

LA PARASOCIALITÀ COME MOMENTO DI ADEGUAMENTO DELLA STRUTTURA ORGANIZZATIVA DELLA SOCIETÀ DI CAPITALI E FENOMENO DI INTEGRAZIONE INFORMATIVA

Dario Scarpa

Ricercatore in Diritto Commerciale nell'Università Milano Bicocca

La norma di legge, in tema di società per azioni, disciplina i patti in qualunque forma stipulati che, al fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società, hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società per azioni o nelle società che le controllano. Si tratta di una prescrizione che consente di utilizzare il patto parasociale per adeguare la struttura della società alle esigenze dei soci.

The company law on corporations provides that any agreements made to stabilize the ownership structure of the company or the corporate governance, deal with the exercise of the right of vote in the corporation or in their parent companies. It is a prescription that allows us to use the shareholders' agreements to adjust the structure of the company to the needs of the members.

Sommario:

1. Struttura del patto parasociale nella *governance* societaria
2. Influenza dei patti parasociali sul procedimento assembleare: espressione del voto in assemblea e patto parasociale
3. (*segue*) ... Patti parasociali e associazioni di azionisti
4. Strumenti alternativi alla stipula di patti parasociali e protezione e dell'integrità del capitale e del patrimonio sociale
5. Clausole di trascinarsi di partecipazione sociale: *tag and drag along*

1. Struttura del patto parasociale nella *governance* societaria

La disciplina dei patti parasociali risulta contenuta nel codice civile, negli artt. 2341-bis e 2341-ter. Ad una attenta lettura del dato codicistico, si evidenzia come siamo di fronte a norme che ricalcano, nelle forme e nei contenuti, quanto già previsto dal d.lgs. n. 58/1998, attesi gli aggiustamenti, necessari od opportuni, conseguenti al diverso tipo di società cui esse sono destinate ad operare.

In tema di tipologia degli accordi presi in considerazione dal legislatore, viene in rilievo l'art. 2341-bis, c. 1, il quale, con affermazione di principio, fa riferimento ai patti parasociali che hanno il fine di stabilizzare gli assetti proprietari o di governo della società. In particolare poi, nel contesto di tali finalità, i patti espressamente presi in considerazione sono: *a)* quelli che hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società per azioni o nelle società che le controllano; *b)* quelli che pongono limiti al trasferimento delle azioni o delle partecipazioni in società che le controllano; *e)* quelli che hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società (art. 2341-bis, c. 1). Di guisa, appare corretto ritenere che il legislatore abbia voluto fare chiaro riferimento alle categorie dei sindacati di voto e, rispettivamente, dei sindacati di blocco¹.

La prescrizione di legge si riferisce anche ai c.d. "patti di concertazione" e può considerarsi norma di chiusura, che consente di allargare l'area di applicabilità della disciplina della norma ad accordi di tipo vario, uniti dal minimo comune determinatore di avere per oggetto o per effetto l'esercizio di un'influenza dominante nella società. Si tratta di disposizione che richiama, quindi, il concetto di «influenza dominante» di cui all'art. 2359 c.c., con le difficoltà ed i dubbi conseguenti relativi alla sua esatta delimitazione giuridica e applicativa.

Esempio utile è rappresentato dai patti che hanno per oggetto l'esercizio di un'influenza dominante in una società, ovvero, il caso di più soggetti che concordino l'acquisto di partecipazioni in una società, in modo tale da evitare che ciascuno di loro possa ottenere il controllo della società e, al contempo,

¹ In tema RAGUSA MAGGIORE, *Convenzioni parasociali e contratto a favore di terzi*, in *Dir. fall.*, 1959, II, 133; ID., *Obbligazioni sociali contenute un contratto (meramente) parasociale*, in *Dir. fall.*, 1960, II, 515; OPPO, *Contratto parasociale a favore di terzo*, in *Giur. it.*, 1962, I, 2, c. 704; SANTINI, *Esecuzione specifica di accordi parasociali?*, in *Arch. Giur. F. Serafini*, CLXXIV, 1968, 482; RAGUSA MAGGIORE, *Contratto parasociale sostitutivo della procedura di scioglimento della società*, in *Dir. fall.*, 1970, II, 457; ALPA, *Patto parasociale a favore della società*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, I, 407; SANTONI, *Patti parasociali*, Napoli, 1985; FARENGA, *I contratti parasociali*, Milano, 1987.

che solo attraverso la somma delle partecipazioni acquistate e l'esercizio congiunto dei diritti che esse attribuiscono, si possa influire sulla gestione della società. Ancora, patti che, stipulati tra soci e terzi, consentano ad un soggetto estraneo alla società, a fronte di obblighi od oneri finanziari assunti, di condizionare le scelte più importanti per la vita della società; patti che hanno per effetto l'esercizio di un'influenza dominante in una società, attraverso l'acquisto congiunto di partecipazioni di una società da parte di due altre società, delle quali una controllante e l'altra controllata; in questo caso, pure in assenza di un espresso accordo fra le due società acquirenti, è ragionevole presumere che i diritti derivanti dalle partecipazioni acquistate saranno comunque esercitati in maniera concertata.

L'ultimo comma dell'art. 2341-bis dispone la non applicabilità della disciplina del codice ai patti strumentali ad accordi di collaborazione nella produzione o nello scambio di beni o servizi e relativi a società interamente possedute dai partecipanti all'accordo. Nelle *joint venture* i patti fra aziende realizzano un determinato progetto, in tempi limitati, con divisione dei rischi e degli utili. Queste convenzioni possono assumere anche la veste giuridica di società per azioni e, in questo caso, è frequente che ad esse si affianchino pattuizioni che fungono da complemento necessario e valgono a piegare lo strumento societario allo scopo di perseguire le finalità connesse alla *joint venture*.

L'applicazione della disciplina in tema di durata dei patti parasociali non vale per tali tipi di convenzioni, per non creare un ostacolo alla stipulazione delle *joint venture*, attraverso la fissazione di un termine massimo di durata. Limitare temporalmente a cinque anni la durata delle pattuizioni determina un danno, atteso che alcune collaborazioni industriali o commerciali richiedono, per essere realmente convenienti ed utili, una programmazione di durata superiore a soli cinque anni².

Per le società che non fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio non vi è, dunque, alcun obbligo di pubblicità. Resta, però, da chiedersi, rispetto a queste ultime, quali siano le sorti dei patti parasociali segreti, ossia se sia valida la clausola dell'accordo che obbliga gli aderenti a non divulgarlo a terzi. Attenta dottrina ha ritenuto che l'impegno di segretezza *vitiatur et vitiat*, per cui l'intero accordo parasociale sarebbe nullo. Il problema, va osservato, è più

² In tema si veda OPPO, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 517; CERONI, *Simulazione e patti parasociali*, in *Riv. trim. proc. civ.*, 1990, 1111; CAPRIGLIONE, *Convenzioni parasociali e "permanenza del controllo pubblico" nelle società bancarie disciplinate dalla legge "Amato"*, in *Riv. soc.*, 1991, 1398; PERNAZZA, *Brevi riflessioni in tema di convenzioni parasociali*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 163; AA. VV., *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, 1993, 24 e ss.

ampio e non coinvolge solo i patti parasociali direttamente considerati dall'art. 2341-bis c.c., ma gli accordi parasociali in genere.

L'art. 2341 *bis* c.c., in tema di società per azioni, disciplina i patti in qualunque forma stipulati che, al fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società per azioni o nelle società che le controllano. Si tratta dei cosiddetti sindacati di voto che si traducono spesso, in realtà, in accordi che consentono la gestione della stessa società, pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o delle partecipazioni in società che le controllano. Si tratta dei cosiddetti sindacati di blocco, hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di una influenza dominante su tali società³.

I patti non possono avere durata superiore a cinque anni. Tuttavia sono rinnovabili alla scadenza. Se stipulati a tempo indeterminato, ciascun contraente ha diritto di recedere con un preavviso di sei mesi; nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, i patti parasociali debbano essere comunicati alla società e dichiarati in apertura di ogni assemblea. La dichiarazione deve essere trascritta nel verbale e questo deve essere depositato presso l'Ufficio del Registro delle imprese. In difetto di dichiarazione i possessori delle azioni cui si riferisce il patto parasociale non possono esercitare il diritto di voto e le delibere adottate col loro voto determinante sono impugnabili ai sensi dell'art. 2377 c.c. Ancora, sia nelle società quotate, che in quelle non quotate i patti parasociali acquistano un valore sociale nel momento in cui non vengono rispettati gli obblighi di pubblicità. In tal caso, infatti, i patti perdono il carattere parasociale obbligatorio e costituiscono motivo di impugnazione della delibera.

In tema di patti parasociali all'interno delle società aperte al mercato del capitale di rischio, con delibera n. 15029 del 10 maggio 2005, è stata infatti accertata dalla Commissione l'avvenuta stipulazione, tra la Banca Popolare di Lodi ed altri, varie società e persone fisiche, di un patto parasociale per l'acquisto concertato di azioni della Banca Antoniana Popolare Veneta (quotata in borsa), patto non comunicato né pubblicato a norma dell'art. 122 TUF.

La Consob ha formalmente accertato l'esistenza di un patto parasociale occulto avente ad oggetto sia l'acquisto, concertato tra gli aderenti al patto, di azioni Antonveneta sia l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante sulla Banca stessa; il patto così accertato non era stato comunicato alla

³ Cfr. CARIELLO, *Tutela delle minoranze e accordi parasociali nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 1999, 718 ss.; M. PINTO, *Sulla validità dei sindacati di voto a tempo indeterminato nelle società non quotate*, in *Riv. soc.*, 1999, 1362 ss.; STESURI, *I patti parasociali nello Schema Draghi*, in *Rev. cont.*, 1999, 30, 36 ss.

Consob, né pubblicato per estratto sulla stampa, né depositato presso il Registro delle imprese (obblighi stabiliti dall'art. 122 TUF, dalla cui inosservanza deriva, anzitutto, la nullità del patto); essendo la Banca quotata in borsa, l'accertamento del concerto ha costituito il presupposto per imporre agli aderenti al patto l'OPA obbligatoria sulla totalità delle azioni della quotata, in quanto il patto stesso ha determinato il superamento della soglia del 30% del capitale (a norma dell'art. 106, c. 1, TUF); sono infatti tenuti a promuovere l'OPA obbligatoria totalitaria, quando raggiungano la soglia (nel caso in esame) del 30% di cui sopra, «*gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall'art. 122*» innanzi citato, in base a quanto disposto dall'art. 109 TUF (rubricato, appunto, come «*Acquisto di concerto*»). A dire il vero, tale ultima norma non è espressamente richiamata nella delibera Consob, ma, avendo la Commissione accertato l'acquisto concertato, ne costituisce necessariamente un presupposto fondamentale.

La delibera non prevede espressamente altre conseguenze dell'accertamento del patto, tra cui la sospensione dei diritti di voto delle azioni acquistate dai "pattisti", che comunque è conseguenza necessaria dell'inosservanza degli obblighi di pubblicità, a norma dell'art. 122, c. 4, TUF (nonché, in generale per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, in caso di mancata dichiarazione del patto in assemblea, ex art. 2341 ter, c. 2, c.c.).

La Consob è intervenuta nell'esercizio della sua funzione istituzionale di vigilanza sui mercati finanziari, che è specificamente rivolta anche ad assicurare la trasparenza del mercato del controllo delle società quotate. I compiti di vigilanza ai fini della trasparenza e della regolarità dei mercati di borsa sono attribuiti alla Consob a norma dell'art. 74 TUF. Secondo l'art. 91 TUF, inoltre, ai fini specifici dell'efficienza e della trasparenza del mercato del controllo societario, la Consob esercita i poteri previsti dalla parte IV del TUF (Disciplina degli emittenti), tra cui quelli in materia di OPA obbligatoria, di patti parasociali e di assetti proprietari in generale. La funzione di vigilanza e i poteri d'intervento della Consob sono stati ampliati con la recente disciplina c.d. *market abuse* introdotta dalla Legge comunitaria, che ha, in particolare, sia allargato il campo dei soggetti destinatari degli obblighi informativi verso la Consob e il mercato e quindi passibili di sanzioni in caso di violazione, sia reso più incisivi gli strumenti di indagine messi a disposizione della Consob per accertare i comportamenti illeciti.

Ex art. 109 TUF, c. 1, («Acquisto di concerto»): «Sono solidalmente tenuti agli obblighi previsti dagli artt. 106 e 108, quando vengano a detenere, a seguito di acquisti a titolo oneroso effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore alle percentuali indicate nei predetti

articoli: a) gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall'art. 122 (...)». Secondo l'art. 106 TUF, che interessa nel caso in esame [8] chiunque, a seguito di acquisti di azioni, superi la soglia del 30% del capitale di una società quotata ha l'obbligo di promuovere l'OPA c.d. totalitaria sulle azioni con diritto di voto della stessa società.

Gli aderenti ad un patto parasociale, anche nullo, se superano la soglia del 30% mediante acquisti di concerto, sono tenuti all'OPA obbligatoria. Inoltre, a norma dell'art. 45 Regolamento Consob n. 11971/1999, l'acquisto «*anche di concerto*» è rilevante ai fini del superamento della soglia del 30% anche come acquisto indiretto.

La disciplina normativa in tema di acquisto di concerto rappresenta una significativa novità del TUF, non essendo prevista dalla legge n. 149/1992 tale fattispecie come autonomamente rilevante ai fini dell'obbligo di OPA. Peraltro, un precedente è rappresentato dalla normativa sulle privatizzazioni e precisamente dall'art. 8 L. n. 474/1994, che impone l'obbligo di OPA ai partecipanti a un patto, concluso in qualsiasi forma «*desumibile anche dal comportamento concertato*», che apportino al patto stesso le azioni della "privatizzata" entro due anni dal collocamento per offerta pubblica di vendita. Non si fornisce alcuna definizione dell'acquisto di concerto, ma ci si limita a imporre l'obbligo di OPA a carico di certi soggetti al verificarsi del superamento delle anzidette soglie di capitale per effetto di acquisti a titolo oneroso di azioni⁴.

Sono rilevanti ai fini del concerto i patti che sono nulli perché in violazione degli obblighi pubblicitari previsti dal citato art. 122 TUF o anche quelli eventualmente nulli per violazione di norme imperative (senza entrare qui nel merito della questione dei possibili casi di invalidità rimasti anche dopo la disciplina dei patti introdotta dalla riforma del diritto societario). L'art. 109 impone "solidalmente" a tutti gli aderenti al patto di promuovere l'OPA. Ciascun pattista è quindi soggetto all'obbligo e lo è integralmente nei confronti dei beneficiari dell'OPA, salva ogni convenzione interna tra i pattisti, anche non proporzionale alle rispettive partecipazioni. L'OPA può comunque essere promossa da tutti o da più pattisti congiuntamente, salva

⁴ Cfr. FUMAGALLI, *Le partecipazioni rilevanti e reciproche e i patti parasociali*, in AA. VV., *Il nuovo diritto societario e dell'intermediazione finanziaria*, Padova, 1999, 429 ss., 450 ss.; LISANTI, *La nuova disciplina sui patti parasociali di società quotate dopo il regolamento Consob*, in *Le società*, 1999, 911 ss.; VALENTINO, *L'informativa societaria. La disciplina informativa degli emittenti dopo il Testo Unico della Finanza*, Milano, 1999, 151 ss.; PICCIAU, *Commento agli artt. 122-124 e 207*, in AA. VV., *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*. Commentario, Milano, 1999, 822 ss., 2052 ss.

sempre la ripartizione interna tra essi dei relativi oneri, che però non è opponibile ai destinatari dell'OPA⁵.

La mera stipulazione del patto, in sé considerata, non è condizione sufficiente per far sorgere l'obbligo dell'OPA, essendo necessario anche l'acquisto di azioni della quotata con il conseguente superamento della soglia: l'obbligo sorge anche se gli acquisti sono contestuali alla stipulazione del patto o effettuati nei dodici mesi che la precedono. Quindi è rilevante ogni acquisto effettuato nell'anno precedente, contestualmente o a seguito della conclusione del patto, in qualunque forma. Ai fini del superamento della soglia del 30% devono sommarsi le azioni dei soggetti aderenti al patto di concerto: tutte le loro azioni, comprese anche quelle che i pattisti eventualmente non abbiano conferito al patto, come ha precisato la Consob, essenzialmente in chiave anti-elusiva, con la Comunicazione n. 99024712 del 31 marzo 1999 e ha confermato con le Comunicazioni 38036 del 18 maggio 2000 e 4073976 del 6 agosto 2004.

Ancora, non assume rilevanza la posizione interna al patto di ciascun "concertista", in quanto solo la partecipazione collettiva deve essere considerata per il calcolo della soglia. Ciò premesso, restano comunque controverse (ancor più lo erano con la legge OPA previgente) alcune questioni connesse alle modificazioni all'interno del patto, con l'uscita di alcuni soci e l'ingresso di altri o comunque col passaggio di azioni tra di loro, soprattutto se ciò influisce sul superamento della soglia rilevante.

Viene disposto l'obbligo di OPA se la soglia viene superata a seguito di acquisti effettuati anche da uno solo degli azionisti; la norma non distingue, ai fini del calcolo delle azioni sindacate rilevanti per il superamento della soglia, tra acquisto solitario del singolo pattista e acquisto di tutti o più concertisti. Si pongono tuttavia questioni delicate, nell'applicazione del predetto obbligo solidale, in caso di acquisti fatti da un singolo pattista indipendentemente dalla volontà degli altri.

Il deposito dei patti parasociali eseguito ai sensi dell'art. 14 d.P.R. n. 581 del 1995 presso il Registro delle Imprese in omaggio all'art. 122 TUF deve

⁵ Cfr. PINNARÒ, *I patti parasociali*, in PATRONI GRIFFI, SANDULLI, SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari mercati e società quotate*, Torino, 1999, 771 ss; SANTONI, Commento agli artt. 122-124 e 207, in CAMPOBASSO (a cura di), *Testo Unico della Finanza*, II, Torino, 2002, 1001 ss.; ID., *I patti parasociali nella nuova disciplina delle società quotate*, in *Riv. dir. priv.*, 1999, 195 ss.; COCCIA, *Sindacati azionari: tipologie e obblighi di comunicazione*, in *Dir. prat. soc.*, 1999, 6, 22 ss.; BASSI, *Nullità sanabile dei patti parasociali viziati da tardivo adempimento* (nota a Trib. Como 31 gennaio 2000), in *Dir. prat. soc.*, 2000, 7, 65 ss.; FAUCEGLIA, *Società con azioni quotate in borsa*, in *Digesto. Sez. Dir. Domm.*, IV, Torino, 2000, 656 ss., 680 ss.; ID., *Patti parasociali*, in *Enc. dir.*, V, Milano, 2001, 810 ss., 822 ss.

essere considerato quale mero fatto giuridico, in relazione al quale non è configurabile alcun provvedimento di cancellazione. L'eventuale nullità dei patti parasociali a causa della mancata osservanza del termine di 15 giorni previsto all'art. 122 TUF (che risulta sanabile in esito ad una tardiva effettuazione delle formalità pubblicitarie) risulta insindacabile da parte del conservatore del Registro delle Imprese ed inconferente rispetto ad un provvedimento inteso ad espungere il deposito di detti patti presso il Registro delle Imprese. (Tribunale Como, 31 gennaio 2000)

L'informazione societaria è concetto latamente diverso da quello di previsione, quale evoluzione insuscettiva di fornire dati ed elementi numerici concreti di raffronto e capace di rappresentare modifiche di scarsa importanza ed attendibilità⁶. Per le società quotate la *soft information* acquisisce un ruolo determinante in quanto destinata a rappresentare, in tutto o in parte, all'esterno la situazione economico-finanziaria della società e, di guisa, influenzare le scelte degli investitori. I dati previsionali contenuti negli eventuali piani strategici di cui all'art. 2381, terzo comma, c.c. si collocano in un quadro di riferimento di studi di mercato e di *budget* per essere attentamente analizzati dagli *stakeholders*, al contrario, l'informazione di natura previsionale risulta priva di attualità⁷.

Il ruolo dell'informazione all'interno delle dinamiche sociali è connesso alla concentrazione proprietaria, alla nascita di un mercato per il controllo del capitale e al conseguente fenomeno della contendibilità del controllo. La contendibilità del controllo e il contesto competitivo che essa genera hanno importanti riflessi sulle *performance* dell'impresa. Il controllo sul capitale infatti si ottiene e si perde sul mercato, ed è il mercato appunto a determinare anche il successo o il crollo di una società. La non contendibilità, ovvero la scarsa apertura all'apporto di capitale di rischio da parte di terzi, costituisce un freno alla crescita dimensionale, ma la crescita dimensionale è indispensabile al raggiungimento di economie di scala senza le quali l'economicità della gestione non è più garantita⁸.

⁶ Al riguardo si legga DENOZZA, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, 2002, 39 e GUIDANTONI, *La riforma societaria e i nuovi obblighi di informativa: le comunicazioni infrannuali*, in *Società*, 2004, 1352.

⁷ Si veda FAUCEGLIA, *Note in tema di rappresentanza nelle società per azioni* (nota a Cass. civ. 9 novembre 1983, n. 6621), in *Giur. comm.*, 1985, II, 482; ID., *Profili del potere degli amministratori in tema di aumento del capitale sociale* (nota a Trib. Palermo 11 ottobre 1983), in *Giur. merito*, 1985, 626; FERRARI, *Opponibilità ai terzi delle limitazioni al potere di rappresentanza* (nota a Cass. 8 novembre 2000, n. 14509), in *Le Società*, 4/3001, 418

⁸ In tema JAEGER, *Dell'obbligo degli amministratori di dichiarare alla CONSOB le proprie partecipazioni*, in *Giur. comm.*, 1985, I, 635; LO CASCIO, *La responsabilità dell'amministratore di fatto di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1986, I, 189; SALAFIA,

I possibili comportamenti scorretti degli amministratori (i c.d. *agent* secondo la teoria dell'agenzia), gli abusi a danno degli azionisti di minoranza, i conflitti tra azionisti di riferimento rappresentano ostacoli al corretto funzionamento degli organi societari e costituiscono intralci alla crescita economica della società⁹.

Raggiunti certi livelli dimensionali, il reperimento di risorse non può più avvenire attraverso l'autofinanziamento o il ricorso al capitale di debito, perciò si impone che la società si rivolga al mercato per attirare i mezzi di cui necessita¹⁰. Gli investitori decidono di acquistare azioni di una società quotata sulla base dei profitti futuri che da questa si aspettano di ottenere¹¹.

L'informazione costituisce nei confronti dei finanziatori una delle garanzie che gli imprenditori possono negoziare per riuscire ad ottenere crediti, evitando forme di ingerenza diretta nel controllo societario; viene a crearsi un evidente nesso di causalità tra esercizio trasparente dell'attività d'impresa ed acquisizione di finanziamenti. Le società quotate saranno incentivate a offrire informazioni che siano chiare e veritiere¹², avvalorate da certificazioni esterne che rafforzano la reputazione aziendale, avendo in cambio di potere minimizzare il costo e i tempi di erogazione del finanziamento.

La divulgazione di informazioni sui progetti che la società ha intenzione di portare a compimento consente di recuperare lo svantaggio nella ricerca dell'equilibrio finanziario migliore, riducendo le asimmetrie informative¹³ per

Durata dell'incarico amministrativo difforme dallo statuto (nota a Trib. Milano 6 marzo 1986), in *Le Società*, 1986, 616 e ID., *L'amministrazione delle società di capitali*, in *Le Società*, 1998, 129; SANTINI, *Proposte per un'assicurazione "all risks" degli amministratori di società*, in *Giur. it.*, 1985, IV, 465.

⁹ Cfr. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Giuffrè, Milano, 2003, 33; NOVAK - MC CABE, *Information Costs and the Role of the Independent Corporate Director*, in *Corp. Gov. Eur. Rev.*, 2003, 301; ONADO, *Mercati e intermediari finanziari-economia e regolamentazione*, Bologna, 2000, 14.

¹⁰ Per un maggior approfondimento si legga BLANDINI, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Trattato di diritto civile* diretto da PERLINGIERI, Napoli, 10 e ss.; TONELLO, *Corporate governance e tutela del risparmio*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da GALGANO, XXXV, Padova, 2006, 81 e ss.

¹¹ In argomento si veda COASE, *Impresa, mercato, diritto*, Bologna, 1995, 3 e ss.; EASTERBROOK - FISCHER, *L'economia delle società per azioni*, Milano, 1996, 10 e ss.

¹² In tema BOCCHINI, *Introduzione al diritto commerciale nella new economy*, Padova, 2001, 20.

¹³ Con l'espressione asimmetria informativa si fa riferimento al fatto che le informazioni sono distribuite in modo e quantità diverse tra i vari soggetti che operano in un determinato contesto. La presenza di asimmetrie informative ostacola il raggiungimento di un ottimo sociale attraverso la libera contrattazione tra le parti. L'asimmetria informativa genera due problemi:

potenziali futuri finanziatori e creditori sociali di guisa che questi vengano indotti a richiedere forme di garanzie sempre minori¹⁴.

Informazione e previsione sono concetti diversi essendo la previsione sganciabile da elementi numerici concreti e tesa a rappresentare evoluzioni di modesta attendibilità, dettate dalla finalità di giustificare al consiglio gli scarsi risultati della gestione fino a quel momento condotta.

l'azzardo morale (*moral hazard*) e la selezione avversa (*adverse selection*). L'azzardo morale si ha quando l'*agent* abusa della mancanza di informazioni del *principal*. Se il *principal* può disporre di informazioni dettagliate sul comportamento dell'*agent*, quest'ultimo farà attenzione a mettere in atto comportamenti scorretti per la paura di essere scoperto. Nel caso dell'azzardo morale, l'*agent* si lascia andare a comportamenti scorretti perché sa che il *principal* non può disporre di abbastanza informazioni per scoprire tali scorrettezze. La selezione avversa si ha quando il *principal*, nello scegliere l'*agent*, non può fare una scelta ottimale perché non dispone di abbastanza informazioni per valutare con precisione le capacità effettive di ogni candidato. La scelta che viene fatta non è ottimale perché esclude, da un lato la scelta peggiore, ma dall'altro anche quella migliore.

¹⁴ A livello comparatistico, Marsh suddivide la *soft information* in tre principali sottocategorie: proiezioni di guadagni futuri (*projections of future earnings*); valutazioni dei cespiti diverse dai valori di bilancio (*appraisals of assets*); giudizi sulla capacità e rispettabilità del management (*evaluations of management*). SCHNEIDER sottolinea il fatto che la *soft information* non è agevolmente definibile e che tra essa esistono molte categorie di informazioni che non esauriscono il genere, tra di esse egli ricorda: proiezioni e previsioni contenute nei piani e nei *budget* della società emittente (proiezioni di vendite, incidenza dei costi operativi in relazione al livello di fatturato, oneri finanziari previsti in relazione agli investimenti futuri, etc...); informazioni relative all'attività futura della compagnia in relazione al suo mercato, dati statistici sui suoi concorrenti (utili per valutare la quota e la forza di mercato della compagnia in esame); valutazioni riguardanti la competenza e l'integrità del *management*; stime sul valore dei beni patrimoniali differenti dai valori ufficiali di bilancio; asserzioni della dirigenza relative alle motivazioni che hanno portato il *management* a prendere determinate decisioni, come l'approvvigionamento di fattori produttivi da altro fornitore o l'interruzione della collaborazione con un consulente esterno, il tutto per fornire al lettore dell'informazione elementi di verifica oggettiva dei comportamenti aziendali. Kripke definisce la politica di trasparenza della SEC una *backward-oriented disclosure* cioè orientata al passato: in essa si trattano solo i fatti che sono solo la base ragionevole su cui effettuare le previsioni del futuro necessarie per determinare il dato di sintesi consistente nel valore della *security*. La conseguenza di tutto ciò significa la soppressione della chiave assoluta dell'informazione di ogni investitore potenziale di valori mobiliari che è rappresentata dalle proiezioni del *management*. Nel normale corso della gestione il *management* oltre a preparare *budget* e formulare proiezioni concernenti risultati economico-finanziari (come vendite, spese e profitti) spesso sviluppa o ha a disposizione molti altri tipi di informazioni prospettiche non riferite specificamente a risultati economico-finanziari ma riguardanti materie come: a) piani per i suoi prodotti, programmi di *marketing*, metodi di finanziamento del personale, strategie generali del *business*; b) piani di espansione, contrazione o ridirezione degli affari; c) piani di acquisizione di altre compagnie; d) informazioni sui beni patrimoniali esistenti che includono proiezioni ragionevoli sul reale valore di essi rispetto a quello iscritto nei libri contabili (*book value*).

L'atteggiamento degli organi delegati, nella prospettiva di stipulazione di patti parasociali, dovrà dunque conformarsi a prudenza, cercando di osservare e rappresentare la prospettiva dell'attività gestionale in termini di probabilità, vale a dire ancorare le previsioni sull'evoluzione gestionale a elementi radicati nella realtà.

Non a caso la norma circoscrive le previsioni degli organi delegati unicamente alla evoluzione prevedibile, a quegli sviluppi cioè che, secondo *l'id quod plerumque accidit* conseguono a un determinato complesso di circostanze di fatto, secondo un metodo che si fonda su elementi gravi, precisi e concordanti e non su astratte e generali considerazioni di natura economica. La norma sembra qui richiamare la proiezione dell'attività gestionale a un postulato intrinseco di razionalità¹⁵.

Il tema in esame è di particolare delicatezza per le società quotate, in quanto la *soft information*¹⁶ è destinata a riversarsi, in tutto o in parte,

¹⁵ ROVELLI, *Limiti alla delega di poteri amministrativi* (nota a Trib. Bologna 10 ottobre 1989 - decr.), in *Le Società*, 12/1989, 1319; SALAFIA, *Durata dell'incarico amministrativo difforme dallo statuto* (nota a Trib. Milano 6 marzo 1986), in *Le Società*, 6/1986, 616; ID., *L'amministrazione delle società di capitali*, in *Le Società*, 2/1998, 129; SANTINI, *Proposte per un'assicurazione "all risks" degli amministratori di società*, in *Giur. it.*, 1985, IV, 465.

¹⁶ La SEC, in un suo rapporto del 1969, affermava: "Un reale pericolo emerge, dai casi studiati e passati in rassegna dalla Commissione, ed è che alle proiezioni che appaiono nei prospetti e negli altri documenti obbligatori previsti dalla legge sulle *securities* sia accordata una grande misura di validità, rispetto a quella che realmente meritano, dagli *unsophisticated investors*". Da ciò emerge che la SEC nel decidere il proprio orientamento fu influenzata, principalmente, dalla paura che gli investitori potessero dare troppa credibilità alle informazioni *forward-looking*. Schneider critica tale approccio e pone in evidenza il fatto che la Commissione sottovalutò le capacità dei risparmiatori, i quali sono abituati a trattare con la *soft information* attraverso i normali meccanismi dei mercati. Attraverso un'analisi costi/benefici, il beneficio derivante da un maggior grado di informazioni rilevanti nel documento istituzionale adibito alla sollecitazione del pubblico risparmio giustifica il rischio, definito minimo, che alcuni risparmiatori attribuiscono un'alta credibilità alle informazioni *soft*. Quindi in considerazione del fatto che i risparmiatori si rivolgeranno ai *professional* è necessario che il *prospectus* contenga le informazioni rilevanti affinché gli *experts* compiano le valutazioni opportune, anche e soprattutto, per conto dei piccoli investitori. Pur partendo da posizioni dottrinali differenti Kripke e Schneider concordano sul fatto che il *prospectus* debba contenere tutta l'informazione rilevante, così come previsto dal *Securities Act* del '33, e che tra le informazioni rilevanti non possono non essere comprese le rilevazioni *soft* contenute in gran parte nelle previsioni effettuate dal *management*. Su posizioni diametralmente opposte si situa Marsh il quale ritiene che le cosiddette proiezioni del *management* non contengono un giudizio realistico ed imparziale ma rappresentano piuttosto la speranza della gestione, dopo avere scontato tutti gli effetti sfavorevoli. L'autore risulta pertanto essere in sintonia con la posizione della SEC, che ritenne l'inclusione delle proiezioni nel *prospectus* pericolosa per l'investitore che in considerazione della loro obbligatorietà sarebbe portato ad accordare ad esse un elevato livello di autenticità. Altro elemento che influenzò la linea adottata dalla SEC fu quello indicato nel punto sub 2) e

all'esterno della società e a influenzare conseguentemente le scelte degli investitori. Vi sono, da un lato, i dati previsionali contenuti negli eventuali piani strategici di cui all'art. 2381, c. 3, c.c., che si inseriscono in un quadro di riferimento preciso fatto di studi di mercato e di *budget* e che possono essere attentamente analizzati, dall'altro vi è una informazione previsionale non corredata di un supporto fattuale preciso.

2. Influenza dei patti parasociali sul procedimento assembleare: espressione del voto in assemblea e patto parasociale

I sindacati di voto, anche a maggioranza, sono contratti atipici diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela, in quanto non contrastino con norme fondamentali societarie; il diritto di voto, infatti, è validamente negoziabile se ed in quanto tale negoziabilità mantenga una mera efficacia parasociale (obbligatoria tra i paciscenti) e non incida in alcun modo sulle regole di funzionamento della società; i patti di sindacato sono vincolanti tra le parti, ma del tutto inefficaci nei confronti dei terzi. Presupposto per affermare la validità dei patti parasociali, quindi, è che il voto espresso in sede assembleare in eventuale violazione del patto non incida in alcun modo sulla validità dell'assemblea stessa; infatti, si devono tenere distinti i patti parasociali, e in particolare le convenzioni sul voto, dalla disciplina legale e statutaria societaria, atteso che i due ordini di disciplina sono reciprocamente indipendenti e ininfluenti¹⁷.

cioè la potenziale responsabilità prevista dal Par. 11 e dalla rule 10b-5 antifrode del *Securities Act* del '33, alla quale sarebbero sottoposti gli emittenti per l'eventuale falsità delle informazioni riportate nel documento informativo. Il Par. 11 del *Securities Act* del 1933 impone responsabilità civile (*civil liability*) sugli emittenti (*issuer*), gli ufficiali e i direttori, gli *underwriters*, i contabili, gli ingegneri e in genere agli altri esperti che hanno contribuito alla redazione del prospetto, nel caso che il *registration statement* contenga informazioni non rispondenti alla verità oppure ometta fatti rilevanti necessari per non dare alle informazioni un significato ingannevole. Qualsiasi persona che ha acquistato una *security*, coperta dal *registration statement*, può chiamare in giudizio l'emittente (e gli esperti che hanno partecipato alla redazione del *prospectus* per le parti da loro curate) per recuperare la differenza tra il prezzo pagato per la *security* (ma non più del prezzo di offerta pubblica) ed il prezzo al quale il possessore può smobilizzare l'investimento (se ancora lo possiede), o il suo valore al tempo in cui lo ha venduto. Sotto il Par. 11 una richiesta fatta da un acquirente può essere rigettata, se l'imputato è in grado di dimostrare che l'acquirente (attore) conosceva la falsità della notizia, o l'omissione all'epoca in cui ha acquistato la *security*.

¹⁷ In arg. Cass. 19 agosto 1996, n. 7614, in *Giur. comm.*, 1997, II, 485; Trib. Roma (ord.) 20 dicembre 1996, in *Giur. comm.*, 1997, II, 119, il quale afferma che i patti parasociali «hanno efficacia solo obbligatoria fra i contraenti ed esterna alla società di cui non alterino la struttura

Il formante giurisprudenziale non tende ad ammettere incondizionatamente la validità di pattuizioni che vincolano il libero esercizio del diritto di voto in assemblea da parte del socio, in base alla concezione dell'assemblea di società come luogo nel quale il socio, libero da condizionamenti esterni, deve poter formare la propria volontà, anche in conseguenza della discussione che si sviluppa tra i soci in tale sede; quindi luogo dove i soci non possono presentarsi con maggioranze precostituite, e dove il socio è libero di poter cambiare idea in merito alla decisione da adottare. Pertanto, il socio deve poter non adempiere all'obbligo assunto contrattualmente e nessuno, nemmeno un giudice in via d'urgenza, può impedirgli di conformarsi all'obbligo preventivamente e validamente assunto, non essendo possibile ottenere una esecuzione in forma specifica degli obblighi assunti con le convenzioni di voto¹⁸.

Sulla base del principio di libera ed incondizionata formazione della volontà sociale in sede assembleare, l'illiceità dei sindacati di voto era ricondotta al principio generale secondo cui tutte le norme relative al funzionamento dell'assemblea sociale venivano considerate norme di ordine

ed ordinamento istituzionali»; quindi essi sono validi atteso che «se disattesi, non incidono negativamente sulla validità delle delibere assembleari»; Trib. Napoli 18 febbraio 1997, in *Le società*, 1997, 935, il quale ha affermato non essere ammissibile l'esecuzione in forma specifica dell'obbligo assunto dai soci con un patto parasociale (occorre peraltro considerare che la decisione in esame si occupa dell'inefficacia - e pertanto della inapplicabilità dell'azione di adempimento in forma specifica dei patti parasociali - non già in termini generali, bensì in relazione ad una fattispecie particolare, nella quale l'attore chiedeva la declaratoria di efficacia del patto, con conseguente azione in forma specifica, nei confronti di un socio che non era parte del suddetto patto. Il principio cardine della decisione, quindi, non è tanto il principio dell'efficacia "obbligatoria" dei patti parasociali, quanto l'incontestato principio dell'inefficacia di un contratto nei confronti di soggetti che ne sono estranei); Trib. Torino 28 aprile 1998, in *Le società*, 1999, 326; App. Milano 24 luglio 1998, in *Giur. it.*, 1998, c. 2336; Trib. Varese 1 marzo 1999, in *Le società*, 1999, 864, il quale afferma che il patto parasociale deve considerarsi, alternativamente, nullo ovvero valido ma, comunque, «del tutto ininfluenza sul piano assembleare e societario, in quanto afferente al diverso profilo dell'inadempimento di un socio all'obbligo assunto nei confronti di altri soggetti, di esprimere in un determinato modo il proprio voto in assemblea».

¹⁸Si veda RIOLFO, *Dall'evoluzione giurisprudenziale e normativa, recenti spunti per una riflessione critica sulla questione della validità dei patti di sindacato*, in *Contr. impr.*, 2000, 55 ss., 89 ss.; ID., *I patti parasociali*, cit., 195 ss.; TUCCI, *Contratti di collocamento, patti parasociali e nullità sopravvenuta per omessa pubblicità*, in *Le società*, 2000, 860 ss.; MINUSSI, *I patti parasociali nelle società quotate* (nota a Trib. Como 31 gennaio 2000), in *Riv. not.*, 2000, 449 ss.; D'ERRICO, *Commento all'art. 122-124*, in *Nuove leggi civ.*, 2001, 71 ss.; SEMINO, *Brevi spunti su alcune questioni relative alla disciplina sulla disclosure dei patti parasociali nelle società quotate (deposito dei patti presso il registro delle imprese, regime sanzionatorio di cui all'art. 122 T.U.I.F. e accordi di lock-up)* (nota a Trib. Como 31 gennaio 2000), in *Giur. comm.*, 2002, II, 269 ss.

pubblico economico, e come tali assolutamente inderogabili tra le parti; successivamente, ma lentamente, la giurisprudenza di legittimità ha riconosciuto la validità dei patti parasociali, in quanto il vincolo del socio opera su un terreno esterno all'organizzazione sociale e non impedisce, perciò, al socio di determinarsi liberamente nell'esercizio del voto in assemblea.

La separazione tra parasociale e sociale rappresenta il fondamento per il riconoscimento della validità dei patti parasociali: in tanto si afferma che i patti parasociali sono validi e meritevoli di tutela, in quanto questi non incidono sul funzionamento della società; ne consegue che non è possibile ottenere alcuna tutela giudiziaria che imponga al parasocio di votare in assemblea secondo quanto previsto a livello parasociale. Infatti, se presupposto per affermare che un sindacato di voto sia valido è affermare la libertà del socio di votare diversamente in assemblea, è chiaro che si è già eliminato in origine il problema di una eventuale tutela reale dei patti parasociali¹⁹.

Il funzionamento assembleare richiede specifiche regole affinché un socio esprima il voto in assemblea: che il socio voti perché si sia liberamente determinato di far ciò in sede assembleare, ovvero che il socio voti perché sia obbligato da un preventivo impegno da lui assunto verso terzi o da un ordine di un giudice, in conformità ad un precedente impegno (volontariamente assunto), non viene meno il funzionamento dell'organo assembleare: un conto è riconoscere il potere dell'assemblea, come organo collegiale, di deliberare sugli oggetti di sua competenza, altro è pretendere che la volontà individuale di coloro che sono chiamati a votare in assemblea si determini incoercibilmente nel momento in cui il voto viene espresso, indipendentemente da eventuali pregressi condizionamenti.

Il diritto di voto nelle assemblee societarie è espressione di un potere finalizzato al perseguimento di interessi personali del socio di carattere economico, di cui il socio può disporre come vuole e se vuole. Il socio può decidere se votare, come votare, se non votare, se astenersi, se disinteressarsi del tutto degli affari societari; nulla di tutto ciò è vietato né esistono norme che vietino al socio di vincolarsi preventivamente all'esercizio del voto in una determinata maniera. Il socio può votare per l'interesse sociale, il socio può decidere di non votare, ovvero di votare a caso; unico limite che ha il socio è quello di non votare per un interesse antisociale.

¹⁹ Cfr. SCHLESINGER, *La disciplina dei patti parasociali nel Testo Unico della finanza*, in AA. VV., *Il governo delle società dopo il d.lgs. 24.2.1998 n. 58*, cit., 190 ss.; RESCIO, *La disciplina dei patti parasociali dopo la legge delega per la riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2002, 840 ss.; CAMPOBASSO, *Voto di lista e patti parasociali nelle società quotate*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2003, 125 ss.

L'art. 2377 c.c. stabilisce che sono legittimati ad impugnare le deliberazioni della società i «*soci assenti o dissenzienti*», ma non precisa se lo sono anche i soci astenuti. I precedenti specifici non sono molti, ma l'opzione recepita nella massima è stata ancora di recente ribadita dai giudici di legittimità. La Corte di cassazione ha affermato che per socio dissenziente deve intendersi, in conformità della *ratio* dell'art. 2377, il socio che abbia negato, in qualsiasi forma manifestata in assemblea, il proprio contributo all'approvazione della deliberazione attraverso il voto contrario o l'astensione, senza che rilevi la motivazione di tali comportamenti, la quale può consistere indifferentemente in una diversa valutazione sul merito della deliberazione rispetto alla maggioranza, ma anche in una mera contestazione della legittimità dell'operato di questa. L'art. 2377 non dà, infatti, alcun rilievo, di per sé, ai motivi del dissenso, ma unicamente alla sua manifestazione. La motivazione svolta dalla Corte è emblematica, in quanto contiene l'esplicito riconoscimento che la lettera della norma non permette di enunciare il principio, ricavato implicitamente, identificando quale scopo della disposizione quello di precludere l'impugnativa soltanto a chi, votando favorevolmente e concorrendo a formare la volontà sociale, non può vantare un interesse all'azione di annullamento²⁰.

La norma che circoscrive la legittimazione ai soli soci assenti o dissenzienti, in una con l'asserito suo carattere eccezionale e con la conseguente impossibilità di farne oggetto di applicazione analogica, giustifica infatti almeno il dubbio che essa possa essere riconosciuta al socio astenuto, data l'impossibilità di ricondurla ad una delle categorie espressamente previste.

I motivi dell'astensione sono infatti giuridicamente irrilevanti e l'astensione, per definizione, manifesta soltanto la volontà di non prendere posizione, dato che, se il socio intende opporsi alla deliberazione, ha a sua disposizione lo strumento del dissenso espresso con il voto contrario. La tesi che afferma la legittimazione del socio astenuto attraverso una piena assimilazione dell'astensione all'assenza è più affidante, ma, in talune configurazioni, incontra significativi ostacoli. Ritenere che il concetto di

²⁰ Cfr. RESCIO, *Dei patti parasociali*, in AA. VV., *Parere dei componenti del Collegio dei docenti del Dottorato di ricerca in Diritto interno e internazionale*, in *Riv. soc.*, 2002, 1452 ss., ivi, 1458 ss.; ID., *Assemblea dei soci. Patti parasociali*, in AA.VV., *Diritto delle società di capitali*. Manuale breve, Milano, 2003, 97 ss., ivi, 119 ss.; GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in Trattato Galgano, XXIX, Padova, 2003, 82 ss.; ID., *Diritto commerciale. L'imprenditore - Le società*, II, Bologna, 2003, 228 ss.; SANTONI, *Commento agli artt. 2341 bis e 2341 ter c.c.*, 223 *undecies att. trans.*, in SANDULLI-SANTORO (a cura di), *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6.*, Torino, 2003, 84 ss.

assenza esprime non soltanto la mancata partecipazione all'adunanza, ma anche l'intervento in assemblea al quale segue l'astensione, implica qualcosa di più di una mera interpretazione estensiva, tenuto conto della diversità del significato dei termini nel linguaggio comune ed in quello giuridico.

Il negozio parasociale è in realtà autonomo, benché collegato secondo un rapporto di accessorietà univoca rispetto al negozio sociale. Mentre il negozio parasociale subisce gli effetti delle vicende sociali - ad esempio non assume efficacia fin tanto che la società non venga in essere e vien meno con il suo scioglimento - non può affermarsi il reciproco.

Il negozio sociale non risente, tranne che in casi particolari, degli effetti del negozio parasociale, poiché la società è soggetto giuridico autonomo rispetto ai propri soci e presenta un meccanismo di formazione della volontà che, quantomeno per le società di capitali, è disciplinato per legge ed è, per certi aspetti, non disponibile.

È proprio tale peculiarità del rapporto tra negozio sociale e parasociale che, a prescindere dalla validità dei secondi, mina la possibilità di una esecuzione forzata degli stessi quando essa presupponga una manifestazione di volontà della società o dei suoi organi. La fattispecie in esame appartiene ad uno di tali casi ed infatti l'attuazione del patto necessitava addirittura una modifica statutaria e quindi, secondo l'art. 2252 c.c., il consenso di tutti i soci, se non convenuto diversamente.

Altra è l'ipotesi in cui il patto parasociale si risolva in impegni rimessi alla sola disponibilità dei soci coinvolti, ad esempio investendo il regime di circolazione delle partecipazioni, nel qual caso non si pone il problema di un riflesso sulla struttura organizzativa della società né di un'efficacia *erga omnes* del vincolo, se non secondo il modello canonico della tutela del contraente di buona fede, e conseguentemente sono esperibili anche azioni per l'esecuzione forzata delle obbligazioni assunte dalle parti²¹.

Si riconosce la piena validità di un patto con cui i soci si impegnino a votare in un determinato modo in relazione alle future assemblee della società (nella specie con riferimento alle nomine delle cariche sociali) confermando che non è rinvenibile nel sistema del diritto societario un principio di indisponibilità del voto al di fuori della sede assembleare; ancora, si disattende

²¹ In tema RIOLFO, *I patti parasociali*, Padova, 2003, 268 ss.; MANFEROCE, *Commento agli artt. 2341 bis e 2341 ter c.c.*, in BERTUZZI - MANFEROCE - PLATANIA (a cura di), *Società per azioni. Costituzione, Patti parasociali, Conferimenti* (artt. 2325-2345 c.c.), Milano, 2003, 130 ss.; a cura di OLIVIERI - PRESTI - VELLA (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Società di capitali e cooperative*, Associazione Disiano Preite, Bologna, 2003, 37 ss.; SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei DD.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 5 e 6*, Milano, 2003, 44 ss.

il noto argomento, secondo il quale i patti parasociali - sindacati di voto comporterebbero il permanente svuotamento dell'assemblea: al riguardo la sentenza ha ritenuto che il vincolo nascente dal patto di sindacato opera su un terreno che è esterno a quello dell'organizzazione sociale (dove, appunto il carattere parasociale del patto) e non impedisce in alcun modo al socio di determinarsi all'esercizio del voto in assemblea, come meglio egli creda, sicché il funzionamento dell'organo assembleare non è in questione.

Si rileva che la tesi di una incompatibilità di principio tra l'ordinamento societario e gli accordi parasociali destinati a disciplinare l'esercizio del diritto di voto in assemblea è ormai davvero improponibile alla luce della più recente legislazione che allude ormai con tale e tanta frequenza al caso di patti di sindacato aventi ad oggetto l'esercizio del voto in assemblea. Non si rinviene un momento finale del patto parasociale nel termine finale della società, stante l'eccedenza della prevista durata della società rispetto alla vita fisica dei firmatari dell'accordo.

Il diritto di voto è espressione di un diritto patrimoniale del socio: caduto il dogma della non negoziabilità del voto, poiché si riconosce che il voto è un diritto personale del socio attribuitogli dalla legge per il perseguimento del suo esclusivo interesse, si è osservato che non è più possibile capire perché mai non dovrebbe valere, non già una supposta incoercibile libertà di voto, comportante l'inammissibilità di qualsiasi vincolo preventivo all'esercizio del voto, bensì, il principio generale che riconosce al singolo piena libertà negoziale²².

Se si riconosce il principio che il voto è in funzione di un interesse personale e patrimoniale del socio (più precisamente quello di tutelare e gestire la sua partecipazione purché non in conflitto con l'interesse della società), ne discende che, nell'esplicazione della sua libertà negoziale, il socio può disporre liberamente dell'esercizio del voto e ai patti dispositivi di tale diritto si applicheranno i principi generali in tema di obbligazioni e contratti. Altro fondamento alla tesi della disponibilità del voto è offerto dalle norme in tema di pegno e usufrutto (art. 2352 c.c.) e di contratto di riporto (art. 1550 c.c.).

²² In tema OPPO, *I patti parasociali: ancora una svolta legislativa*, in *Riv. dir. civ.*, 1998, II, 215 ss.; ANDREOLI, *Recesso dai patti parasociali in caso di lancio di un'OPA su società quotata e utilizzo del Trust*, in ANDREOLI (a cura di), *Il governo delle società dopo il d.lgs 24.2.1998 n. 58*, Padova, 2002, 3 ss.; ATELLI, *Commento agli artt. 122-124 e 207*, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998, 661 ss., 1115 ss.; BALZANO - FIORE, *I patti parasociali*, in *Lavori preparatori per il testo unico della finanza. Diritto societario*, in *Quaderni di finanza Consob. Studi e ricerche*, 29, Roma, 1998, 28 ss.

Atteso che il patto parasociale è un vincolo obbligatorio valido in quanto su un piano diverso, esterno rispetto all'organizzazione sociale, fuori dall'assemblea può formarsi la volontà dei soci sindacati, non quella della società che è espressione del congegno assembleare. Ciò che interessa al sistema del diritto societario è che il procedimento assembleare si svolga secondo le regole codicistiche, a norma delle quali la volontà individuale dei soci sia espressa (personalmente o a mezzo di rappresentante) nell'assemblea, quale strumento per formazione della volontà sociale; l'assemblea è infatti il luogo dove i voti e le maggioranze si esprimono, non quello dove ciascun socio debba necessariamente maturare il suo orientamento sull'esercizio del voto. Perché possa dirsi legittimamente formata la volontà della società è cioè necessario e sufficiente che le regole della disciplina formale delle assemblee siano state rigorosamente osservate.

Il principio maggioritario, non presuppone quindi che la volontà maggioritaria debba formarsi esclusivamente nella sede assembleare. Diversamente, sarebbero invalidi i voti espressi nel caso di azioni in comunione o possedute da una *holding*. Ed invero anche nel caso di azioni in comunione, il voto unitario espresso dal rappresentante comune per tutti i comunisti potrebbe rappresentare il risultato di una deliberazione dei comunisti stessi²³.

3. (segue) ... Patti parasociali e associazioni di azionisti

In tema di patti parasociali e fenomeno dell'associazionismo degli azionisti, l'art. 136, c. 1, lett. e), TUF definisce raccolta di deleghe la richiesta di deleghe di voto effettuata dall'associazione ed indirizzata esclusivamente ai membri dell'associazione stessa. Al contrario della sollecitazione delle deleghe, la quale, attraverso la contemporanea opera di un committente e di un intermediario, si rivolge alla generalità degli azionisti, la raccolta mira ad agevolare l'esercizio del diritto di voto da parte dei piccoli azionisti che si siano già coalizzati.

Lo scopo delle associazioni è, quindi, in assoluta coerenza con i principi contenuti nella legge delega, quello di incentivare l'aggregazione degli azionisti-risparmiatori e incrementare gli strumenti di garanzia, e di controllo della gestione, a disposizione delle minoranze.

²³ Cfr. MUNARI, *Patti parasociali e norme di diritto internazionale privato e comunitario*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 3 ss.; RORDORF, *I sindacati di voto*, in *Le società*, 2003, 19 ss.; RAGUSA MAGGIORE, *Trattato delle società*. II, Padova, 2003, 97 ss.

La disciplina applicabile alle associazioni di azionisti è contenuta essenzialmente negli artt. 141 ss. TUF e negli artt. 17 e 18 Reg. Viene disposto che la raccolta di deleghe può essere effettuata solo dalle associazioni che: sono costituite attraverso scrittura privata autenticata; non esercitano alcuna attività di impresa, salvo quelle direttamente strumentali al raggiungimento dello scopo associativo; e sono composte da almeno cinquanta persone fisiche (sono quindi esclusi gli investitori istituzionali), ciascuna delle quali deve essere proprietaria di un quantitativo di azioni non superiore allo 0,1% del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto. Le deleghe di voto possono [68] essere conferite dagli azionisti attraverso la compilazione di un modulo di delega che viene diffuso tra gli associati. La delega viene rilasciata ai legali rappresentanti dell'associazione, i quali devono esercitare il voto secondo le indicazioni fornite dall'associato nel modulo. È infatti previsto che l'associazione possa votare in assemblea in modo divergente²⁴.

L'art. 141, c. 2, dispone che alle associazioni di azionisti che svolgano la raccolta delle deleghe non si applicano i commi 3 e 4 dell'art. 122 TUF, i quali prevedono, rispettivamente, la nullità dei patti parasociali «*non pubblicizzati*» e la sterilizzazione dei diritti di voto inerenti alle azioni quotate per cui non sono stati adempiuti gli obblighi pubblicitari previsti nel comma 1 dell'art. 122; le associazioni di azionisti ex art. 141 TUF, che non comportano l'esistenza di un patto parasociale tra gli associati, devono pubblicare, secondo le modalità previste dall'art. 14 Reg., un estratto contenente alcune informazioni essenziali sull'associazione (nome della società i cui azionisti aderiscono all'associazione; numero degli associati e percentuale di capitale rappresentata dalle azioni dagli stessi possedute; scopo, modalità di funzionamento e durata dell'associazione; requisiti e modalità per aderire all'associazione). Inoltre, a scadenza annuale, ossia entro sette giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea di bilancio della società, le associazioni devono trasmettere alla società stessa un elenco contenente l'indicazione aggiornata delle generalità degli associati, del numero delle azioni da essi possedute e delle percentuali di capitale da queste rappresentata.

²⁴ Cfr. FAUCEGLIA, *Società con azioni quotate in borsa*, in *Digesto. Sez. Dir. Domm.*, IV, Torino, 2000, 656 ss., 680 ss.; ID., *Patti parasociali*, in *Enc. dir.*, V, Milano, 2001, 810 ss., 822 ss.; RIOLFO, *Dall'evoluzione giurisprudenziale e normativa, recenti spunti per una riflessione critica sulla questione della validità dei patti di sindacato*, in *Contr. impr.*, 2000, 55 ss., 89 ss.; ID., *I patti parasociali*, cit., 195 ss.; TUCCI, *Contratti di collocamento, patti parasociali e nullità sopravvenuta per omessa pubblicità*, in *Le società*, 2000, 860 ss.; MINUSSI, *I patti parasociali nelle società quotate* (nota a Trib. Como 31 gennaio 2000), in *Riv. not.*, 2000, 449 ss.; D'ERRICO, *Commento all'art. 122-124*, in *Nuove leggi civ.*, 2001, 71 ss.

L'unico adempimento che non viene richiesto rispetto ai patti parasociali è, quindi, il deposito presso il registro delle imprese. Per il resto, anche le associazioni di azionisti saranno soggette a precisi obblighi di *disclosure*, il cui rispetto consentirà la conoscibilità di queste forme di coalizione da parte del pubblico degli investitori oltre che da parte degli organi di vigilanza del mercato (Consob e società di gestione del mercato). Appare singolare che si prevedano obblighi senza fissare delle sanzioni che possano funzionare da deterrente e, quindi, favorire il rispetto delle prescrizioni in materia di pubblicità. L'analisi della disciplina in materia di associazioni di azionisti evidenzia, dunque, un trattamento normativo più mite rispetto a quanto accade per i patti parasociali. Questa osservazione rende quanto mai decisivo tracciare una linea di confine fra i due istituti.

Occorre stabilire quando un'associazione comporta l'esistenza di un patto. Secondo autorevole dottrina, la libertà degli associati di conferire la delega e la previsione del voto divergente escludono che l'associazione di azionisti possa essere configurata come un sindacato di voto a maggioranza. Si riconosce che si è pur sempre in presenza di accordi aventi ad oggetto l'esercizio del diritto di voto e che, quindi, le associazioni andrebbero sottoposte agli obblighi di pubblicità fissati per i sindacati di voto.

Il conferimento delle deleghe non incide in maniera rilevante sugli assetti di potere all'interno della società, così come può accadere per un sindacato di voto; il socio-associato conserva la facoltà di non conferire la delega (e quindi, ad esempio, di recarsi personalmente in assemblea per votare o di non votare affatto); inoltre, come già sottolineato in precedenza, una norma imperativa richiede che l'associazione eserciti il voto nel senso indicato dal socio nel modulo di delega.

4. Strumenti alternativi alla stipula di patti parasociali e protezione e dell'integrità del capitale e del patrimonio sociale

In tema di applicazione di strumenti giuridici alternativi per produrre i più rilevanti e diffusi effetti tipici dei patti ed in particolare la possibilità di governare l'assemblea, la possibilità di controllare la gestione attraverso l'approvazione dei bilanci annuali, la possibilità di nominare e revocare a piacimento l'organo amministrativo, di certo, il più semplice strumento per la formazione di un efficace vincolo per una gestione parasociale di titoli di partecipazione è rappresentato dalla costituzione di un pegno sul pacchetto di

titoli che permetta il controllo della società obiettivo, a favore di un soggetto terzo rispetto agli originari proprietari, o possessori, dei titoli stessi.

Il pegno di titoli consiste in un contratto di garanzia ad efficacia reale, comportando lo spossessamento del proprietario delle azioni a favore del soggetto a cui favore è costituito il pegno; in pratica esso si attua con l'iscrizione del pegno sul titolo e nel libro soci. Inoltre rappresenta un contratto che può essere sottoposto a condizione ed a termine. Il pegno di azioni è uno strumento abbondantemente utilizzato nella prassi ed ha ricevuto una disciplina legislativa dall'art. 2352 c.c. che ne regola gli aspetti più eclatanti: in particolare il codice stabilisce che il diritto di voto sulle azioni date in pegno spetta al prenditore del pegno, mentre i diritti e gli obblighi a contenuto prettamente patrimoniale rimangono in capo al socio datore del pegno.

Nella strutturazione del tipo, il soggetto che riceve in pegno i titoli potrebbe essere una società di capitali costituita dai soci della società *target* con percentuali di partecipazione che non necessariamente devono rispettare le percentuali di possesso nel capitale della società *target*. I risultati immediati dell'utilizzo del modello del pegno su titoli sono: la durata del vincolo può essere sottoposta alla scadenza di un termine ovvero ad una condizione risolutiva; il pegno può essere costituito in modo che non incida sull'aspetto patrimoniale della proprietà delle azioni; il pegno, con l'effettuazione dell'iscrizione sul titolo e nel libro soci, avrebbe efficacia reale; il costo globale dell'operazione potrebbe essere limitato²⁵.

Simile allo strumento del pegno di azioni, si configura l'usufrutto sui titoli. Anch'esso è esplicitamente considerato dal legislatore (cfr. art. 2352 c.c.) e frequentemente utilizzato nella prassi. L'usufrutto è un diritto di godimento su beni che permette di godere della cosa altrui con l'obbligo di rispettarne la destinazione economica. Si può costituire mediante un contratto ed ha necessariamente durata limitata nel tempo. L'utilizzazione dello strumento, ai fini di cui qui si tratta, si estrinsecerebbe nella concessione in usufrutto del pacchetto di controllo dei titoli della società *target* da parte dei soci di questa ad una società veicolo all'uopo costituita. Per la struttura e la gestione della società veicolo varrebbero le considerazioni svolte per quanto riguarda il pegno e così anche per quanto riguarda le considerazioni finali; tuttavia, a differenza del pegno, la costituzione dell'usufrutto potrebbe rivelarsi più onerosa.

²⁵ In tal senso cfr., la risalente dottrina: BONELLI, *Ancora a proposito di nuove forme contrattuali*, in *Riv. dir. comm.*, 1905, I, 142; VIVANTE, *Gli azionisti non possono alienare o vincolare il loro diritto di voto*, in *Riv. dir. comm.*, 1914, I, 173; LA LUMIA, *La cessione ed il vincolo del diritto di voto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1915, II, 68.

Ancora, altro strumento alternativo è il contratto di riporto, in cui il proprietario trasferisce ad un altro soggetto la proprietà di una data quantità di titoli per ottenerne in corrispettivo un prezzo; contestualmente il soggetto che acquista la proprietà di detti titoli si impegna a ritrasferire all'originario proprietario altrettanti titoli del medesimo genere alla scadenza di un termine. Il contratto di riporto è un contratto tipico del mercato mobiliare, con fini che originariamente sono o speculativi (vendita/acquisto a termine, autofinanziamento mediante concessione di garanzia reale), o strategici (assunzione temporanea di un certo numero di diritti di voto o del controllo); il modello del riporto potrebbe configurare la seguente fattispecie: i soci, interessati all'accordo extrasociale allo scopo di controllare la società obiettivo, stipulerebbero con una società veicolo un contratto di riporto avente ad oggetto i titoli che garantiscono il controllo della società obiettivo; il prezzo iniziale e finale del riporto sarebbero identici se il termine del riporto fosse inferiore ad un esercizio sociale o vi fosse un accordo tra i partecipanti alla non distribuzione di dividendi per la durata del contratto di riporto.

La disciplina della comunione, per espressa disciplina legislativa, è ampiamente dispositiva, con la sola eccezione del divieto del patto leonino (art. 2265 c.c.) che, pur dettato con riferimento alla società, è ritenuto divieto di ordine generale, e dell'obbligo della determinazione delle quote (art. 1101 c.c.). L'applicazione dell'istituto della comunione alle azioni è previsto esplicitamente dallo stesso legislatore con l'art. 2347 c.c., che disciplina il caso particolare della comunione su una azione, e si ritrova in diversi precedenti giurisprudenziali. Per il suo carattere largamente dispositivo, lo strumento della comunione sul bene, rappresentato dal pacchetto azionario di controllo (di diritto o di fatto) dell'assemblea della società obiettivo, potrebbe dunque rivelarsi una valida alternativa sia al patto parasociale che agli strumenti alternativi sopra indicati. All'atto della costituzione della comunione, effettuata la ripartizione delle quote, potrebbe essere formato un regolamento di amministrazione (più elastico di quello tipico della struttura societaria) ovvero potrebbe essere creata la figura dell'amministratore della comunione determinandone i poteri e gli obblighi ai sensi dell'art. 1106 c.c.

In termini di modalità di esercizio del controllo societario, nella visione del fenomeno parasociale, sussistono varie ipotesi in cui si ottiene acquisizione del controllo. La possibilità di esercizio di controllo si può verificare mediante l'acquisto di partecipazioni di minoranza, situazione questa che non può di per sé conferire il controllo su un'impresa, tuttavia, la situazione di controllo si potrebbe verificare laddove la partecipazione di minoranza conferisca diritti di voto maggioritari. Altre ipotesi di controllo societario possono verificarsi mediante l'acquisto di partecipazioni paritetiche

o di maggioranza, ovvero mediante acquisto di partecipazioni incrociate tra imprese concorrenti²⁶.

L'acquisizione del controllo avviene anche mediante contratti, vale a dire attraverso i contratti di fornitura, di finanziamento, come ad esempio il conferimento al finanziatore della possibilità di esercitare un potere di controllo, ossia di approvare certe attività, o il diritto di nomina di alcuni consiglieri di amministrazione; attraverso contratti di licenza o di *franchising*, attraverso i patti parasociali, o mediante i contratti di affitto o di usufrutto d'azienda, i contratti di pegno. Infine, il controllo può verificarsi attraverso altri rapporti giuridici e mediante qualsiasi altro mezzo, ovvero allorché viene esercitato un tipo di controllo di fatto, che possa influenzare in modo determinante l'attività di un'impresa²⁷.

In merito ai soggetti che acquisiscono il controllo, il dato normativo appare alquanto lato, comprendendo i soggetti che siano titolari di diritti o beneficiari di contratti o soggetti degli altri rapporti giuridici oppure coloro che, pure non essendo titolari, abbiano il potere di esercitare i diritti che ne derivano. Si evidenzia la finalità di individuare i collegamenti tra società pregiudizievoli ad un funzionamento normale dell'impresa societaria. Di guisa, la nozione di controllo rappresenta una categoria finalizzata alla protezione dell'integrità del capitale e a mantenere l'alterità tra gli amministratori e l'assemblea. Attraverso la definizione del controllo nell'ordinamento, si intende conciliare la tutela dei diritti del controllante con le garanzie dei soggetti che hanno relazioni con l'impresa. Si è ampliato il concetto di controllo societario, passando dal mero legame partecipativo

²⁶ La codificazione del quarantadue, attesa la preoccupazione di evitare che dell'organizzazione di gruppo si abusasse per realizzare alterazioni dell'integrità patrimoniale della società controllante, si era limitata a precisare il concetto di controllo societario, per poter così vietare la sottoscrizione e introdurre limiti all'acquisto di azioni della controllante da parte della controllata. Il vuoto normativo relativo agli altri aspetti del fenomeno non ha però impedito il farsi strada dell'idea che anche nel nostro ordinamento, così come in quello tedesco, il mero controllo societario non fosse sufficiente a creare un gruppo entro il quale l'azione delle singole imprese potesse essere coordinata in funzione della realizzazione del superiore interesse comune. A tal fine sarebbe stato necessario il raggiungimento, finanche *per facta concludentia*, di un accordo avente ad oggetto l'attribuzione alla controllante di un potere di direzione unitaria sulle società controllate.

²⁷ Ancora, sempre con accuratezza e profondità di indagine, SCOGNAMIGLIO, *Poteri e doveri degli amministratori nei gruppi di società dopo la riforma del 2003*, in SCOGNAMIGLIO (a cura di), *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, Milano, 2003, 195 ss.; ID., *Danno sociale e azione individuale nella disciplina della responsabilità da direzione e coordinamento*, in ABBADESSA – PORTALE (a cura di), *Il nuovo diritto delle società: Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 3, Torino, 2007, 945; SPADA, *Diritto commerciale, II, Elementi*, Padova, 2006, 162.

diretto a quello indiretto e introducendo gli obblighi di comunicazione di partecipazioni rilevanti, attraverso un regime di trasparenza sulle relazioni di controllo²⁸.

Attesa l'improponibilità dell'ammissibilità dei *Beherrschungsverträge* di diritto tedesco, con l'introduzione della specificazione della disciplina dell'attività di direzione e coordinamento sono presenti elementi dai quali si può dedurre la validità dei contratti di dominio debole, *rectius*, contratti di direzione e coordinamento di gruppo.

Occorre, allora, rilevare che la direzione unitaria può imputarsi esclusivamente a società o enti, non a persone fisiche. Attesa l'imputabilità a enti che esercitino l'attività di direzione per fini non imprenditoriali (fondazioni, enti pubblici, enti territoriali), si deve sottolineare che il legislatore ha inteso circoscrivere i soggetti di imputazione dell'attività di direzione ad organizzazioni, con esclusione delle persone fisiche. La volontà del legislatore è confermata dal decreto legislativo di coordinamento e di modifica (d.lgs. n. 37/2004), che ha sostituito, al primo comma dell'art. 2497-*bis*, la proposizione *la propria soggezione all'altrui attività di direzione e coordinamento* con la proposizione *la società o l'ente alla cui attività di direzione e coordinamento è soggetta*.

²⁸ La riforma societaria, anche senza dare un'esplicita definizione del fenomeno del gruppo e per lo più preferendo a tale espressione la locuzione «attività di direzione e coordinamento», per la prima volta ne ha introdotto nel nostro ordinamento una disciplina dotata di qualche sistematicità. Il Capo IX del titolo V del libro V del codice civile regola oggi il regime di pubblicità al quale sono soggette le società appartenenti al gruppo (art. 2497-*bis* c.c.), sancisce l'obbligo di motivazione delle decisioni influenzate dalla direzione unitaria (art. 2497-*ter* c.c.), fissa le ipotesi in cui al socio di società eterodiretta è consentito recedere (art. 2497-*quater* c.c.), disciplina la sorte dei finanziamenti intragruppo (art. 2497-*quinquies* c.c.), costruisce un sistema di presunzioni circa l'esistenza del gruppo (art. 2497-*sexies* c.c.), ma anzitutto regola la responsabilità della capogruppo per abuso di direzione unitaria. L'art. 2497 c.c., precisamente, *i*) impone alla capogruppo di agire nel rispetto dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale» delle società controllate; *ii*) sanziona la violazione di queste regole di condotta con la responsabilità risarcitoria nei confronti dei soci e dei creditori della società eterodiretta; *iii*) e tuttavia esclude tale responsabilità «quando il danno risulta mancante alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento ovvero integralmente eliminato anche a seguito di operazioni a ciò dirette. Che la stipulazione di contratti che impongano agli amministratori delle controllate di eseguire ogni disposizione proveniente dalla capogruppo, incluse quelle destinate ad arrecare un danno in alcun modo neutralizzabile, sia inammissibile è fuor di dubbio. Ciò dipende dal fatto che l'art. 2497 c.c., diversamente dai §§ 300 e ss. *AktG*, non riconosce alla capogruppo il potere di disporre della causa lucrativa delle controllate né, conseguentemente, modifica il regime di responsabilità degli amministratori di società soggette all'altrui direzione unitaria, sottraendo questi ultimi all'applicazione delle regole di cui agli artt. 2392 ss. c.c.

Si consideri come anche il termine *chi* del secondo comma dell'art. 2497-*sexies*, ora traslato nel nuovo art. 2497-*septies*, è stato sostituito dalla formula *società o all'ente* che esercitano attività di direzione e coordinamento di società. Appare, di guisa, chiara la tendenza normativa indirizzata nel senso di circoscrivere alle società (e agli enti) la rosa dei soggetti a cui può essere imputata l'attività di direzione unitaria, anche se, il generico *chi* è rimasto nel testo dell'art. 2497-*quinquies*, che disciplina i finanziamenti intragrupo. La persona fisica poi potrebbe essere chiamata in responsabilità da concorso (art. 2497, c. 2, c.c.)²⁹.

Ma, allora, se la strada ermeneutica intrapresa è corretta, laddove il dato normativo si riferisce genericamente a società, possono configurarsi come soggetti di imputazione dell'attività di direzione unitaria: (i) società di persone commerciali regolari; (ii) società di persone commerciali di fatto o occulte; (iii) società semplici, a meno che si ritenga, ma il punto è controvertibile, che l'attività di direzione debba configurarsi non solo come attività d'impresa ma anche come attività d'impresa commerciale³⁰.

Atteso che nell'ambito di uno stesso gruppo possano esistere più attività di direzione e coordinamento³¹, con diversi centri di imputazione, ma pur

²⁹ Cfr. DI MAJO, *Direzione e coordinamento qualificano le holding. Gruppo "responsabile"*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 agosto 2006, 41; ENRIQUES, *Gruppi di società e gruppi di interesse*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, Milano, 2003, 247 ss.; FAVA, *I gruppi di società e la responsabilità da direzione unitaria*, in *Società*, 2003, 1197 ss.; FERRO LUZZI, *I patrimoni "dedicati" e i "gruppi" nella riforma societaria*, in *Riv. not.*, 2002, I, 276; FIGÀ TALAMANCA-GENOVESE, *Riforma del diritto societario e gruppi di società*, in *Vita not.*, 2004, 1189 ss.

³⁰ Cfr. CARIELLO, *Direzione e coordinamento di società e responsabilità: spunti interpretativi iniziali per una riflessione generale*, in *Riv. soc.*, 2003, 1229 ss.; ID., in NICCOLINI – STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Commentario delle società di capitali*, vol. 3, Napoli, 2004, 1853 ss.; CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006, 154 ss.; CENSONI, *La responsabilità per l'attività di direzione e coordinamento nei gruppi di società*, in BONFATTI-FALCONE (a cura di), *Il rapporto Banca-Impresa nel nuovo diritto societario. Atti del convegno di Lanciano 9-10/5/03, Quaderni di Giur. comm.*, 2004, 233 ss.; CERA, *Capogruppo bancaria e nuovo diritto societario. Prime valutazioni*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2004, 176 ss.; COSTI, *Il gruppo cooperativo bancario paritetico*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, 379; COVELLI-SIMONETTI-CAPPIELLO, *sub art. 2497 ss.*, in BONFANTE-CORAPI-MARZIALE-RORDORF-SALAFIA (a cura di), *Codice commentato delle nuove società*, Milano, 2004, , 1199; DACCÒ-TATOZZI, *sub art. 2497*, in CIAN – TRABUCCHI (a cura di), *Commentario breve al codice civile*, Padova, 2007, 2939 ss.; D'ALESSANDRO, *Società per azioni: linee generali della riforma*, in *La riforma del diritto societario. Atti del Convegno di Courmayeur del 27 settembre 2002*, Milano, 2003, 42.

³¹ In tema si veda GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato Galgano*, vol. 29, Padova, CEDAM, 2003, 163 ss.; GAMBINO, *Limitazione di responsabilità, personalità giuridica e gestione societaria*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, vol. 1, Torino, UTET, 2006, 50.

sempre, almeno in via di presunzione, unisoggettivi, le norme che si riferiscono al soggetto che esercita l'attività di direzione e coordinamento, impiegano sempre l'espressione *la società o l'ente* che esercita attività di direzione e coordinamento [cfr. art. 2497, c. 3; art. 2497-bis, c. 1; art. 2497-bis, c.4; art. 2497-quater, c.1, lett. a); art. 2497-sexies; art. 2497-septies].

Si rifletta: la formula linguistica utilizzata - *le società o gli enti* - sembra, correttamente, impiegata ove, effettivamente, si intende individuare la categoria dei soggetti controllanti. Ne deriva, a modo di corollario giuridico, che il principio di imputazione unisoggettiva della direzione unitaria pare operare soltanto come presunzione *juris tantum*. Atteso che il corpo normativo in materia di controllo societario risulta ancorato ad elementi di fatto, oltre che, come detto, a presunzioni, occorre notare come in tema possono rilevare i patti parasociali. La disciplina ad essi riservata, sia nel TUF. [art. 122, c. 5, lett. b)] sia nella riforma del diritto societario [art. 2341-bis, c.1, lett. c)], contempla, oltre alle altre ipotesi, l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante.

5. Clausole di trascinamento di partecipazione sociale: *tag* e *drag along*

Attraverso la clausola di *tag along* (*take along* o *piggy back*), ad alcuni soci, usualmente di minoranza, viene riconosciuto il diritto di cedere una quota della propria partecipazione proporzionalmente uguale a quella posta in vendita dal socio di maggioranza, alle stesse condizioni pattuite con l'acquirente.

Di norma, si prevede che il diritto di covendita possa essere esercitato in alternativa a quello di prelazione, e che, qualora il diritto di covendita sia esercitato, il socio di maggioranza sia tenuto a che il terzo acquirente acquisti, allo stesso prezzo offerto *pro quota*, anche le partecipazioni dei soci che abbiano esercitato il diritto. Altresì, si prevede che, qualora ciò non sia possibile, il socio di maggioranza sia tenuto, alternativamente, a ridurre la partecipazione oggetto del trasferimento al terzo in misura tale da permettere agli altri soci di partecipare alla vendita, oppure di acquistare egli stesso le partecipazioni dei soci che abbiano esercitato il diritto, oppure, come ultima *ratio*, di astenersi dal porre in essere il trasferimento prospettato³².

³² In tal senso cfr., la risalente dottrina: G. BONELLI, *Ancora a proposito di nuove forme contrattuali*, in *Riv. dir. comm.*, 1905, I, 142; VIVANTE, *Gli azionisti non possono alienare o vincolare il loro diritto di voto*, in *Riv. dir. comm.*, 1914, I, 173; LA LUMIA, *La cessione ed il vincolo del diritto di voto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1915, II, 68.

Invece, la clausola di *drag along* (*come along, bring along* o patto di trascinamento) attribuisce il diritto ad un socio, generalmente, anche se non necessariamente, di maggioranza, di negoziare la vendita non solo della propria partecipazione, ma anche di quella di altri soci, i quali, per contro, si obbligano a cedere le proprie partecipazioni al terzo con il quale il socio venditore abbia raggiunto l'accordo, alle medesime condizioni contrattuali ed al medesimo prezzo *pro quota*, attesa la possibilità per i soci di esercitare il diritto di prelazione sulla partecipazione del socio di riferimento, laddove tale diritto sia previsto a livello statutario ovvero parasociale. Tale clausola è presente laddove venga effettuata una acquisizione per effetto della quale risulti una società partecipata da una pluralità di investitori. La funzione della clausola di *drag along* consente, in definitiva, al socio finanziario, anche se detentore di una partecipazione di minoranza, di monetizzare la propria quota del premio di maggioranza e, di guisa, di ottenere migliori condizioni nella negoziazione, stante la possibilità per l'acquirente di ottenere l'intero capitale sociale³³.

Come afferma la recente giurisprudenza, la clausola di covendita (cd. *drag along*, in base alla quale il socio ha il diritto di procurare la vendita al terzo delle azioni dell'altro socio) i) non viola il principio di eguaglianza delle azioni appartenenti alla stessa categoria; ii) non è assimilabile al diritto di riscatto e non deve pertanto assicurare *ex ante* la certezza di una valutazione equa o non inferiore a quella garantita dalla norma sulla liquidazione delle azioni dei recedenti.

Di risulta, il recepimento a livello statutario di una clausola di *drag along* non contrasta con il carattere capitalistico delle s.p.a. per il fatto di costituire attribuzione di un diritto speciale ad un singolo azionista, purché il diritto di trascinamento possa spettare a chiunque si trovi a raggiungere una determinata soglia di partecipazione al capitale sociale. Ed, allora, condizione primaria di validità della clausola statutaria di *drag along* è che questa sia compatibile con il principio di un'equa valorizzazione della partecipazione obbligatoriamente dismessa, dunque che non determini in concreto un effetto espropriativo della

³³ CARBONETTI, *I patti parasociali nelle società non quotate alla luce del Testo unico della Finanza*, in *Riv. soc.*, 1998, 909 ss.; CHIAPPETTA, *I patti parasociali nel Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in *Riv. soc.*, 1998, 988 ss.; KUSTERMANN, *Osservazioni sui patti parasociali dopo la riforma Draghi*, in *Le società*, 1998, 910 ss.; FICO, *I patti parasociali dopo la "riforma Draghi"*, in *Dir. prat. soc.*, 1998, 3, 15 ss.; SALAFIA, *I patti parasociali nella disciplina contenuta nel d.lgs. 58/1998*, in *Le società*, 1999, 261 ss.; CARIELLO, *Tutela delle minoranze e accordi parasociali nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 1999, 718 ss.; PINTO, *Sulla validità dei sindacati di voto a tempo indeterminato nelle società non quotate*, in *Riv. soc.*, 1999, 1362 ss.

differenza tra il valore effettivo della partecipazione e il valore convenzionalmente fissato per il trasferimento. Ciò implica che, in concreto, essa dovrebbe garantire che sia offerto al socio costretto alla dismissione almeno il valore che gli sarebbe spettato in caso di recesso determinato secondo quanto stabilito nell'art. 2437 ter, commi 2 e 4 c.c.