonomasia e non contendibile.

In una tale situazione i patti di sindacato assumono evidentemente una funzione di condivisione del controllo da parte dell'azionista di maggioranza e di compartecipazione alla governance, in funzione anche di sollecitazione di investimento attraverso sottoscrizione di quote minoritarie e di rafforzamento della struttura patrimoniale e finanziaria della società.

Ne emergeva una funzione dei sindacati di controllo quale mezzo di transizione da società sostanzialmente chiuse e caratterizzate da assetti proprietari stabili e da una bassa capitalizzazione, a strutture azionarie più aperte, evidentemente più consone a società dimensionalmente maggiori e di più ampia capitalizzazione.

In base ad uno studio effettuato nel 2019²⁰⁸, nell'aprile 2010 le società quotate che avevano comunicato alla Consob la presenza di patti parasociali erano 100, su un totale di 283. Nell'aprile 2019 il numero dei patti scendeva a 83. Analizzando tali patti, il contenuto prevalente sembrava essersi modificato e appariva finalizzato a regolare i comportamenti dei paciscenti più che a conseguire il controllo del voto in assemblea. Tale tendenza sembrerebbe riconducibile ad un incremento della presenza di investitori istituzionali nelle società quotate e ad una maggiore apertura delle società al mercato.

2. *Obblighi di offerte di acquisto*

La disciplina²⁰⁹ delle offerte di pubblico acquisto nelle società quotate si inserisce nell'ambito dell'art. 91 del TUF, già precedentemente citato²¹⁰, e del suo primario obiettivo di tutela degli investitori e dell'«efficienza e (...) trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali».

L'intento che il legislatore ha inteso perseguire con questa normativa è quindi quello di assicurare al pubblico destinatario dell'offerta una informazione piena e limpida, presupposto essenziale della parità di trattamento, nonché il corretto svolgimento dell'offerta stessa, e, aspetto di particolare rilevanza nell'ambito delle società quotate, la tutela degli azionisti di minoranza.

Innanzitutto, è bene precisare che la disciplina riguardante le offerte pubbliche di acquisto presente nel TUF si applica a società italiane quotate, ossia società che abbiano sede legale in Italia e che abbiano titoli²¹¹ «ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di uno Stato comunitario»²¹².

²⁰⁸ E. LUGLI, P. L. MARCHINI, *I patti parasociali e la loro diffusione nelle società quotate italiane*, in *Amministrazione e Finanza*, 2019, p. 35 ss.

²⁰⁹ Essa è contenuta nel TUF (in particolare nel Titolo II, Capo II della Parte IV) e negli artt. 35 ss. del Regolamento emittenti.

²¹⁰ A tal proposito si veda il primo paragrafo del secondo capitolo.

²¹¹ In particolare, con questo termine «si intendono gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria» (Art. 101-*bis*, comma 2, TUF).

²¹² Art. 101-*bis*, comma 1, TUF

In circostanze normali, vi è un offerente che decide spontaneamente di rendersi promotore di un'offerta pubblica di acquisto, con l'obiettivo di ottenere, in base a determinate condizioni e modalità, i titoli di un certo emittente, al solo scopo di investire oppure per acquisire una quota di capitale consistente ai fini della gestione aziendale e anche di maggioranza.

Tuttavia, esistono due particolari situazioni in cui l'OPA, anziché essere promossa volontariamente, viene, o, meglio, deve essere lanciata obbligatoriamente.

La prima ipotesi è contemplata all'art. 106, comma 1, del TUF e prende il nome di OPA totalitaria obbligatoria. In sostanza, chi, «a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi», è tenuto ad avviare un'OPA indirizzata a tutti i possessori di titoli e avente ad oggetto la totalità dei titoli medesimi. La scelta da parte del legislatore di prediligere una soglia fissa, in luogo di quella variabile precedentemente in uso, è stata guidata dalla volontà di evitare le possibili incertezze e controversie che aveva creato la precedente soglia variabile in merito all'applicazione della disciplina. Tuttavia, già durante i lavori preparatori del TUF vi era chi, probabilmente per uno scetticismo di fondo riguardo l'istituto dell'OPA, metteva in guardia dal rischio «che una soglia bassa renda assolutamente immobile il mercato del controllo societario»²¹³. A ben vedere nella fissazione di questa percentuale si rinviene la volontà di uniformare la regolamentazione italiana a quella di altri mercati finanziari, indiscutibilmente più avanzati²¹⁴.

Il comma 2 dello stesso articolo 106 dispone inoltre che il lancio dell'offerta avvenga entro venti giorni dal superamento della soglia indicata.

In realtà, quanto appena detto è valido solo per le PMI²¹⁵; infatti, il comma 1-*bis* puntualizza che, per le società diverse da queste ultime, la percentuale dalla quale scatta l'obbligo di offerta di acquisto totalitaria è ridotta al venticinque per cento, a meno che non ci sia un altro socio che detenga una partecipazione²¹⁶ più elevata. In queste disposizioni si intravede «una regola di responsabilizzazione del soggetto che si avvia o potrebbe già così detenere la

²¹³ M. PAGANO, F. PANUNZI, L. ZINGALES, *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'Opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in *Istituzioni e governo dell'economia*, Bologna, 1999, p. 159 s.

²¹⁴ Questo è il parere di L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'opa obbligatoria*, cit., p. 55.

²¹⁵ È la CONSOB stessa a impegnarsi, di anno in anno, a pubblicare un elenco contenente tutte le società quotate classificabili come PMI.

²¹⁶ Sebbene solitamente con tale termine si intende la porzione di titoli, che rappresentano il capitale sociale dell'emittente, posseduti da un soggetto che, in tal modo, ottiene il diritto di voto in assemblee afferenti nomina e revoca del consiglio di amministrazione, in base all'art. 105, comma 3, TUF, la CONSOB si riserva il diritto di modificare il significato "puro" del termine «partecipazione», ricomprendendo in esso anche categorie più vaste di strumenti finanziari. Ciò a condizione che l'esercizio dei diritti connessi a tali strumenti abbia la potenzialità di impattare significativamente sulla *governance* societaria.

partecipazione di controllo, posto che per gli investitori è ovvia l'importanza che il controllo, e quindi le scelte di gestione dell'azionista che lo esercita, ha sulla loro valutazione circa l'investimento effettuato»²¹⁷.

Per quanto riguarda il prezzo di offerta, esso non può essere «inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1²¹⁸»²¹⁹. Esiste tuttavia la possibilità che la CONSOB decida, in forza di una disposizione speciale in tema di OPA obbligatoria, di fissare un prezzo più basso di quello previsto, «in presenza di un evento eccezionale e imprevedibile che abbia comportato un temporaneo e significativo rialzo dei prezzi di mercato»²²⁰ oppure «qualora vi sia il fondato sospetto di manipolazione che abbia comportato un temporaneo rialzo dei prezzi di mercato»²²¹, o un prezzo più alto qualora vi sia una distorsione al ribasso dei prezzi, cioè quando l'offerente o i concertisti «abbiano pattuito l'acquisto di titoli ad un prezzo più elevato di quello pagato per l'acquisto di titoli della medesima categoria»²²² o in caso di collusione «tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori»²²³.

Una ulteriore tipologia di offerta pubblica obbligatoria, sottospecie della precedente, è la cosiddetta OPA totalitaria incrementale. Si tratta di un'offerta pubblica di acquisto che scatta obbligatoriamente qualora un azionista, già titolare di una partecipazione rilevante, nell'arco di dodici mesi effettui ulteriori acquisti di partecipazioni con diritto di voto per un totale superiore al cinque per cento del capitale della società.

La seconda rilevante situazione in cui si applica la disciplina dell'OPA obbligatoria si verifica successivamente a un'offerta pubblica totalitaria, allorquando l'offerente finisca per detenere almeno il novantacinque per cento del capitale sociale. In una simile circostanza tale soggetto si troverà obbligato, in forza dell'art. 108, comma 1, del TUF, ad «acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta»²²⁴. La medesima disciplina si applica anche nella situazione prevista

²¹⁷ M. CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, cit., p. 201 s.

²¹⁸ Il riferimento è alla comunicazione della volontà di promuovere una offerta pubblica di acquisto.

²¹⁹ Art. 106, comma 2, TUF. Tale articolo prevede anche un metodo alternativo per la determinazione del prezzo di offerta, qualora il primo non sia applicabile. Questo criterio alternativo stabilisce il prezzo l'offerta sia «non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile».

²²⁰ Art. 47-ter, comma 1, Regolamento emittenti

²²¹ Art. 47-quater, comma 1, Regolamento emittenti

²²² Art. 47-septies, comma 1, Regolamento emittenti

²²³ Art. 47-octies, comma 1, Regolamento emittenti

²²⁴ Come osservato da M. CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, cit., p. 203., questa circostanza darebbe luogo a un'«o.p.a. per così dire «capovolta» in quanto «l'iniziativa di vendere sta in capo ai singoli azionisti di minoranza che ritengono di volersi liberare della partecipazione».

La *ratio* che ha spinto il legislatore ad elaborare una simile configurazione si rinviene nella tutela degli azionisti di minoranza che rischierebbero di non essere in grado di vendere le azioni di una società con azionisti di controllo quasi totalitari, o di non essere in grado di negoziare un prezzo di vendita a causa di una carenza di liquidità del titolo.

al comma 2 dello stesso art. 108, e cioè qualora un soggetto si trovi «a detenere una partecipazione superiore al novanta per cento del capitale» e non sia in grado di ripristinare «entro novanta giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni». In entrambi i casi, sia in quello presentato al comma 1 che a quello configurato al comma 2 dell'art. 108, si parla di OPA obbligatoria residuale.

L'applicazione della disciplina riguardante l'OPA obbligatoria è soggetta ad alcune esenzioni²²⁵, menzionate all'art. 106 del TUF e approfondite e integrate dall'art. 49 del Regolamento emittenti. Nella prassi si verificano situazioni che generano grande incertezza circa l'applicazione o meno dell'esonero dalla disciplina dell'OPA obbligatoria. In tali circostanze spetta alla CONSOB risolvere le controversie assumendosi la responsabilità di tutelare i vari interessi in campo.

Esistono, e sono disciplinate dal TUF, anche offerte pubbliche di acquisto non obbligatorie, e che, anzi, portano all'esenzione da queste ultime. Ne è un esempio l'OPA preventiva. In sostanza, si tratta di un'offerta pubblica di acquisto che viene promossa volontariamente dal singolo investitore qualora sia intenzionato ad acquistare «almeno il sessanta per cento dei titoli di ciascuna categoria»²²⁶. In tale situazione non scatta alcun obbligo di offerta pubblica, a condizione che l'offerente o i concertisti non abbiano acquistato più dell'uno per cento delle partecipazioni nei dodici mesi precedenti alla comunicazione dell'intenzione di offerta alla CONSOB, che «l'efficacia dell'offerta sia stata condizionata all'approvazione di tanti possessori di titoli che possiedano la maggioranza dei titoli stessi»²²⁷ tenendo esclusi dal computo l'offerente e il socio di maggioranza, e, infine, che la stessa CONSOB dia parere positivo all'esenzione.

È di immediata evidenza il fatto che in quest'ultimo caso l'obiettivo primario perseguito dalla normativa sia quello della trasparenza, dal momento che agli azionisti minoritari è già stata garantita la giusta tutela, mentre con le offerte pubbliche obbligatorie entra in campo quella spiccata esigenza di tutela degli azionisti di minoranza e del mercato nel suo complesso, tipica del *corpus* normativo dedicato alle società quotate.

Tuttavia, nella prassi si riscontra una certa difficoltà nell'accertare «l'evento (in particolare quello del superamento della soglia) che fa scattare l'obbligo dell'o.p.a., giacché le situazioni concrete possono essere poco nitide e altresì sfaccettate»²²⁸. Non a caso molto spesso viene

²²⁵ Tra i casi di esenzione vengono ricompresi «a) operazioni dirette al salvataggio di società in crisi; b) trasferimento dei titoli previsti dall'articolo 105 tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione; c) cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente; d) operazioni ovvero superamenti della soglia di carattere temporaneo; e) operazioni di fusione o di scissione; f) acquisti a titolo gratuito» (Art. 106, comma 5, TUF).

²²⁶ Art. 107, comma 1, TUF

²²⁷ Art. 107, comma 1, lett. b), TUF

²²⁸ M. CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, cit., p. 204

demandato alla CONSOB il compito di valutare se sussistano o meno i requisiti per imporre l'obbligo di OPA.

3. I patti parasociali come possibile mezzo di elusione degli obblighi imposti ex lege

Vi sono dei casi in cui la disciplina appena esaminata in tema di OPA viene deliberatamente elusa al fine di sottrarsi all'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto al superamento delle soglie prefissate; non infrequentemente a tal fine determinati soggetti acquistano partecipazioni, apparentemente in modo disgiunto, mascherando tuttavia un intento di controllo congiunto sulla società mediante un'azione di concerto.

Proprio per scongiurare tale eventualità il TUF «ha dato rilievo agli acquisti di concerto ai fini degli obblighi di offerta pubblica di acquisto, innovando in ciò sia rispetto alla legge 149/1992, che non conteneva analoga disposizione, sia rispetto alla legge 31 luglio 1994, n. 474, in materia di privatizzazioni, che prevedeva un caso di opa speciale da patto parasociale²²⁹»²³⁰.

Nella definizione di «concerto» fornita dal TUF i patti parasociali assumono particolare rilevanza e centralità principalmente per due ordini di motivazioni.

La prima ragione per la quale esiste una sorta di nesso ideologico implicito tra azione di concerto e patti parasociali ha una derivazione «storica»: nei tentativi di scalata su società italiane, i patti parasociali hanno sempre assunto un ruolo centrale e, in tali occasioni, i giornali hanno utilizzato i termini «concertisti» e «pattisti» sostanzialmente come sinonimi, creando un'associazione spontanea tra i due fenomeni.

La seconda ragione si rinviene nel fatto che i patti parasociali effettivamente presentano tutte quelle caratteristiche tipiche di un'azione di concerto, identificabili nella «ricerca di un'intesa, (...) formulazione di un accordo e (...) coordinamento verso uno scopo condiviso»²³¹. E storicamente è stata proprio la fase antecedente alla formulazione dell'accordo a presentare i maggiori problemi elusivi. Ciò perché, se da un lato è pacifico che ci debba essere un

²²⁹ La disposizione in questione era contenuta all'art. 8 della medesima legge e prevedeva che «l'apporto, entro due anni dal collocamento per l'offerta pubblica di vendita ad un patto di sindacato di voto o di consultazione in qualsiasi forma concluso, desumibile anche dal comportamento concertato, di azioni di società di quel presente decreto acquistati dai partecipanti, contestualmente o non contestualmente, a far tempo dalla comunicazione ufficiale del soggetto proprietario della dismissione con procedura di offerta pubblica di vendita, determina l'obbligo di procedere ad offerta pubblica di acquisto, allorché i quantitativi apportati consentano di disporre della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria, ovvero di esercitare un'influenza dominante nella medesima assemblea».

²³⁰ L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'opa obbligatoria*, cit., p. 99.

²³¹ C. MOSCA, *Comportamenti di concerto e patti parasociali*, in AA. VV., *Scritti Giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, 2011, p. 451, la quale osserva anche come il concerto nei patti parasociali non sia identificabile solo dopo la stipulazione dei patti stessi ma anche nella fase antecedente rispetto alla loro stipulazione. In sostanza, la stipulazione sarebbe solo il suggellamento di un intento cooperativo nato ben prima di quel momento.

comportamento cooperativo anche prima dell'effettiva stipulazione dei patti parasociali, e che tale dinamica sia comune a qualunque tipo di accordo, dall'altro, nello specifico caso dei patti parasociali, in questa fase seppur 'primordiale', i futuri pattisti possiedono informazioni e interessi che potrebbero spingerli a mettere in atto azioni che esulano dalla fase di trattative finalizzate alla conclusione del patto. Quando costoro danno luogo ad attività idonee ad incidere sugli assetti proprietari della società, potrebbero, in forza di legge, essere obbligati a lanciare un'offerta pubblica di acquisto.

Tuttavia, la formulazione originaria del TUF e della sua definizione di «azione di concerto», essenzialmente in vigore dal 1998 al d.lgs. del 19 novembre 2007, n. 229, risultava troppo rigida sì da non consentire di cogliere il pregiudizio che anche attività svolte antecedentemente alla stipulazione di un patto parasociale potevano arrecare agli azionisti di minoranza di una determinata società. Ciò perché l'originaria definizione di «azione di concerto», contenuta nell'art. 109, rubricato «*acquisti di concerto*» in realtà contemplava solo quattro comportamenti, tassativamente elencati nelle lettere da *a*) a *d*) della disposizione, e cioè quelli *a*) degli aderenti a un patto parasociale (anche nullo), *b*) di un soggetto e delle sue controllate, *c*) delle società sottoposte a comune controllo e *d*) delle società con i suoi amministratori e direttori generali (art. 109, comma 1, TUF). L'assenza di una vera e propria definizione di «concerto» e la presenza di una «fotografia di quattro situazioni nelle quali il concerto ricopriva un ruolo quasi marginale»²³² rendevano anche difficile «provare l'esistenza di relazioni intersoggettive diverse da quelle espressamente previste dal legislatore al fine di imporre l'obbligo di opa ai soggetti da esse legati»²³³, nonostante alcune di esse fossero indiscutibilmente idonee a incidere significativamente sul governo societario²³⁴. Pertanto, spesso veniva richiesto alla Consob di pronunciarsi in merito a una possibile azione di concerto rilevante per l'insorgere dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto²³⁵. L'appiglio per cercare di ricomprendere nel fenomeno di concerto anche comportamenti non

²³² C. MOSCA, *Comportamenti di concerto e patti parasociali*, in AA. VV., *Scritti Giuridici per Piergaetano Marchetti*, cit., p. 456

²³³ L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'opa obbligatoria*, cit., p. 104 s. Giungeva alla stessa conclusione anche P. GIUDICI, *L'acquisto di concerto*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 496, ma facendo leva su una differente argomentazione: «la ricerca di un'*eadem ratio* finalizzata all'impiego dell'argomento analogico è comunque preclusa dalla natura eccezionale della norma».

²³⁴ La ragione di tale rigida formulazione dell'originario art. 109 del TUF sta nel fatto che esponenti del mondo imprenditoriale e finanziario dell'epoca, rappresentati della Commissione Finanze e Tesoro del Senato, si opponevano a una formulazione estensiva dell'articolo in questione, perché temevano che, in tal modo, potessero risultare eccessivamente frequenti casi di applicazione della disciplina dell'OPA obbligatoria. Per questo l'«(originario) articolo 109 del t.u.f. (...) nel testo all'epoca vigente, rinunciava (...) a disciplinare l'azione di concerto in termini di autonoma fattispecie e ne sussumeva, di fatto, l'esistenza nel paradigma del parasociale, ossia in quella che, sul mercato italiano, era percepita come la più probabile manifestazione del concerto» (A. TRISCORNIA, *OPA obbligatoria: la presunzione di concerto per patto parasociale è ancora assoluta?*, in *Giur. comm.*, 2019, I, p. 497 s.).

²³⁵ Questo è quello che dimostrano alcune pronunce quali CONSOB, delibera n. 15259, del 23 dicembre 2005 in *Bollettino Consob*.

specificatamente previsti nell'art. 109 era fornito da quel «anche nulli», riferito ai patti parasociali, alla lettera *a*), comma 1. E tuttavia, dimostrare che «i comportamenti di «concerto» fossero espressione di un contratto «nascosto» (*rectius* nullo), così da legittimare l'utilizzo del collegamento, previsto dalla legge, tra patti parasociali e disciplina degli «acquisti di concerto» è un passaggio²³⁶ piuttosto travagliato nella prassi. Tant'è che la giurisprudenza²³⁷ sostanzialmente negava che si potessero ricondurre determinati comportamenti all'esistenza di patti parasociali nascosti, poiché, in ogni caso, tali patti, anche se nulli, avrebbero dovuto contenere tutte le parti caratterizzanti i contratti. D'altronde, la mera osservazione di azioni di concerto non doveva automaticamente e inequivocabilmente portare alla stipulazione di un patto parasociale.

Altra situazione potenzialmente elusiva e difficilmente riconducibile nell'alveo dell'art. 109 era rappresentata dalla possibilità che i parasoci includessero in un patto parasociale valido delle clausole tali per cui, una volta effettuati acquisti che avessero comportato il superamento delle soglie determinanti l'obbligo di OPA, il patto stesso si sarebbe formalmente sciolto, salva l'eventualità che gli ormai ex pattisti continuassero ad agire di concerto, stavolta segretamente²³⁸.

Si comprende bene come la rigidità dell'art. 109 del TUF, evidentemente non idoneo a adattarsi a un fenomeno non comprimibile in quattro ipotesi tassative, abbia permesso ad alcuni comportamenti di sfuggire alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie.

Ciò ha portato all'elaborazione di un decreto correttivo, quello del 25 settembre 2009, n. 146, il quale ha riformulato la definizione di «azione di concerto», collocandola, stavolta, nell'art. 101-*bis*, al comma 4, sempre del TUF. In tale articolo il legislatore considera come concertisti «i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo

²³⁶ C. MOSCA, *Comportamenti di concerto e patti parasociali*, in AA. VV., *Scritti Giuridici per Piergaetano Marchetti*, cit., p. 460

²³⁷ Tra le varie pronunce giurisprudenziali dell'orientamento sopra espresso si menzionano Corte d'Appello di Genova, decr., Sez. I, 19 dicembre 2009 e Corte d'Appello di Bologna, decr., Sez. III, 27 gennaio 2010.

²³⁸ Una simile eventualità renderebbe molto complessa l'applicabilità dell'art. 109, come osservato da P. GIUDICI, *L'acquisto di concerto*, in *Riv. soc.*, cit., p. 490 ss.: «Se le parti hanno credibilmente posto come sanzione al superamento del limite la dissoluzione del patto, viene meno l'applicabilità dell'art. 109, perché la coalizione si scioglie e non trova più giustificazione la necessità di garantire ai soci di minoranza un'exit dalla società. Non deve valere, contro tale interpretazione, l'argomento che essa consente facili elusioni della norma. Il punto è che un obbligo di opa ex art. 109 non può esistere con il venir meno di qualsiasi forma di aggregazione di controllo. Se i soci sindacati hanno precedentemente dichiarato contrattualmente che il superamento delle soglie di crescita assegnate determina la risoluzione del patto, l'unico modo per obbligarli all'opa è dimostrare che in realtà il patto non è affatto rimasto privo di effetti, e che tuttora esiste una loro aggregazione capace di governare in modo coeso la società.»

della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio»²³⁹.

Già da una prima lettura del testo normativo si comprende come la definizione di concerto ivi contenuta abbia una portata molto più ampia ed estensiva²⁴⁰ rispetto a quella del precedente articolo 109; infatti, il solo fatto di ricomprendere nella nozione accordi idonei a condizionare il controllo societario, indipendentemente dalla possibilità che siano taciti o espressi, orali o scritti, ridimensiona notevolmente, se non, addirittura, elimina del tutto, i problemi elusivi sopra discussi.

Se si considera poi il collegamento tra il comma 4 dell'art. 101-*bis* e il comma successivo dello stesso articolo, che elenca quei comportamenti che *in ogni caso* si configurano come azioni di concerto, tra di essi ricomprendendo, alla lettera *a*), «gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall'articolo 122, comma 1 e comma 5 lettere *a*), *b*), *c*) e *d*)»²⁴¹, ritorna, e in modo sempre più evidente, la centralità dei patti parasociali rispetto all'azione di concerto. La loro rilevanza nella disciplina dell'OPA obbligatoria è ulteriormente accentuata dal fatto che, al comma sopra richiamato, non siano compresi solamente i sindacati di voto e di blocco, certamente gli accordi più palesemente idonei a incidere sulla *governance* societaria, ma anche i patti che prevedano un obbligo di consultazione e quelli per l'acquisto di azioni.

La centralità dei patti parasociali rispetto all'azione di concerto si coglie anche nel fatto che spesso, nella prassi, questi possono rappresentare un'occasione di concertazione anche prima della loro effettiva stipulazione.

È stato osservato come tale considerazione sia «carica di conseguenze rispetto all'obbligo di opa, in quanto eventuali acquisti di azioni potrebbero realizzarne il presupposto ancor prima che la stipulazione del contratto determini, tramite l'applicazione della presunzione assoluta *ex art. 101-bis*, comma 4-*bis*, lett. *a*), T.U.F., la formale aggregazione ad unità delle partecipazioni dei contraenti»²⁴², eliminando così la possibilità, ammessa nella prassi con il vecchio art. 109, che dei soggetti posticipino volontariamente la data di stipulazione di un patto parasociale.

²³⁹ Art. 101-*bis*, comma 4, TUF

²⁴⁰ P. SERSALE, *Commento sub art. 109*, in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino, 2010, p. 189

²⁴¹ Art. 101-*bis*, comma 4-*bis*. TUF.

Questo articolo innesca una presunzione assoluta, cioè senza ammettere prova contraria, di concerto su alcune specifiche e tassative fattispecie, tra cui, oltre a quella sopra richiamata alla lettera *a*), anche «*b*) un soggetto, il suo controllante, e le società da esso controllate; *c*) le società sottoposte a comune controllo; *d*) una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione, o di sorveglianza o direttori generali». È piuttosto evidente che le fattispecie proposte, tranne qualche lieve eccezione, sono perlopiù le stesse di quelle richiamate al vecchio art. 109.

²⁴² C. MOSCA, *Comportamenti di concerto e patti parasociali*, in AA. VV., *Scritti Giuridici per Piergaetano Marchetti*, cit., p. 465

È tuttavia necessario ribadire che il solo agire di concerto non implica l'insorgere dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto se non si verifica anche il superamento di specifiche soglie²⁴³.

Al fine dell'applicazione della disciplina può essere ben possibile che l'evento scatenante avvenga in seguito all'acquisto compiuto «anche da uno solo di essi»²⁴⁴ (con «essi» intendendosi i concertisti), sia per scelta individuale che collettiva.

Tuttavia, per non favorire un orientamento eccessivamente ostico nei confronti delle pattuizioni parasociali il legislatore ha escluso che possa dar luogo all'obbligo di offerta pubblica la stipulazione di un patto che già in origine aggregava un numero di partecipazioni oltre soglia, a condizione che i pattisti non abbiano superato tale soglia mediante acquisti effettuati nei dodici mesi antecedenti alla stipulazione stessa²⁴⁵.

Resta il fatto che spesso, nella prassi, si verificano situazioni di confine che richiedono l'intervento dell'autorità di vigilanza come arbitro risolutore delle controversie.

4. Il caso Moncler: il cambio di controllo della quotata come presupposto sostanziale per il sorgere dell'obbligo solidale di OPA

Il primo caso che si vuole esaminare è il caso Moncler.

Esso riguarda proprio una situazione di confine, in cui i presupposti formali della vicenda avrebbero fatto propendere per una determinata soluzione, mentre la pronuncia dell'autorità di vigilanza, in virtù della mancanza di alcuni presupposti sostanziali, ha fatto giungere ad un'altra conclusione.

Per l'analisi del caso è bene innanzitutto esaminarne i precedenti.

Il precedente della vicenda è dato dalla stipulazione di un patto parasociale, avente ad oggetto le azioni di Moncler S.p.A.²⁴⁶, in data 17 giugno 2019 tra due società, Ruffini Holding S.r.l e Venezia Investments Pte Ltd, e Remo Ruffini, unico socio di Ruffini Holding. Tale patto parasociale contiene disposizioni²⁴⁷ che consentono di ricondurlo a un patto di voto e a un

²⁴³ Tali soglie sono state indicate nel paragrafo precedente.

²⁴⁴ Art. 109, comma 1, TUF

²⁴⁵ Art. 109, comma 2, TUF

²⁴⁶ Moncler è una spa di diritto italiano con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario, gestito ed organizzato da Borsa Italiana S.p.A. Il suo capitale sociale è suddiviso in 257.979.524 azioni ordinarie, corrispondenti a Euro 51.595.904,80.

²⁴⁷ Per un resoconto più dettagliato si riporta il contenuto integrale del patto, esattamente come previsto dai paciscenti: «Mediante la stipulazione del Patto Parasociale le Parti hanno inteso definire termini e condizioni relativi ai reciproci rapporti quali soci di RP anche con riferimento al trasferimento delle quote di RP. Le Parti hanno, tra l'altro, dato espressamente atto che alcuna disposizione contenuta nello statuto di RP o nel Patto Parasociale avrà l'effetto di dar luogo ad un controllo congiunto delle Parti su RP, restando inteso che le disposizioni contenute nel Patto Parasociale hanno il solo obiettivo di attribuire all'Investitore determinati diritti di minoranza, senza pregiudicare la capacità di RPH (e indirettamente di RR attraverso RPH) di esercitare il controllo esclusivo su RP e, in particolare, di (i) nominare e revocare la maggioranza degli amministratori di RP, (ii) approvare i bilanci di RP e (iii) esercitare un'influenza dominante sulla gestione ordinaria (*ordinary course*

patto che pone limiti al trasferimento di strumenti finanziari²⁴⁸. In sostanza, con la stipula del patto parasociale, le parti menzionate miravano a scandire i termini e le condizioni relative al loro rapporto, essendo entrambe socie di Ruffini Partecipazioni S.r.l., nonché al trasferimento delle quote della stessa Ruffini Partecipazioni S.r.l, la quale, alla data sopra indicata, era detentrica di una porzione rilevante del capitale sociale di Moncler.

Di seguito si portano schematicamente le quote partecipative dei paciscenti in Ruffini Partecipazioni S.r.l. (RP).

| Socio di RP | % quota detenuta sul capitale | % quota sindacata sul capitale | % quota sindacata sulla totalità delle quote sindacate |
|-------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|--|
| Ruffini Holding S.r.l. | 77,315 | 77,315 | 77,315 |
| Venezio | 22,685 | 22,685 | 22,685 |
| Totale | 100 | 100 | 100 |

La situazione appena prospettata inizia a cambiare quando, il 12 novembre 2019, a seguito di un comunicato stampa, viene reso noto il recesso parziale di Venezia da Ruffini Partecipazioni.

A seguito di tale evento, la situazione proprietaria di Ruffini Partecipazioni è la seguente.

| Socio di RP | % quota detenuta sul capitale | % quota sindacata sul capitale | % quota sindacata sulla totalità delle quote sindacate |
|-------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|--|
| Ruffini Holding S.r.l. | 87,206 | 87,206 | 87,206 |
| Venezio | 12,794 | 12,794 | 12,794 |
| Totale | 100 | 100 | 100 |

of business) di RP. A tal fine le Parti hanno convenuto che, nel caso in cui un'autorità regolamentare o qualunque altra autorità (a) stabilisca che – o rilasci a qualunque delle Parti una comunicazione ai sensi della quale – il Patto Parasociale ha l'effetto di dar luogo ad un controllo congiunto delle Parti su RP e (b) sulla base della sua interpretazione (o qualunque altra interpretazione), imponga delle obbligazioni a carico di una qualunque delle Parti, le Parti collaboreranno in buona fede e profonderanno ogni ragionevole sforzo al fine di individuare tutte le misure idonee per far fronte all'ordine o alla comunicazione dell'autorità e daranno corso anche alle opportune modifiche al Patto Parasociale che, senza modificarne lo spirito e le finalità (da interpretarsi ai sensi delle relative disposizioni del codice civile), siano tali da escludere ogni incertezza sul fatto che con il Patto Parasociale non si è inteso costituire alcun controllo congiunto delle Parti su RP.» (<https://www.monclergroup.com/it/governance/documenti-e-procedure>).

²⁴⁸ Tali fattispecie sono contenute all'art. 122, comma 1 e comma 5, lett. b), TUF.

In sostanza, coerentemente con la decisione di recedere parzialmente da Ruffini Partecipazioni, la quota percentuale di capitale detenuta da Venezia si riduce dal 22,685% al 12,794%. Conseguentemente, la partecipazione di Remo Ruffini, per il tramite di Ruffini Holding S.r.l., subisce un incremento dal 77,315% all'87,206%.

Inoltre, sempre come effetto del suo recesso parziale, a Venezia vengono conferite 7.422.218 azioni quotate di Moncler S.p.A.²⁴⁹. In tal modo, Venezia diviene azionista diretta²⁵⁰, seppur di minoranza, di Moncler, con una quota pari al 2,87%. Al contrario, Remo Ruffini, che tramite Ruffini Holding e Ruffini Partecipazioni deteneva il 25,36% delle azioni ordinarie di Moncler, vede la sua quota ridimensionata al 22,54%.

Si noti come i pattisti (Venezio, Ruffini Holding e Remo Ruffini) arrivino a detenere congiuntamente il 25,41% delle azioni di Moncler. Ciò comporta, di fatto, il superamento della soglia del venticinque per cento, rilevante per l'insorgere dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria, ai sensi dell'art. 106, comma 1-*bis*²⁵¹.

Tuttavia, la CONSOB rileva come, al di là della modifica delle percentuali di azioni detenute dalle parti, non si verifichi alcuna modifica delle disposizioni pattizie. In altri termini, Remo Ruffini, che già prima del recesso parziale da parte di Venezia aveva il controllo individuale di fatto sulla società quotata, ai sensi dell'art. 93²⁵² del TUF, continua a detenerlo anche *post* recesso²⁵³. Pertanto, nonostante le parti, agendo di concerto per mezzo di una pattuizione parasociale²⁵⁴, superino la soglia rilevante per l'applicazione della disciplina in tema di OPA, non sussiste «il presupposto sostanziale (ossia il cambio di controllo della quotata) per il

²⁴⁹ In aggiunta, Venezia riceveva anche una somma di denaro di Euro 65.619.

²⁵⁰ Precedentemente era sì azionista di Moncler, ma per via indiretta, cioè per mezzo di Ruffini Partecipazioni.

²⁵¹ A tal proposito la Consob, con la Comunicazione n. 0110766/20 del 10-2-2020, evidenzia come «avuto riguardo alle avvenute modifiche nell'azionariato di Moncler e a quanto dichiarato dalle parti nel suddetto comunicato, (...) ai sensi del combinato disposto degli artt. 106, comma 1-*bis* e 109 del Tuf, i partecipanti al Patto, per effetto dell'assegnazione di azioni Moncler effettuata a favore di Venezia, avrebbero, congiuntamente, superato la soglia del 25% del capitale di Moncler e che, alla data di assegnazione di tali azioni e di diffusione del comunicato, si sarebbe verificato il presupposto *formale* per il sorgere di un obbligo di promuovere in solido un'offerta pubblica di acquisto su azioni Moncler».

²⁵² Tale articolo dispone che vengano considerate come controllate, tra le varie, quelle imprese «a) (...) su cui un soggetto ha il diritto, in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, di esercitare un'influenza dominante, quando la legge applicabile consenta tali contratti o clausole; b) (...) su cui un socio, in base ad accordi con altri soci, dispone da solo di voti sufficienti a esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria».

²⁵³ Sia *ante* che *post* recesso a Remo Ruffini spetta il diritto di nominare la maggior parte degli amministratori di Ruffini Partecipazioni e di Moncler, mentre, a Venezia rimane, come anche in precedenza, il diritto di nominare un solo amministratore nelle due società in questione, senza la possibilità di ricorrere a strumenti che possano, in un modo o nell'altro, influire significativamente sulla gestione di Moncler.

²⁵⁴ È stato osservato come, a differenza di altri paesi, «in Italia, (...) concerto e patto parasociale hanno (...) finito per identificarsi l'uno nell'altro, dando vita ad un rapporto simbiotico che si è dimostrato inscindibile soprattutto nell'applicazione concreta della disciplina ad opera della nostra autorità di mercato» (A. TRISCORNIA, *OPA obbligatoria: la presunzione di concerto per patto parasociale è ancora assoluta?*, in *Giur. comm.*, cit., p. 495).

sorgere dell'obbligo solidale di promuovere un'offerta pubblica di acquisto in capo a Remo Ruffini, Ruffini Holding, Ruffini Partecipazioni e Venezia»²⁵⁵.

Questa pronuncia da parte dell'autorità di vigilanza deriva da un orientamento consolidatosi nel tempo, a partire da quando si era presentato il problema di valutare le possibili conseguenze di cambiamenti negli equilibri interni²⁵⁶ delle pattuizioni parasociali sul presupposto dell'OPA.

Seguendo tale orientamento la CONSOB mitiga posizioni "estreme" che, a fronte di variazioni relative nelle quote partecipative dei paciscenti, prevederebbero o di imporre in ogni caso il lancio dell'offerta pubblica di acquisto, opzione eccessiva e priva di una effettiva tutela degli investitori qualora il patto, al di là della variazione appena nominata, rimanga inalterato, oppure di non imporre assolutamente nulla, spianando così la strada a possibili elusioni della disciplina dell'OPA.

La via di mezzo, in cui si colloca l'orientamento della CONSOB, tra queste due opposte tendenze, consiste nel prevedere che venga fatta una valutazione specifica caso per caso, ma che, in linea generale, «variazioni «minime» che lasciano immutato il patto sono tendenzialmente ininfluenti rispetto all'obbligo di offerta pubblica di acquisto»²⁵⁷.

5. Il caso Alerion: una "guerra" a suon di OPA

Il secondo caso in esame è il caso Alerion²⁵⁸.

²⁵⁵ Sono questi i termini in cui si pronuncia il presidente della Consob, Paolo Savona, nella Comunicazione n. 0110766/20 del 10-2-2020, coerentemente con una precedente Comunicazione Consob, la n. 7096246 del 26 ottobre 2007, dove già si affermava che «l'ingresso di nuovi aderenti o l'uscita di membri originari [dal patto assume rilevanza ai fini dell'obbligo di Opa soltanto quando ciò comporti un] (...) mutamento del socio (o dell'eventuale gruppo di soci tra loro legati da ulteriori accordi) in grado di esercitare una stabile preminenza all'interno del patto o di disporre di uno stabile potere di veto sulle decisioni comuni». Al fine di riscontrare una eventuale «stabile preminenza», cioè una influenza dominante nel patto, bisogna verificare anche la possibilità che nel patto parasociale sia conferito a qualche pattista il potere di veto su decisioni di particolare rilevanza, come, ad esempio, la nomina degli amministratori di vertice. Una simile situazione sarebbe infatti «indice di una posizione di potere "differenziata" [rispetto a quella della generalità dei soggetti che vi aderiscono], con la conseguenza che la sua acquisizione da parte di un nuovo soggetto costitu[sc]e una] modifica significativa del patto, rilevante ai fini dell'obbligo di Opa».

Tuttavia, nel caso in esame, il recesso parziale di Venezia non configura alcun cambio di controllo in Moncler, né viene conferito alla stessa Venezia un potere di veto che possa in qualche modo "ostacolare" le iniziative di Remo Ruffini. Pertanto, come già affermato, non è possibile applicare la disciplina in tema di Opa obbligatoria.

²⁵⁶ A configurare ipotesi di cambiamento degli equilibri interni alle pattuizioni parasociali potrebbe essere la cessione di partecipazioni da parte di un pattista a favore di un altro.

²⁵⁷ C. MOSCA, *Comportamenti di concerto e patti parasociali*, in AA. VV., *Scritti Giuridici per Piergaetano Marchetti*, cit., p. 475

²⁵⁸ Alerion Clean Power s.p.a. è un'azienda italiana che si occupa di sviluppare e gestire impianti per la produzione di energia da fonti rinnovabili, concentrandosi in particolar modo sul settore eolico. Fondata nel 2010, l'azienda si è concentrata principalmente sullo sviluppo di impianti in Italia, ma ha iniziato a espandersi anche in altri Paesi europei, suscitando, in tal modo, l'interesse di molti investitori. All'epoca della vicenda che qui interessa, nel 2016, il suo capitale sociale ammontava a Euro 161.242.314, ripartito in 43.579.004 azioni ordinarie, quotate sul Mercato Telematico Azionario, gestito da Borsa Italiana S.p.a.

A differenza della situazione precedente, la presenza di un patto parasociale, qui occulto, ha portato, una volta scoperto e una volta superate le soglie di rilevanza, all'obbligo di lancio di OPA a carico delle parti coinvolte.

Dopo questa sintetica premessa si analizza la vicenda più nel dettaglio.

Essa ha inizio il 24 agosto del 2016, quando FRI-EL Green Power²⁵⁹ lancia un'OPA volontaria parziale su un massimo di 13.030.123 di azioni di Alerion Clean Power, quantità pari al 29,90% del suo capitale sociale. Il controvalore totale dell'operazione è di Euro 24.757.233,70, essendo prezzata ogni singola azione al valore di €1,90²⁶⁰. Questa mossa consentirebbe a FRI-EL Green Power di ottenere il controllo di Alerion, scavalcando il primo azionista, F2i, che possiede già il 15,716% del capitale sociale. Tuttavia, l'OPA avrà efficacia solo se saranno vendute all'offerente un numero di azioni pari almeno al 14% del capitale sociale di Alerion.

Nel frattempo, mentre il primo azionista di Alerion diventa Amber, con poco meno del 18% del capitale sociale e l'offerta della «multiutility altoatesina Fri-El [viene] bocciata dal cda della stessa Alerion sia sul prezzo (...) sia sulle caratteristiche»²⁶¹, si infiamma sempre di più la guerra per il controllo della società: infatti, il 13 ottobre perviene un'altra offerta pubblica di acquisto, stavolta totalitaria e concorrente²⁶², da parte di Edison e di F2i, avente già il 16% delle azioni di Alerion, mediante il veicolo di Eolo Energia s.r.l.²⁶³. Il prezzo per azione questa volta viene fissato a €2,46.

In seguito alla promozione di tale offerta, arriva il colpo di scena da parte di FRI-EL che annuncia di aver alzato la propria offerta a €2,60 per azione e di aver acquistato fuori mercato, per la stessa cifra, azioni pari al 25,37% del capitale di Alerion²⁶⁴.

Eolo non fa nessun rilancio sul prezzo proposto da FRI-EL, ma chiede alla CONSOB che il termine per l'adesione alla propria offerta, già fissato al 2 dicembre, come anche per quella

²⁵⁹ In realtà l'offerta viene lanciata da FRI-EL Green Power per il tramite di una società veicolo costituita per l'occasione, FGPA s.r.l.

²⁶⁰ Con tale operazione la società promotrice dell'offerta mira a fornire ad Alerion il proprio bagaglio di competenze che le permetteranno di gestire in modo più efficiente i parchi eolici.

²⁶¹ <https://st.ilssole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-10-14/opa-edison-alerion-anche-consob-campo-064101.shtml?uuiid=ADXyaIcB>

²⁶² L'OPA concorrente è «un'offerta pubblica lanciata da un nuovo offerente che ha per oggetto i medesimi titoli di una precedente OPA promossa da un altro soggetto. L'OPA concorrente si differenzia dai "rilanci", ossia dalle offerte successive alla prima, promosse dal medesimo soggetto che ha lanciato la prima OPA.» (G. D. MOSCO, *Le società quotate: casebook*, Bari, 2018, p. 183).

²⁶³ Questa società veicolo è controllata per il 51% da Edison e per il 49% da E2i Energie speciali, che ha come socio detenente una quota del 70% F2i. E2i, che già possiede parchi eolici in Italia per più di 600 MW, «grazie ai 259 MW di Alerion diventerebbe il secondo operatore italiano dietro ad Erg (che ha oltre 1,1 GW) con Enel Green Power che scivolerebbe al terzo posto (0,72 GW). Così, la leadership in Italia sarebbe più facile da raggiungere, magari grazie a nuove acquisizioni che permetteranno di aumentare la massa critica e fare sinergie su larga scala e trasversalmente ai vari asset di generazione.» (<https://st.ilssole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-10-14/opa-edison-alerion-anche-consob-campo-064101.shtml?uuiid=ADXyaIcB>).

²⁶⁴ Dal momento che FGPA può detenere al massimo il 29,90% del capitale sociale di Alerion, resta oggetto di OPA solo il 4,53% del capitale della società.

di FGPA²⁶⁵, venga prorogato «sino ad almeno cinque Giorni di Borsa Aperta successivi alla data in cui, a seguito dell'effettuazione del riparto dell'offerta FGPA, gli intermediari incaricati abbiano rimesso a disposizione dei legittimi titolari le azioni Alerion (...) in eccedenza»²⁶⁶. In tal modo sarebbe stata data agli azionisti esclusi dall'offerta di FGPA la possibilità di scegliere tra detenere i propri titoli o apportarli all'OPA Eolo.

Tuttavia, tale richiesta passa in secondo piano poiché, a seguito della stipulazione di un patto parasociale²⁶⁷ di blocco e di voto tra Eolo ed F2i, avvenuta il 30 novembre, e della scadenza del termine originario delle offerte, le due pattiste si sono ritrovate a detenere congiuntamente il 38,93% del capitale sociale di Alerion, presumibilmente non per puro caso ma quale conseguenza di un'abile programmazione studiata nei minimi dettagli²⁶⁸. Fatto sta che, avendo superato la soglia del 30%, il consorzio si trova obbligato a lanciare un'offerta pubblica d'acquisto sulla totalità delle azioni di Alerion. In tal modo il consorzio ha la possibilità di ampliare lo scarto tra la propria partecipazione, pari, appunto, al 38,9%, e quella di FGPA, pari al 29,9%.

È importante soffermarsi su questo passaggio per trarne delle considerazioni di carattere generale. Il patto parasociale stipulato il 30 novembre aggrega già in origine più del trenta per cento delle partecipazioni al capitale sociale di Alerion, arrivando nello specifico a 31,027%. Questo caso, ovvero quello in cui i concertisti già *ab origine* coordinino partecipazioni oltre soglia, è complesso e viene disciplinato dal legislatore solo nel caso di concerto da patti parasociali. Infatti, l'art. 109, al comma 2, prevede che l'obbligo di offerta pubblica di acquisto non sorga «quando la detenzione di una partecipazione complessiva superiore alle percentuali indicate agli articoli 106 e 108 costituisce effetto della stipula di un patto, anche nullo, di cui all'articolo 122»²⁶⁹, a meno che «gli aderenti siano venuti a detenere una partecipazione complessiva superiore alle predette percentuali nei dodici mesi precedenti la stipulazione del patto»²⁷⁰.

Con quest'ultima puntualizzazione, si mira a tutelare la totalità degli investitori che assistono all'acquisto da parte dei singoli di partecipazioni sottosoglia, che poi, in base a un disegno

²⁶⁵ L'allineamento della scadenza delle offerte è previsto dall'art. 44 del Regolamento emittenti.

²⁶⁶ <https://www.edison.it/sites/default/files/documents/comunicato4novembre2016.pdf>

²⁶⁷ Tale patto ha ad oggetto le azioni di Alerion detenute da Eolo, pari al 14,997%, da F2i, pari al 16,030% e tutte quelle che saranno possedute dall'offerente sia per effetto dell'offerta pubblica di acquisto, sia di acquisti fuori mercato.

²⁶⁸ Il dubbio c'è e viene insinuato nel Sole 24 ore (<https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-12-04/1-opa-alerion-e-prime-ipotesi-rilancio-fri-el-081327.shtml?uuid=ADMAK86B>).

²⁶⁹ Sul punto, C. MOSCA, *Comportamenti di concerto e patti parasociali*, in AA. VV., *Scritti Giuridici per Piergaetano Marchetti*, cit., p. 470 nota come una simile scelta legislativa possa essere «interpretata alla stregua di un principio a favore dei patti parasociali, in virtù degli effetti di stabilità e continuità della gestione societaria che essi consentirebbero di realizzare».

²⁷⁰ Sul tema si veda in particolar modo CONSOB, n. DEM/DCL/4073976 del 6 agosto 2004

ben programmato, vengono aggregate, mediante pattuizione parasociale, superando così la soglia rilevante. Insomma, se non ci fosse tale previsione si spianerebbe la strada a una possibile elusione delle norme in tema di OPA. Stabilire che il «trigger event» abbia luogo laddove ci siano acquisti nei dodici mesi antecedenti alla stipulazione del patto «evita che gli stessi siano volutamente effettuati prima ma nella consapevolezza dell'imminente stipulazione del contratto»²⁷¹.

Ora si comprende bene perché il patto originariamente stipulato da Eolo e F2i, pur superando la soglia del trenta per cento, non abbia determinato l'insorgenza dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto, che invece è scattato nel momento in cui le parti, dopo la stipulazione, hanno effettuato acquisti che hanno determinato un ulteriore aumento delle partecipazioni detenute al 38,9% del capitale sociale.

Riprendendo le fila della vicenda, un altro colpo di scena si verifica all'assemblea del 31 gennaio 2017 per il rinnovo degli amministratori di Alerion. Contro tutte le aspettative la lista presentata da Eolo viene battuta da quella di FGPA. In altri termini, nonostante Eolo detenga il 39% del capitale sociale, la sua lista ottiene solo il 46% dei voti, contro il 54% per la lista opposta.

A marzo, poi, FRI-EL lancia un'offerta pubblica di scambio volontaria e totalitaria avente ad oggetto il 70% del capitale sociale della società emittente²⁷². Tuttavia, la Consob blocca l'iter di approvazione di tale offerta in via cautelare perché sospetta che un azionista di Alerion si sia coordinato con FRI-EL per assumere il controllo della società e opporsi all'OPA di Eolo e F2i²⁷³.

Dai controlli svolti dall'autorità di vigilanza emerge, infatti, «una significativa operatività in acquisto sulle medesime azioni da parte del Sig. Peter Stadler, nel periodo 9 dicembre 2016 - il 2 febbraio 2017, (...) realizzata per conto della società STAFIL S.p.A. (...), riconducibile al medesimo Peter Stadler»²⁷⁴. Al termine dell'operazione «Stafil è divenuta titolare di circa 629.298 azioni Alerion, corrispondenti all'1,44% del capitale sociale della medesima Alerion»²⁷⁵.

Inoltre, se si ricorda che nell'assemblea sopra citata, in cui sorprendentemente la lista favorita veniva soppiantata da quella presentata da FRI-EL, Stafil, con 447.124 azioni, pari a 1,026% di capitale sociale e 1,188% di voto capitale, vota proprio a favore di quest'ultima lista, è ancora più forte «il sospetto che l'operatività di Stafil non sia stata il frutto di autonome scelte,

²⁷¹ C. MOSCA, *Comportamenti di concerto e patti parasociali*, in AA. VV., *Scritti Giuridici per Piergaetano Marchetti*, cit., p. 471

²⁷² Il corrispettivo di tale offerta è fissato in strumenti partecipativi obbligazionari.

²⁷³ FRI-EL può comunque impugnare il provvedimento innanzi al TAR del Lazio entro sessanta giorni.

²⁷⁴ CONSOB, delibera n. 20023, del 5 giugno 2017

²⁷⁵ CONSOB, delibera n. 20023, del 5 giugno 2017

ma che FRIE-EL e Stafil abbiano concordemente agito, potendosi ipotizzare un'azione di concerto - se non un'interposizione tra le medesime società -, con la finalità di acquisire il controllo di Alerion, attraverso la nomina della maggioranza del Consiglio di Amministrazione della società quotata, al fine di realizzare i programmi elaborati da FRI-EL in ordine ad Alerion, come rappresentati nel Documento d'Offerta relativo all'Opa volontaria parziale promossa da Fgpa, ed anche attraverso il contrasto dell'Offerta obbligatoria promossa da Eolo, allora in corso»²⁷⁶.

Pertanto, la CONSOB, dopo aver riconosciuto il superamento congiunto della soglia rilevante da parte di FRI-EL Green Power e Stafil, le obbliga a lanciare un'offerta pubblica di acquisto cosiddetta riparatoria²⁷⁷ su tutte le azioni di Alerion non detenute da loro stesse²⁷⁸. Così, in osservanza di quanto stabilito dalla CONSOB, FRI-EL il 21 ottobre 2017 lancia l'offerta pubblica totalitaria sul 70,64% del capitale di Alerion al prezzo di €2,90 per azione, stabilito dalla stessa CONSOB.

²⁷⁶ CONSOB, delibera n. 20023, del 5 giugno 2017

²⁷⁷ Tale tipologia di offerta pubblica di acquisto è disciplinata all'art. 110 TUF, dove al comma 1-*bis* è previsto che «la Consob, in alternativa all'alienazione di cui al comma 1, con provvedimento motivato, avuto riguardo tra l'altro alle ragioni del mancato adempimento, agli effetti che conseguirebbero all'alienazione e alle modifiche intervenute nella compagine azionaria, può imporre la promozione dell'offerta totalitaria al prezzo da essa stabilito, anche tenendo conto del prezzo di mercato dei titoli». In sostanza, quando vi è una violazione delle disposizioni in materia di OPA, la CONSOB, in alternativa a quanto previsto al comma 1 dello stesso articolo, cioè l'obbligo di vendita delle azioni che determinano il superamento delle percentuali di rilevanza, può stabilire, in forza del comma 1-*bis* sopra richiamato, che venga promossa un'OPA totalitaria a un prezzo fissato discrezionalmente da essa stessa, tenuto conto di alcune informazioni rilevanti, come il prezzo di mercato dei titoli.

²⁷⁸ CONSOB, delibera n. 20117/2017

Conclusioni

L'obiettivo che ci si è prefissati con la redazione di questo lavoro è stato quello di descrivere l'evoluzione normativa e dottrina del fenomeno dei patti parasociali dal suo primo manifestarsi fino ai nostri giorni, dando anche evidenza di alcune circostanze che hanno inciso sull'attenzione del legislatore e sulla disciplina del fenomeno, con particolare riguardo alle società quotate, a partire dagli anni Novanta fino ad oggi, arco temporale nel quale il contesto economico italiano e, di conseguenza, il quadro giuridico relativo ai mercati finanziari, è stato oggetto di profonda trasformazione.

Partendo dal primo approccio definitorio intrapreso dalla dottrina con il suo autorevole esponente Giorgio Oppo nel 1942, si è assistito ad una lenta ma inesorabile presa di coscienza di tali accordi da parte del mondo economico e di quello giuridico, che aveva inizialmente assistito con un atteggiamento sostanzialmente agnostico al loro diffondersi, non celando in molti casi un deciso disfavore quantomeno per talune tipologie di pattuizioni.

Lo stesso Giorgio Oppo, d'altro canto, affermava che *“Il giudizio sui patti parasociali non può essere unico, poiché da un lato vi è il rischio che attuino un regolamento effettivo della società diverso da quello che è noto con la pubblicità legale e difforme dalle stesse regole e dai principi cui esse si ispirano; dall'altro, suppliscono alle deficienze di queste e rispondono sovente a reali esigenze della pratica societaria o giovano all'impiego dell'istituto affini non meglio tutelati dalla legge positiva, o comunque tutelano legittimi interessi delle parti in seno alla società”*

Anche gli interventi legislativi che si sono susseguiti sulla materia non hanno avuto risultati pienamente soddisfacenti ed hanno nel tempo prestato il fianco a varie interpretazioni, spesso contrastanti, sicché permane il problema di valutare in concreto, caso per caso, la liceità di ogni singolo accordo parasociale, indagando sulla meritevolezza dei vari elementi che lo caratterizzano e lo qualificano, primi fra tutti, l'oggetto e la causa.

D'altro canto, emerge chiaramente dall'indagine condotta che le varie fattispecie negoziali riconducibili a patti parasociali difficilmente possono essere ricondotte ad omogeneità e di tale impossibilità il legislatore deve aver preso atto, dettando disposizioni prescrittive e cogenti soprattutto in termini di pubblicità e durata, a tutela di aspetti che, in particolare per le società quotate, assumono particolare rilevanza. Se da un lato, infatti, si è via via riconosciuta la legittimità di fattispecie negoziali che consentono di regolare, al di fuori del sociale, situazioni sociali e aspetti societari, d'altro canto si è viepiù affermato un problema di tutela dei mercati finanziari relativamente alle società quotate. In tal senso si inquadra l'adozione, nell'ambito del TUF, di specifiche norme a presidio della trasparenza informativa a tutela degli investitori e degli azionisti di minoranza, dando la massima evidenza e pubblicità

a pattuizioni tra soci che possono avere grande rilevanza ed impatto su molteplici aspetti della vita societaria, presidiando la stabilità degli assetti proprietari, limitando la contendibilità della società e incidendo sul governo della stessa, prevedendo talvolta significative limitazioni al diritto di voto o alla circolazione delle azioni. L'intervento legislativo ha poi opportunamente delimitato la durata del patto, rispondendo ad una esigenza evolutiva di mobilità dei mercati, laddove spesso l'obiettivo dei patti parasociali è quello della cristallizzazione degli assetti proprietari e della governance societaria.

Si è data poi evidenza dell'incidenza dei patti parasociali sul controllo societario indagando anche sulla tipologia degli assetti proprietari negli ultimi vent'anni delle società quotate italiane e rivelando, in base ai dati raccolti dalla Consob, un tessuto sociale caratterizzato nel nostro paese da una prevalenza di situazioni di controllo stabile e da un modello di *business* sostanzialmente familiare, tradizionalmente poco incline ad un'apertura al mercato. In tale contesto economico ed industriale, i patti parasociali negli ultimi anni hanno sorprendentemente trovato una collocazione non tanto orientata al mantenimento o al rafforzamento del controllo, quanto al regolamento del comportamento dei soci.

Si è da ultimo esaminata la disciplina in materia di OPA in connessione con il ruolo della Consob quale arbitro nell'apprezzamento delle situazioni che impongono tale tutela, sulla cui indagine le pattuizioni parasociali e le azioni concertate tra i soci assumono, non infrequentemente, carattere decisivo. Si è infatti data evidenza, attraverso l'esame di due casi verificatisi nel recente passato, di quanto risulti rilevante, nella valutazione dell'opportunità di tutela degli azionisti di minoranza, la ponderazione, caso per caso, dei mutamenti intervenuti negli assetti proprietari e di controllo a seguito di acquisti isolati di azioni da parte di soci titolari di azioni sindacate o di acquisti concertati da parte di singoli soci, pervenendo spesso a soluzioni diverse.

Tutto questo impone una riflessione sulla complessità di una fattispecie sulla cui valutazione, per i vari aspetti emersi nel corso dell'indagine, è determinante, più che l'intervento legislativo, che stenta ad essere qualificatorio lasciando piuttosto ampio spazio all'interpretazione dottrina e giurisprudenziale, la verifica in concreto dei singoli casi, decisiva per determinare la meritevolezza dei contenuti del patto così come per stabilire, di volta in volta, caso per caso, la prevalenza degli interessi tutelati dal patto stesso rispetto ad altri, quali, ad esempio, la contendibilità degli assetti proprietari in funzione di una maggiore apertura al mercato dei capitali, o la tutela delle minoranze azionarie.

Bibliografia

- ABETE L., *Patti parasociali e sindacati di voto*, in *Società*, 2006, p. 962
- ANGELICI C., *Sulla inscindibilità della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I, p. 123 ss.
- ATELLI M., *Sub artt. 122-124*, in AA.VV., *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, p. 673
- BASSI V., *Nullità sanabile dei patti parasociali viziati da tardivo adempimento (nota a Trib. Como, 31 gennaio 2000)*, in *Dir. prat. soc.*, 2000, n. 7, p. 124 s.
- BLANDINI A., *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricordo al mercato del capitale di rischio, nel Tratt. dir. civ. del Cons. Naz. del Not.*, diretto da P. Perlingieri, Napoli, 2005
- BOCCHINI E., *Trasparenza e pubblicità nell'attività dell'impresa*, in AA.VV., *Trasparenza e pubblicità dell'attività dell'impresa*, Milano, 1996
- BOTTI L., *Clausole di covendita e trascinarsi*, Milano, 2022
- CAMPOBASSO F., *Diritto Commerciale, 2. Diritto delle società*, Torino, 1995
- CARIELLO V., *"Controllo congiunto" e accordi parasociali*, Milano, 1997,
- CARIELLO V., *"Controllo Congiunto" e accordi parasociali*, Milano, 1997
- CERA M., *Le società con azioni quotate nei mercati*, Bologna, 2020
- CHIAPPETTA F., *Diritto del governo societario. La corporate governance delle società quotate*, Padova, 2010
- CHIAPPETTA F., *I patti parasociali nel Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 1005
- CHIONNA V.V., *La pubblicità dei patti parasociali*, Milano, 2008
- CIAN V., *Società con azioni quotate: profili sanzionatori della disciplina dei patti parasociali nella Riforma Draghi*, in *Corr. giur.*, 1998, p. 734
- COSTI R., *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 203
- COSTI R., *I patti parasociali*, in *La riforma delle società quotate*, Milano, 1999
- COTTINO G., *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, Torino, 1999
- D'ARRIGO C. - DELLI PRISCOLI L. - PERRINO A. - ROMANO G., *Partecipazioni sociali e strumenti di finanziamento. Recesso e patti parasociali*, Milano, 2019
- DIVIZIA P., *Circolazione della partecipazione sociale e limiti soggettivi di efficacia dei patti parasociali*, in *Scritti in memoria di Vittorio Sgroi*, Milano, 2008

- DONATIVI V., *I patti parasociali e la pubblicità*, in *La riforma del diritto societario. Atti del Convegno di Sassari, 2-3 ottobre 2003*, Milano, 2004, pp. 71-80
- DONATIVI V., *Patti parasociali*, Torino, 2022
- DONATIVI V., *Questioni varie in tema di patti parasociali "atipici"*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, II, pp. 56-80
- DONATIVI V., *Società*, in *Itinera. Guide giuridiche IPSOA*, Milano, 2019
- DONATIVI V., *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, pp. 205-222
- ENRIQUES L., *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'opa obbligatoria*, Bologna, 2002
- FARENGA L., *I contratti parasociali*, Milano, 1987
- FERRI L., *Lezioni sul contratto*, Patron, Bologna, 1975, p. 134
- FIGÀ TALAMANCA G., Ferioli F., Rastiello M., *Controllo e Sindacati azionari nelle società quotate italiane*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, p. 174 ss.
- GALGANO F., *I patti parasociali*, in *Le società per azioni. Principi generali. Artt. 2325-2341*, nel *Codice Civile. Commentario* diretto da P. Schlesinger, Milano, 1996, p. 267
- GALGANO F., *Il diritto commerciale in 25 lezioni*, Milano, 2007
- GIUDICI P., *L'acquisto di concerto*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 490 ss.
- GRASSANI S., *I contratti parasociali*, in *I CONTRATTI del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, a cura di F. Galgano, t. 1, Torino, 1995
- GRIECO A., *Patti parasociali e riforma societaria*, in *Giust. civ.*, 2003, II, p. 530
- JAEGER P.G., *Controllo e direzione nei gruppi bancari*, in *Banca Impresa Soc.*, 1992, p. 383
- LAMANDINI M., *Il "Controllo". Nozione e "tipo" nella legislazione economica*, Milano, 1995
- LAMBERTINI L., *I patti parasociali nella riforma societaria*, in D. Cremasco - L. Lambertini, *Governo delle imprese e patti parasociali*, Padova, 2004, p. 68 ss.
- LIBERTINI M., *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2341 bis e 2341 ter del codice civile*, in AA. VV. *Il nuovo diritto delle società*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 4, Torino, 2007
- LUGLI E., MARCHINI P. L., *I patti parasociali e la loro diffusione nelle società quotate italiane*, in *Amministrazione & Finanza*, 2019
- MACRÌ E., *Patti parasociali e attività sociale*, Torino, 2007
- MACRÌ E., *Sub artt. 122-123 TUF*, in *Le società per azioni. Codice civile e leggi complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, a cura di M. Campobasso, V. Cariello e U. Tombari, t. II, Milano, 2016, p. 3864.
- MALAGUTI M.C., *I limiti soggettivi di efficacia dei patti parasociali*, in *Contr. e impr.*, 1990, p. 536

- MARASÀ G., *Il registro delle imprese*, a cura di G. Marasà e C. Ibba, Torino, 1997
- MONTALENTI P., *La società quotata*, Padova, 2004
- MOSCA C., *Comportamenti di concerto e patti parasociali*, in AA. VV., *Scritti Giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, 2011
- MOSCO G. D., *Le società quotate: casebook*, Bari, 2018
- OPPO G., *Contratti parasociali*, Milano, 1942
- OPPO G., *Le convenzioni parasociali*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1987, p. 541
- OPPO G., *Patti parasociali: ancora una svolta legislativa*, in *Riv. dir. civ.*, 1998, II, p. 218 ss.
- PAGANO M., PANUNZI F., ZINGALES L., *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'Opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in *Istituzioni e governo dell'economia*, Bologna, 1999
- PICCIAU A., *Sub artt. 2341-bis e 2341-ter*, in AA. VV., *Costituzione – Conferimenti. Artt. 2325-2345*, a cura di M. Notari, nel *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, vol. I, Milano, 2008, p. 337.
- PINNARÒ M., *I patti parasociali*, in AA.VV., *La nuova disciplina delle partecipazioni sociali nelle società quotate* (estratto da AA.VV., *Intermediari finanziari mercati e società quotate*), a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro, Torino, 1999, p. 144 ss.
- PINTO M., *La ratio del limite di durata dei patti parasociali a tempo determinato e l'art. 2341-bis, ultimo comma, c.c.*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 1006
- POMELLI A., *Sub art. 122*, in AA. VV., *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, t. II, Torino, 2012, p. 1266 ss.
- POMELLI A., *Sub art. 123*, in AA. VV., *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, t. II, Torino, 2012, p. 1288 ss.
- PROVERBIO D., *I patti parasociali. Disciplina, prassi e modelli contrattuali*, Milano, 2010
- RESCIO G.A., *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali dei soci*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, 1, p. 445 ss.
- RESCIO G.A., *I patti parasociali*, in *L'arbitrato. I patti parasociali. Prospettive per il notariato*, Milano, 1991
- RESCIO G.A., *I sindacati di voto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1994, v. 3. t. 1. pp. 485-714
- RESCIO G.A., *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 596 ss.
- RIOLFO G., *I patti parasociali*, Padova, 2003
- RIVOLTA G.C.M., *Diritto delle società. Profili generali*, Torino, 2017

- RORDORF R., *Contratto e società*, in *Trattato del contratto*, a cura di V. Roppo, vol. 6: *Interferenze*, Milano, 2006, p. 727 ss.
- ROSA A., *Patti parasociali e gestione delle banche*, Milano, 2010
- SAMBUCCI L., *Patti parasociali e fatti sociali*, Milano, 2018
- SANTONI G., *Patti parasociali*, Napoli, 1985
- SANTONI G., *Sub art. 122*, in AA. VV., *Testo unico della finanza*, Commentario diretto da G.F. Campobasso, vol. II, *Emittenti*, Torino, 2002
- SANTONI G., *Sub art. 123*, in AA. VV., *Testo unico della finanza*, Commentario diretto da G.F. Campobasso, vol. II, *Emittenti*, Torino, 2002
- SCALIA M., *Corporate Governance. La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati*, in *Giur. it.*, 1998, p. 1544
- SEMINO G., *I patti parasociali nella riforma delle società di capitali: prime considerazioni*, in *Società*, 2003
- SERSALE P., *Commento sub art. 109*, in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino, 2010, p. 189
- TOFFOLETTO A., *Patti parasociali e società quotate*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole: scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, 2002
- TORINO R., *I contratti parasociali*, Milano, 2000
- TRISCORNIA A., *OPA obbligatoria: la presunzione di concerto per patto parasociale è ancora assoluta?*, in *Giur. comm.*, 2019, I, p. 497 s.
- ZATTONI A., *Assetti proprietari e corporate governance*, Milano, 2006

Giurisprudenza

App. Roma 8 maggio 1962, in *Giur. it.*, 1962, p. 707.

Cass. civ. 29 gennaio 1964, n. 234, in *Giust. civ.*, I, p. 524.

Cass. civ. 17 dicembre 1975, n. 4143, in *Giur. it.*, 1977, I, p. 978.

Cass. 18 Gennaio 1988, n. 326, in *Giur. comm.*, 1988, II, p. 321 ss.

Cass. 17 Aprile 1990, n. 3181, in *Dir. prat. Comm.*, 1990, p. 2256

Cass. 15 febbraio 2005, n. 2976, in *Giust. civ. Mass.*, 2005, p. 2

Corte d'Appello di Genova, decr., Sez. I, 19 dicembre 2009, in *Soc.*, p. 587 ss.

Corte d'Appello di Bologna, decr., Sez. III, 27 gennaio 2010, in *Soc.*, p. 587 ss.

Provvedimenti Consob

Comunicazione n. DIS/29486 del 18 Aprile 2000

Comunicazione n. DEM/DCL/7096246 del 26 Ottobre 2007

Comunicazione n. 0110766/20 del 10 Febbraio 2020

Sitografia

www.borsaitaliana.it

www.consob.it

www.monclergroup.com/it/governance/documenti-e-procedure

www.treccani.it/enciclopedia/res_%28Dizionario-di-filosofia%29/

www.treccani.it/vocabolario/accordo/