

APPROFONDIMENTI | *Dottrina*

**Esperto Legale - Società**

## **I patti parasociali nelle società con azioni quotate nei mercati regolamentati**

a cura di Tofani Cristiano Augusto, De Ficchy Francesco

---

*Sommario: - 1. Disciplina e tipologia dei patti parasociali. - 2. I patti parasociali nelle società quotate. - 3. (Segue): Obblighi di disclosure. - 4. Le conseguenze degli inadempimenti pubblicitari. - 5. Il diritto di recesso dai patti parasociali in caso di adesione all'Opa.*

### **1. Disciplina e tipologia dei patti parasociali.**

I patti parasociali hanno natura di contratti plurilaterali (1) e possono essere definiti come quegli accordi stipulati dagli azionisti, al di fuori dell'atto costitutivo e dello statuto, diretti a regolare reciprocamente i rapporti e gli obblighi che scaturiscono dal contratto sociale. Essi possono essere stipulati tra tutti gli azionisti, o soltanto tra alcuni di essi, al momento della costituzione della società o anche in un momento successivo.

Tali patti, pur collocandosi quindi al di fuori del contratto di società, sono senza dubbio correlati e subordinati ad esso, regolamentando situazioni giuridiche originanti da tale contratto. Il patto parasociale non ha efficacia reale ma obbligatoria (2), seguendo quanto disposto dal principio di relatività ai sensi dell'art. 1372 cod. civ.: vincola esclusivamente i contraenti, non dispiegando effetti nei confronti dei terzi estranei alla convenzione, e un eventuale inadempimento rileva, perciò, soltanto come fonte di responsabilità contrattuale.

Sebbene tali patti abbiano ricevuto un riconoscimento legislativo - prima con decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, o t.u.f.), così come modificato dal 1998 ad oggi, e dei relativi regolamenti attuativi e poi con il Codice civile (3) - un limite alla legittimità dei medesimi è rappresentato dal perseguimento di un fine antisociale, ovvero in contrasto con i principi generali fissati dall'ordinamento in materia societaria o l'eventuale violazione di norme inderogabili (4). Quindi, il t.u.f. interviene prevedendo una tipizzazione dei patti parasociali da un punto di vista contenutistico e soggettivo mentre la normativa codicistica individua le diverse fattispecie dei

patti parasociali in tutte le società di capitali in generale, anche mediante il criterio generale dalla “funzione”, ovvero la finalità di “stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società”.

Sul punto si individuano diverse tipologie di patti parasociali quali, inter alia, il sindacato di voto, ovvero il patto che si attua mediante l'esercizio del diritto di voto in assemblea secondo quanto stabilito dalla maggioranza degli azionisti che aderiscono al patto, oppure secondo quanto deciso da un organo interno al patto o, ancora, mediante il rilascio di una delega ad un rappresentante comune (c.d. direttore del sindacato) che esprimerà il voto secondo le istruzioni impartite dagli stessi azionisti paciscenti. Tale tipologia di patto ha come finalità quella di dare maggiore stabilità al governo della società con il limite di non poter ledere i principi generali di buon funzionamento della società e della tutela degli interessi dei creditori (a tale proposito, è ritenuto invalido il patto che obbliga gli aderenti a non votare l'azione di responsabilità contro gli amministratori che abbiano cagionato un danno alla società (5) e quindi al patrimonio sociale sul quale i creditori possono rivalersi).

Parzialmente diversi dai sindacati di voto sono i c.d. patti di consultazione, ossia quegli accordi con i quali gli azionisti si impegnano semplicemente a discutere insieme le materie oggetto di voto nella successiva assemblea, senza imporne le modalità di esercizio. Il sindacato di blocco, invece, è il patto che impone limiti e vincoli al libero trasferimento di azioni o quote, al fine di dare maggiore stabilità all'assetto proprietario, impedendo che alcuni azionisti possano uscire dalla società o che estranei vi possano entrare in qualità di soci.

Infine, il patto relativo agli utili e alle perdite, prevede l'accordo con cui si prevedono criteri di ripartizione degli utili e/o delle perdite differenti da quelli stabiliti nell'atto costitutivo o nello statuto della società. La validità di simili accordi è sancita nello stesso Codice civile, che ammette l'attribuzione di partecipazioni in misura non proporzionale ai conferimenti eseguiti dagli azionisti (artt. 2346 e 2468 cod. civ.). Altrimenti è possibile la stipulazione di patti di garanzia degli utili, con i quali si garantisce la distribuzione di un utile minimo ad uno o più azionisti. Tuttavia, risulta necessario il rispetto del limite sancito ai sensi dell'art. 2265 cod. civ., circa il divieto di c.d. patto leonino: tale disposizione sancisce la nullità del «patto con il quale uno o più soci sono esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite (6)».

Per tutti i patti sopramenzionati la normativa non prevede alcun requisito di forma; per cui la forma scritta, la scrittura privata autenticata o l'atto pubblico, sono richiesti solo se l'accordo si sostanzia in un negozio che la richieda ad substantiam, o per adempiere agli obblighi di comunicazione e pubblicità previsti dalla legge.

## **2. I patti parasociali nelle società quotate**

Risulta evidente la forza dei patti parasociali se si tiene in considerazione il fatto che questi possono influenzare l'assetto proprietario e il controllo della società, con possibilità di incidere sulla gestione dell'impresa, modificandone indirettamente anche le regole di funzionamento.

La disciplina italiana rappresenta un'eccezione nel contesto europeo in quanto rispetto agli altri Stati membri dell'Unione Europea, l'ordinamento italiano prevede una specifica regolamentazione in materia di patti parasociali, in particolare per le società con azioni quotate in mercati regolamentati, per le quali spettano una serie di obblighi pubblicitari.

In Italia viene pertanto realizzato un bilanciamento tra il principio di tutela della riservatezza e quello della trasparenza, privilegiando quest'ultimo profilo rendendosi la pubblicità un aspetto necessario per il corretto funzionamento del mercato e per la tutela degli investitori (7), tanto da considerare la pubblicità una condicio iuris di validità del patto. La regolamentazione in tema di trasparenza di patti parasociali prende è stata introdotta a partire dagli anni '80, attraverso una serie di comunicazioni disposte dalla Consob che imponevano alle società quotate di rendere noti i patti parasociali di cui fossero a conoscenza (8).

Successivamente il legislatore ha avvertito sempre di più l'esigenza di incrementare la trasparenza informativa nell'ambito societario e a tal punto sono state emanate delle norme di rango primario, quali la "Legge Opa" (L. n.149 del 1992), che prevede il divieto, in caso di offerta pubblica di acquisto, di stipulare sindacati di voto, nonché di rendere noti quelli già esistenti, altrimenti considerati nulli.

Seppure tale normativa detta un primo nucleo regolamentare dei patti parasociali e quindi dei contestuali obblighi, è necessario attendere l'emanazione del t.u.f. per l'introduzione di regole di portata generale, che incideranno in termini di imperatività e di sanzioni più severe.

### **3. Obblighi di disclosure**

L'attuale assetto degli obblighi pubblicitari si configura in linea proporzionale rispetto al grado di apertura della società al mercato: pertanto, gli obblighi di disclosure appaiono onerosi a carico delle società quotate, più leggeri per le società con azioni diffuse tra il pubblico in maniera rilevante, mentre per tutti i tipi di società chiuse non è previsto alcun obbligo di trasparenza, anche se tali tipi societari fanno spesso ricorso ai patti parasociali.

Gli obblighi di trasparenza nelle società quotate vengono disciplinati dall'art. 122 t.u.f., ai sensi del quale è prevista una serie di obblighi cumulativi di comunicazione del patto parasociale, con conseguenti sanzioni in caso di mancato e/o tardivo adempimento.

L'art. 122 t.u.f. nell' identificare i patti parasociali nelle società quotate, individua due parametri di riferimento: l'oggetto dell'accordo (art. 122, comma 1 e 5 t.u.f.) e la percentuale del capitale sociale che il patto aggrega (art. 122, comma 5-ter t.u.f.). Quanto al primo parametro, la normativa fa riferimento alle fattispecie tradizionali del patto, ovvero i sindacati di voto, i patti di consultazione pre-assembleare, i sindacati di blocco, i patti di governo. Quanto invece al secondo parametro, è prevista una percentuale minima di capitale sociale (pari appunto al 3%), al di sotto del quale non è previsto alcun obbligo informativo; si tratta di patti "minori" che non sono in grado di interferire con gli assetti proprietari. I patti, secondo i parametri individuati,

sono soggetti a obblighi cumulativi (9) di comunicazione, indipendentemente dalla validità civilistica del negozio e dalla forma adottata: vi rientrano pertanto, sia gli accordi conclusi in via orale sia quelli per comportamenti concludenti.

Ai sensi dell'art. 122 t.u.f. e del Regolamento Emittenti (adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999) gli aderenti al patto sono responsabili solidalmente per l'attuazione degli obblighi previsti ex lege, e più precisamente questi sono tenuti a: (i) comunicare il testo integrale del patto, nonché un suo estratto, alla Consob, la quale provvederà alla pubblicazione nel suo sito web; (ii) trasmettere copia del patto, in versione integrale e per estratto, alla società emittente; (iii) comunicare l'estratto alla società di gestione del mercato; (iv) effettuare il deposito presso il registro delle imprese del luogo in cui ha la sede la società; (v) pubblicare l'estratto del patto su un quotidiano a diffusione nazionale. L'obbligo pubblicitario si estende anche a qualsiasi modificazione in senso oggettivo o soggettivo del patto.

Tutto ciò è finalizzato a fornire un'informazione completa a chiunque fosse interessato, circa l'integrale contenuto del patto, rendendo tali soggetti edotti circa l'incidenza dei patti sulla governance societaria. Gli adempimenti pubblicitari prescritti dall'art 122 t.u.f devono essere completati entro il termine perentorio di 5 giorni, decorrenti dalla data di stipulazione dell'accordo. Secondo l'orientamento maggioritario, prima dell'adempimento di tali oneri resta sospesa l'efficacia obbligatoria del patto parasociale e la validità del voto. Infatti, il patto parasociale nelle società quotate viene inquadrata come un contratto a formazione progressiva (10).

I patti parasociali delle società con azionato diffuso tra il pubblico sono regolati dall'art. 2341-ter cod. civ., tale regolamentazione ha come scopo quella di garantire una maggior trasparenza per quelle società rivolte al mercato, al fine consentire, in primo luogo, un'adeguata valutazione dell'investimento da parte dei terzi, data la rilevante influenza sugli assetti decisionali e gestionali che possono rivestire i patti quando la compagine sociale sia molto frammentata.

È previsto un doppio livello di trasparenza mediante la prescrizione di due obblighi. Un primo obbligo, diretto a tutelare principalmente gli azionisti, ed ha ad oggetto la dichiarazione dei patti parasociali in apertura di ogni assemblea ed è assistito dalla sanzione, in caso di inosservanza, dell'inibizione del diritto di voto e della possibilità di impugnare la delibera comunque adottata con il voto determinante degli azionisti titolari di azioni rientranti nel patto.

Un secondo obbligo, volto a perseguire le finalità di trasparenza sia nei confronti degli azionisti non appartenenti al patto che nei confronti dei terzi, è quello della trascrizione della dichiarazione nel verbale e nel deposito dello stesso presso il Registro delle imprese.

#### **4. Le conseguenze degli inadempimenti pubblicitari.**

L'inosservanza degli obblighi di disclosure comporta l'applicazione di una serie di sanzioni tra loro eterogenee, quali: la nullità del patto parasociale, la sospensione del diritto di voto per le azioni quotate e una serie di sanzioni amministrative previste dall'art. 193, comma 2 del t.u.f

(11). Tra queste ivi citate vi sono conseguenze che incidono sul profilo negoziale della validità dell'accordo (12), e della conseguente tutela contro l'inadempimento contrattuale come la sanzione della nullità e altre invece che investono il profilo endo -societario, come la sanzione temporanea della sospensione del voto.

Più specificatamente tale nullità deriva non tanto da un vizio intrinseco dell'accordo, quanto da un mancato adempimento di un obbligo legale pubblicitario successivo alla conclusione del medesimo; può essere inquadrata quindi come nullità ai sensi dell'art 1418, comma 3, cod. civ. ovvero per la parte che fa riferimento ad «altri casi».

Uno degli aspetti più controversi è quello relativo alla possibilità di ammettere un adempimento tardivo che possa sanare la nullità, e conseguentemente rendere valido l'accordo e legittimare l'esercizio del diritto di voto. La questione si è risolta nel senso di escludere qualsiasi sanatoria successiva, in quanto l'art 122 t.u.f. individua esclusivamente un'ipotesi di nullità senza prevedere un'eventuale sanatoria, la quale pertanto non può essere ricavata in via interpretativa poiché rappresenta un'ipotesi eccezionale che necessita di apposita previsione normativa. Pertanto, coloro che intendono realizzare l'assetto di interessi contenuto nel piano – considerato nullo – dovranno esclusivamente rinnovare il patto parasociale, al quale seguiranno gli adempimenti pubblicitari previsti ex lege.

Un'ulteriore sanzione, cumulativa a quella della nullità, è quella della sospensione del diritto di voto delle azioni. Seppur trattasi di una sanzione temporanea rispetto alla prima, nel concreto opera – in condizioni ordinarie – sin dalla stipula del contratto e fino all'adempimento degli obblighi pubblicitari; diversamente in caso di patti occulti opera fin quando l'assetto degli interessi dei contraenti – il cui patto è nullo ai sensi dell'art. 122 t.u.f. – trovi concreta attuazione da parte degli stessi, consentendo quindi sia alla Consob sia agli azionisti estranei al patto di poter impugnare la delibera adottata con il voto determinante dei soggetti che nel medio tempore risultano privi di tale legittimazione.

Si discute se la sterilizzazione del voto riguarda l'intera partecipazione azionaria o solo le azioni conferite nel patto: seppur la prima opzione determina un effetto maggiormente deterrente, sembra prevalere l'orientamento più permissivo che estende tale sospensione alle sole azioni relative al patto, essendo una sanzione prevista per un obbligo eccezionale ed anche in un'ottica generale di tutela della stabilità delle delibere assembleari.

Tuttavia, Il legislatore ha ritenuto necessario prevedere tale misura punitiva quale complementare rispetto a quella della nullità e con un effetto più dissuasivo in quanto tesa a compiere la validità del voto e quindi il potere dei paciscenti di incidere sui processi decisionali dell'impresa. Pertanto, la stessa presenta un più elevato grado deterrente se si tratta di patti di controllo, o comunque patti in grado di condizionare l'esito di una delibera assembleare.

## **5. Il diritto di recesso dai patti parasociali in caso di adesione all'Opa.**

L'art. 123, comma 3 del t.u.f. prevede la facoltà per gli azionisti, che intendono aderire all'offerta pubblica di acquisto o scambio (cosiddetta Opa) posta in essere ai sensi dell'art. 106 o 107 del t.u.f., di recedere senza preavviso dai patti parasociali. La disposizione richiama i patti individuati ai sensi dell'art. 122 t.u.f., ovvero i sindacati di voto, i sindacati di blocco e di consultazione. Si tratta di una articolazione della regola di neutralizzazione in pendenza dell'Opa, avente come finalità quella di consentire la contendibilità dell'impresa.

Sul punto si pongono diverse questioni giuridiche di rilievo che appare necessario chiarire. La prima riguarda la portata applicativa dell'art. 123, comma 3 del t.u.f., in relazione al richiamo all'art. 106 del t.u.f.: si è sviluppato un intenso dibattito circa la portata del richiamo contenuto nella disposizione, ovvero se questo riguarda esclusivamente l'Opa successiva obbligatoria totalitaria o anche quella disciplinata dall'art. 106, comma 4 del t.u.f. ovvero l'Opa preventiva volontaria totalitaria.

A tal proposito si individuano due diversi orientamenti in dottrina.

Un primo orientamento (13) ritiene che il richiamo all'art. 106 t.u.f. debba essere interpretato in senso restrittivo, cioè circoscritto all'ipotesi di Opa successiva obbligatoria totalitaria escludendo invece l'Opa volontaria totale, richiamando la ratio dell'art. 123 t-u-f ovvero quella di consentire agli azionisti paciscenti di recedere dal patto in caso di cambio dell'azionista di maggioranza; diversamente in caso di Opa volontaria totale lo stesso offerente, che ha conoscenza dei patti parasociali in vigore, può decidere alternativamente se proporla o meno.

Diversamente, quello condiviso dalla dottrina maggioritaria (14) ritiene di riconoscere la facoltà di recesso agli azionisti aderenti dai patti parasociali sia in caso di Opa totalitaria obbligatoria sia in caso di Opa totalitaria preventiva. Le argomentazioni a sostegno di tale tesi si fondano preliminarmente su un dato letterale, in quanto l'art. 123 t.u.f. richiama integralmente l'art. 106, senza alcuna esclusione; poi, viene posto in risalto la ratio sottesa alla disposizione analizzata (ovvero l'art. 123 t.u.f.), la quale ha come scopo quello di assicurare la mobilità degli assetti proprietari e la contendibilità del controllo, altrimenti ostacolati dai patti parasociali, consentendo a tutti gli azionisti le medesime condizioni di exit in caso Opa (15).

Infine, tale orientamento si basa anche su considerazioni di tipo sistematico che fanno fede all'ulteriore richiamo all'art. 107 del t.u.f., che disciplina l'Opa preventiva volontaria parziale, ovvero quella che ha ad oggetto il 60% dei titoli in circolazione; se non si ammettesse un richiamo all'art. 106 t.u.f. nella sua interezza, si determinerebbe un intento discriminatorio del legislatore (basato sul quantum dei titoli oggetto di Opa: ammettendo il recesso dai patti parasociali in caso di Opa preventiva parziale e non totalitaria).

Appare chiaro come tale richiamo sia soltanto il frutto di un'apparente lacuna del legislatore, e si richiama in senso concorde un'interpretazione autentica, contenuta nei lavori preparatori al t.u.f., secondo la quale il diritto di recesso deve essere riconosciuto in entrambe le ipotesi (16).

-----

(1) Cfr. G. Oppo “Le convenzioni parasociali fra diritto delle obbligazioni e diritto delle società”, *Rivista di Diritto Civile*, 1987; sul tema, diffusamente, cfr. anche L. Farenga, “I contratti parasociali”, Milano, 1987.

(2) Cass. 21 novembre 2001, n. 14629.

(3) Al riguardo si veda F. Chiappetta, “Diritto del governo societario”, Milano, 2019, alla cui pagina 68 si riporta la seguente considerazione riepilogativa delle norme vigenti: “Pertanto, il regime dei patti parasociali post riforma è il seguente: i patti intercorrenti tra i soci di una società che non fa ricordo al mercato del capitale di rischio sono soggetti alla disciplina dell’art. 2341-bis cod. civ. riguardante la loro durata; i patti stipulati tra i soci con i titoli diffusi sono regolati, oltre che dalla suddetta disposizione in tema di durata, dall’art. 2341-ter cod. civ. concernente gli obblighi di pubblicità; i patti relativi ad azioni o strumenti finanziari di società quotate, sono disciplinati dalla sola normativa contenuta nel t.u.f. e nei regolamenti di attuazione”.

(4) Cass. Civ., sez I, 18 luglio 2007, n. 15963.

(5) Cass. 28.04.2010, n. 10215.

(6) Il Tribunale di Trani con sentenza del 20.04.2010, allineandosi alla giurisprudenza maggioritaria, ha dichiarato nullo il patto che prevede l’assegnazione di una quota mensile forfetaria di utili ai soci di minoranza, con esclusione della loro partecipazione alle perdite. Del pari, è stata giudicata invalida la convenzione che esclude in maniera assoluta e costante un socio dalla ripartizione degli utili.

(7) G. Rossi, “Le diverse prospettive dei sindacati azionari nelle società quotate e in quelle non quotate, in *Sindacati di voto e sindacati di blocco*”, a cura di F. Bonelli – P.G Jaeger, Milano, 1993.

(8) Cfr. Consob, 12 marzo 1981, in *Rivista delle Società*, 198; G. Semino, “Il problema della validità dei sindacati di voto”, Milano, 2003.

(9) Sono soggetti a pubblicità sia i patti della società quotata sia quelli relativi ad una società controllante la quotata: viene superato il dato normativo che prevede obblighi di disclosure soltanto per i sindacati di voto e i patti di consultazione pre-assembleare.

(10) E. Macri, “Patti parasociali e attività sociale”, Torino, 2007; A. Blandini, “Sul requisito di forma dei patti Parasociali”, in *Rivista di diritto d’Impresa*, 2005.

(11) Art. 193, comma 2 del t.u.f. individua una serie di sanzioni amministrative, quali:  
«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 da euro diecimila a euro dieci milioni, ovvero fino al cinque per cento del fatturato quando tale importo è superiore a euro dieci milioni e il fatturato è determinabile ai sensi dell'articolo 195, comma 1-bis.»

(12) M. Filippelli, “La trasparenza dei patti parasociali nelle società per azioni”, in *Rivista delle Società*, fasc. 2, 2019.

(13) A. Picciau, “Sub art. 123”, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza* d.lgs. 24 febbraio 1998, n.58., Milano, 1999; G. Riolfo, “I patti parasociali”, Padova, 2003; G. Meo, “Modifiche di patti parasociali, tutela della minoranza e Opa obbligatoria”, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2005.

(14) R. Lener, “La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio”, in *Rivista di diritto civile*, 1999; E. Desana, “Opa e tecniche di difesa”, Milano, 2003.

(15) L. Calvosa – A. Piras, “Sull’ammissibilità del recesso da patto parasociale in pendenza di Opa volontaria totalitaria”, in *Rivista di Diritto Societario*, 2015.

(16) Cfr. Audizione del Direttore generale del Ministero del Tesoro in data 21 gennaio 1998, in *Rivista delle Società*, 1998.

---