

# CONTROLLO E SINDACATI AZIONARI NELLE SOCIETÀ QUOTATE ITALIANE (\*)

## 1. INTRODUZIONE

### 1.1. Oggetto dell'indagine

Nel presente studio si propone un'indagine empirica sugli assetti proprietari delle società quotate italiane, per individuare situazioni di controllo individuale o congiunto, messi in relazione alla dimensione aziendale delle società, onde verificare l'interazione tra la struttura del controllo societario e le potenzialità economiche dell'impresa.

L'indagine si soffermerà sui sindacati azionari, per valutarne la rilevanza nel contesto delle società quotate: analizzando il contenuto delle pattuizioni, si cercherà di mettere a fuoco l'incidenza di tali patti sugli assetti di controllo delle società stesse. L'analisi delle situazioni di controllo congiunto da sindacato azionario potrà fornire ulteriori indicazioni sulla correlazione tra controllo e dimensione economica.

La ricerca intende sperimentare un nuovo approccio nello studio dei problemi applicativi del diritto societario, e avviare la necessaria riflessione sulla relativa impostazione metodologica.

### 1.2. Determinazione del campione e raccolta dei dati

Il campione considerato comprende tutte le società per azioni quotate in borsa in Italia. Sono state incluse anche le società cooperative, ancorché

---

(\*) **Prof. Giovanni Figà-Talamanca, dott. ing. Fiorella Ferioli, dott. ing. Marco Rastiello, Università di Roma Tor Vergata.** Il presente studio prende le mosse da una rielaborazione dei capitoli 1 e 4 del volume *Studi empirici sulle società di capitali*, edito nel 2009 dalla Piccin Nuova Libreria, ed è stato presentato al convegno dell'associazione Orizzonti del diritto commerciale a Roma il 29 gennaio 2010.

la regola del voto capitario escluda una correlazione tra entità della partecipazione e controllo: si tratta per definizione di società a controllo diffuso.

Al fine della determinazione dei dati relativi alla composizione dell'azionariato di ogni società, si è fatto ricorso alle comunicazioni obbligatorie alla Consob previste dall'art. 120 del t.u.i.f.: sono state prese in considerazione cioè le partecipazioni rilevanti superiori al 2%, escluse le partecipazioni non dotate di diritto di voto, che non si ritengono influenti ai fini della determinazione degli assetti di controllo. La soglia di rilevanza delle partecipazioni fissata dal t.u.i.f. è ovviamente convenzionale, non potendosi escludere che partecipazioni di entità minore siano significative ai fini degli assetti di controllo. In via di prima approssimazione peraltro si è scelto di attenersi a tale indicatore, considerata la difficoltà di raccogliere ed elaborare i dati relativi alla totalità delle partecipazioni azionarie e al ruolo effettivamente svolto dagli azionisti minori nei processi decisionali.

Anche per i sindacati azionari si è attinto alle comunicazioni obbligatorie alle Consob, raccogliendo la totalità dei patti comunicati al 30 settembre 2008. Al proposito, si è rilevato che circa un terzo dei patti parasociali depositati non riguardavano le azioni delle società quotate, ma società controllanti a monte. Ai fini di questo studio si è scelto di limitare l'analisi ai soli sindacati azionari relativi alle società quotate, escludendo i patti intercorrenti tra i soci di società controllanti a monte. Sebbene anche i patti stipulati nelle holding presentino molti aspetti interessanti, dando vita talvolta a "catene di patti" che partendo dal vertice arrivano a riguardare anche aspetti delle controllate, si può ritenere che solo i sindacati relativi alle azioni della società quotata incidano direttamente sul rapporto tra "proprietà" e "controllo" della società stessa.

Oltre alle informazioni sulle partecipazioni rilevanti, sono state raccolti per ogni società i dati relativi alla capitalizzazione di borsa, sulla base delle quotazioni ufficiali. Ciò al fine di avere un indicatore semplice ma attendibile della dimensione economica dell'impresa sociale:

sull'assunto che, in prima approssimazione, le quotazioni di borsa possano riflettere i valori aziendali sottostanti.

## 2. ASSETTI PROPRIETARI E CONTROLLO

### 2.1. Prima classificazione degli assetti proprietari

Si è proceduto in primo luogo all'analisi della struttura dell'azionariato delle società, per pervenire ad una classificazione in funzione degli assetti di controllo societario e della relativa stabilità. A tal fine si sono delineate cinque classi, corrispondenti ad altrettante situazioni tipiche: controllo riferibile ad un dato azionista di maggioranza, più o meno stabile, ovvero riferibile a più azionisti, più o meno contendibile.

Le cinque classi di azionariato sono state definite come segue:

1. Nella prima classe si collocano quelle società in cui un azionista detiene una quota delle azioni dotate di diritto di voto superiore al 50% del totale; in tal caso si parla di **controllo di diritto**; si tratta del controllo stabile per eccellenza, poiché la posizione dell'azionista di maggioranza non è contendibile.
2. Nella seconda classe si collocano le società in cui il maggiore azionista detiene una percentuale di azioni dotate di diritto di voto compresa tra il 30% ed il 50% del totale, e superiore alla somma delle partecipazioni degli altri azionisti rilevanti,.

In tal caso si può presumere che l'azionista di maggioranza relativa sia comunque in grado di esercitare un'influenza dominante sull'assemblea, considerato che gli altri azionisti di riferimento non riuscirebbero congiuntamente a superare la quota da lui posseduta. Ciò assumendo che il voto degli azionisti titolari di quote inferiori al 2% non abbia un ruolo significativo rispetto alla formazione delle maggioranze.

Inoltre, essendo la quota dell'azionista di maggioranza superiore al 30%, risulterà estremamente oneroso il tentativo di contendergli la posizione di controllo da parte di un altro

azionista o di più azionisti che agiscano di concerto, poiché questo comporterebbe, a carico di chi intraprenda la “scalata”, il superamento della soglia del 30% e conseguentemente l’obbligo di effettuare un’offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni, ovvero la necessità di procedere mediante OPA preventiva sul 60% delle azioni stesse.

Pertanto può parlarsi, in questa situazione, di ***controllo di fatto stabile***.<sup>1</sup>

Non è escluso che l’azionista di maggioranza, onde stabilizzare ulteriormente il controllo, stipuli degli accordi con altri azionisti, onde superare congiuntamente la soglia del 50% rendendo così inattaccabile la posizione di predominio. Tuttavia si deve osservare che tale rafforzamento del controllo avrebbe come contropartita una condivisione del controllo stesso, almeno in una certa misura, con gli altri azionisti partecipanti all’accordo: si passerebbe in tal caso ad un controllo più stabile ma congiunto o condiviso (v. *infra*).

3. La terza classe è quella in cui il maggiore azionista, pur detenendo una partecipazione azionaria votante inferiore al 30%, supera comunque la somma delle partecipazioni di tutti gli altri azionisti rilevanti.

Anche tal caso si può presumere un controllo di fatto, sempre assumendo che il voto degli azionisti con quote inferiori al 2% non sia determinante, e che pertanto il primo azionista man-

---

<sup>1</sup> Si segnala che in questa classe sono state incluse anche le società ENI s.p.a. e ENEL s.p.a., ancorché nella comunicazione delle partecipazioni rilevanti la partecipazione del socio di maggioranza (Ministero dell’economia) risulti inferiore al 30%. Infatti si è imputata allo stesso Ministero anche la partecipazione indirettamente detenuta attraverso la Cassa Depositi e Prestiti, sulla quale il Ministero esercita un controllo di diritto: sicché la partecipazione complessivamente imputabile al Ministero dell’economia risulta in realtà superiore al 30%.

tenga in assemblea una maggioranza “relativa”. Tuttavia tale controllo risulterà “instabile”: la posizione di controllo infatti risulta contendibile dagli azionisti di minoranza, che, individualmente o agendo di concerto tra loro, potrebbero accrescere le loro partecipazioni sino a superare la quota detenuta dall’azionista di maggioranza relativa, senza che questo comporti il superamento della soglia del 30% e conseguentemente l’obbligo dell’OPA.

Peraltro in questa situazione può darsi che l’azionista di maggioranza relativa, al fine di stabilizzare il controllo, si accordi con altri azionisti di riferimento in modo da superare congiuntamente la quota del 30%, così da porre gli assetti di controllo al riparo da scalate ostili, salvo il caso dell’OPA: in tal caso il “controllo di fatto instabile” diventerebbe in effetti “controllo condiviso stabile” (v. *infra*).

4. Nei casi in cui non si riscontri un azionista la cui partecipazione sia maggiore della somma di quelle di tutti gli altri azionisti rilevanti, si può affermare che nessun socio esercita *individualmente* un’influenza dominante sulla società: infatti il nessun azionista non può dirsi titolare di una maggioranza precostituita rispetto agli altri azionisti di riferimento.

Si può quindi presumere che più azionisti debbano accordarsi per costituire una maggioranza: in questo senso parleremo di controllo condiviso.

Peraltro sembra opportuno distinguere due diverse situazioni: innanzitutto si considereranno i casi in cui la somma delle partecipazioni degli azionisti di riferimento (nessuno dei quali abbia una partecipazione superiore del totale degli altri) raggiunge la soglia del 30% dei diritti di voto. In questo caso

potremo assumere che il controllo condiviso sia più stabile, rispetto all'eventualità di una scalata da parte di un terzo: che per superare la quota complessivamente detenuta dagli azionisti di riferimento sarebbe obbligato a lanciare un'OPA.

In questa situazione infatti gli azionisti di riferimento tenderanno ad accordarsi tra loro per realizzare una situazione di controllo congiunto stabile: una maggioranza relativa, costituente una quota inferiore al 30%, rischierebbe infatti di essere agevolmente superata ove altri azionisti di riferimento, eventualmente in concorso con soggetti esterni, procedessero ad incrementare la propria partecipazione, sino a superare la quota dell'azionista (o della coalizione) di maggioranza, senza necessità di procedere ad un'OPA. Sicché è molto probabile che gli azionisti di riferimento siano conivolti congiuntamente nella formazione della maggioranza, sino a costituire una coalizione superiore alla soglia del 30%, tale da determinare un controllo stabile, ancorché non individuale, della società.

Questa situazione sarà dunque indicata come **controllo condiviso stabile**, la prima delle due varianti del controllo condiviso.

5. La quinta classe è quella in cui, nessun azionista detenendo una partecipazione superiore alla somma degli altri azionisti di riferimento, il totale delle azioni con diritto di voto detenute da tutti gli azionisti di riferimento non supera il 30%.

In tal caso, non solo nessun azionista risulterà dominante ma il controllo risulterà altamente contendibile. Chiunque, infatti, da solo o in concorso con taluno degli azionisti già presenti, potrebbe acquisire una partecipazione tale da ottenere il controllo di fatto della società (i.e. superiore alla somma delle altre partecipazioni rilevanti) senza dover necessariamente superare la so-

glia limite del 30% per la quale è previsto l'obbligo dell'OPA. Si ha pertanto un *controllo condiviso instabile*.

## 2.2. Gli assetti proprietari nelle società quotate

Utilizzando la classificazione relativa all'azionariato esposta nel paragrafo precedente, le società quotate sono state suddivise come riportato in figura 1.

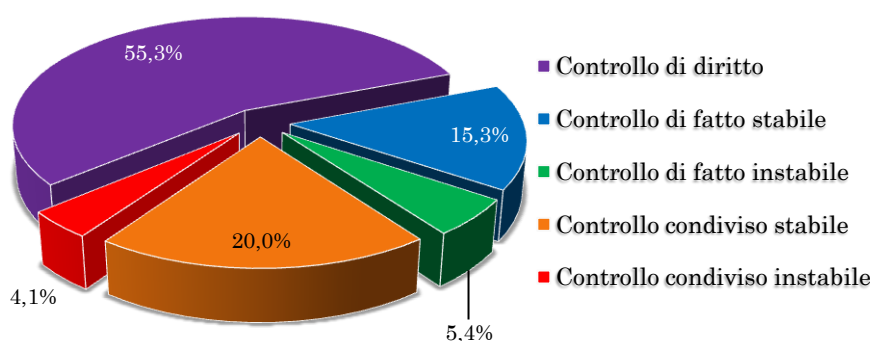


Figura 1 – Suddivisione delle società quotate in base agli assetti proprietari.

È interessante notare che in oltre la metà delle società con azioni quotate sul mercato regolamentato presentino un socio titolare di una partecipazione superiore al 50% (controllo di diritto).

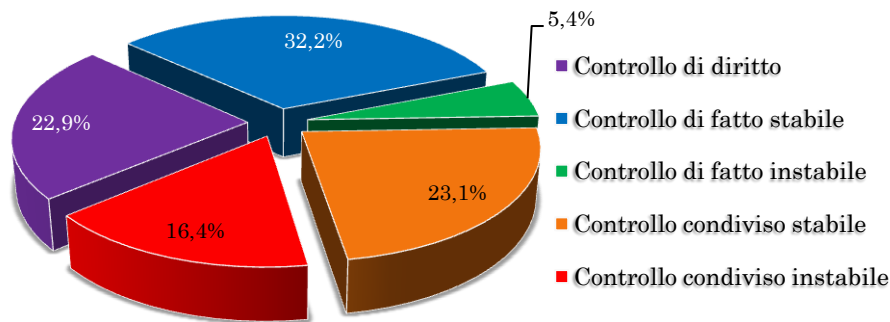
Anche se non dotate di azionista maggioritario, una percentuale di società superiore al 70% risulta comunque caratterizzata da un controllo sufficientemente stabile da parte di un singolo azionista (controllo di diritto e controllo di fatto stabile).

I motivi della prevalenza di tale struttura proprietaria sono da ricercare nella forte diffusione del modello della *“family business”* che ha caratterizzato per decenni l'industria del nostro paese. La letteratura ha evidenziato peraltro come l'elevata percentuale di società non contendibili riduca l'attrattiva del mercato e conseguentemente rappresenti un grave limite per l'economia italiana.



### 2.3. Assetti proprietari e capitalizzazione

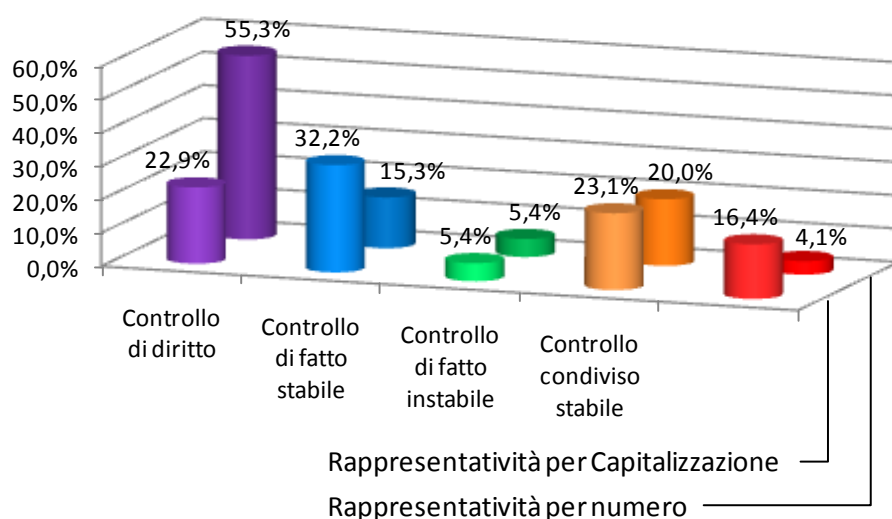
Peraltro ove si vada a rapportare la struttura dell'azionariato alla capitalizzazione totale, piuttosto che al numero delle società, l'universo delle società quotate risulta suddiviso come riportato in figura 2.



**Figura 2 – Capitalizzazione rappresentata dalle diverse società per tipologie di azionariato.**

Come si può notare dal raffronto tra i grafici in figura 1 ed in figura 2, le percentuali corrispondenti ai diversi assetti proprietari mutano in maniera significativa a seconda che si utilizzi come variabile il numero di società, ovvero la capitalizzazione totale dalle singole classi.

Prendendo in esame il segmento delle aziende caratterizzate dalla presenza di un socio in posizione di “controllo di diritto”, è facile notare come per numero esse rappresentino il 54,9% del totale, ma in termini di capitalizzazione soltanto il 22,4% della capitalizzazione totale: si tratta dunque prevalentemente di aziende di dimensioni relativamente piccole, che rientrano a pieno titolo nelle caratteristiche tipiche della *family business*.



**Figura 3 – Le classi di controllo: confronto tra numero di società coinvolte e capitalizzazione da esse rappresentata.**

Dal grafico in figura 3 emerge chiaramente come le società ad azionariato ampiamente diffuso, caratterizzate da un controllo condiviso instabile, corrispondono ad una quota di mercato in termini di capitalizzazione pari a quattro volte la quota che rappresentano dal punto di vista prettamente numerico. Si può rilevare dunque che tale composizione azionaria sia caratteristica di società ad elevata capitalizzazione.

E' degno di nota il risultato relativo alle società che vedono nel loro azionariato la presenza di un azionista la cui partecipazione è maggiore della somma delle partecipazioni degli altri azionisti rilevanti e supera la soglia del 30% (classe 2: controllo di fatto stabile): tali società rappresentano un terzo della capitalizzazione totale della borsa italiana. Come si vedrà meglio in seguito, tale dato è fortemente influenzato dalle due società a controllo stabile pubblico, ENI e ENEL. Si osservi che tali società sono state collocate nella seconda classe di stabilità del controllo (azionista di maggioranza con quota tra il 30% e il 50%), piuttosto che nella terza, considerato che il Ministero dell'economia detiene oltre il 20% direttamente e un ulteriore 10% indirettamente attraverso la Cassa depositi e prestiti (controllo indiretto non dichiarato).

Una conferma alle considerazioni fatte in merito al rapporto tra stabilità del controllo e capitalizzazione giunge dal grafico in fig. 4 a: le società sono suddivise in quattro fasce di capitalizzazione, indicando per ciascuna fascia, in percentuale, gli assetti di controllo riscontrati. Si nota subito come il controllo di diritto, caratteristico delle società di minori dimensioni, ricorre addirittura nei due terzi delle società con capitalizzazione tra 200 e 1.000 milioni, mentre è raro nelle società con capitalizzazione superiore a 10.000 milioni.

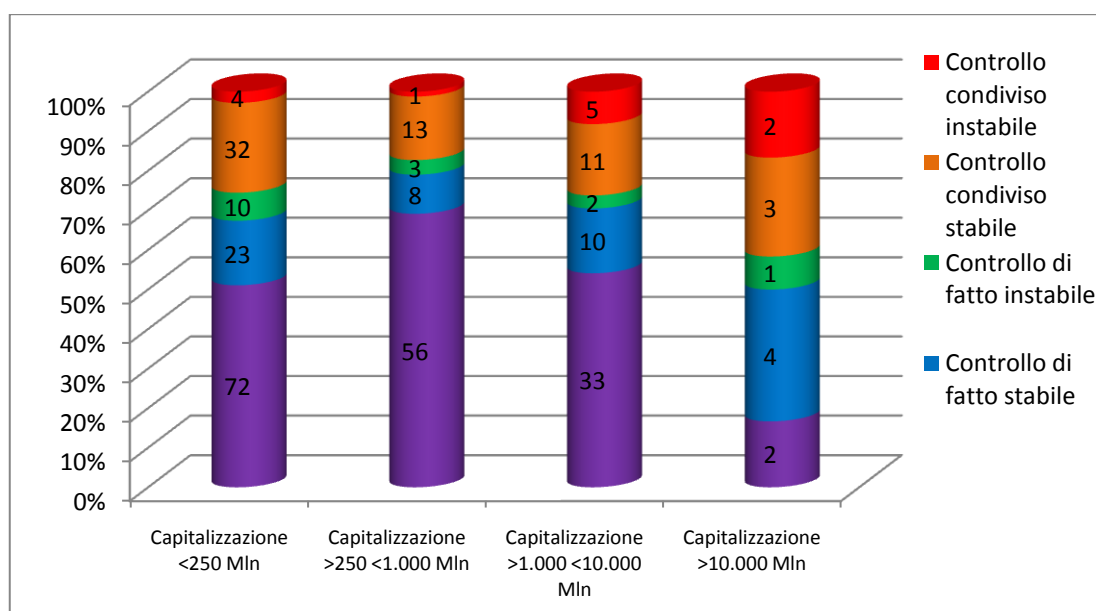


Figura 4a – Assetti proprietari e controllo per fasce di capitalizzazione.

La distribuzione delle società nelle diverse classi di controllo, in relazione alla dimensione economica, è illustrata in dettaglio nella fig. 4 b, che rappresenta distintamente le singole società, per capitalizzazione e struttura dell'azionariato.

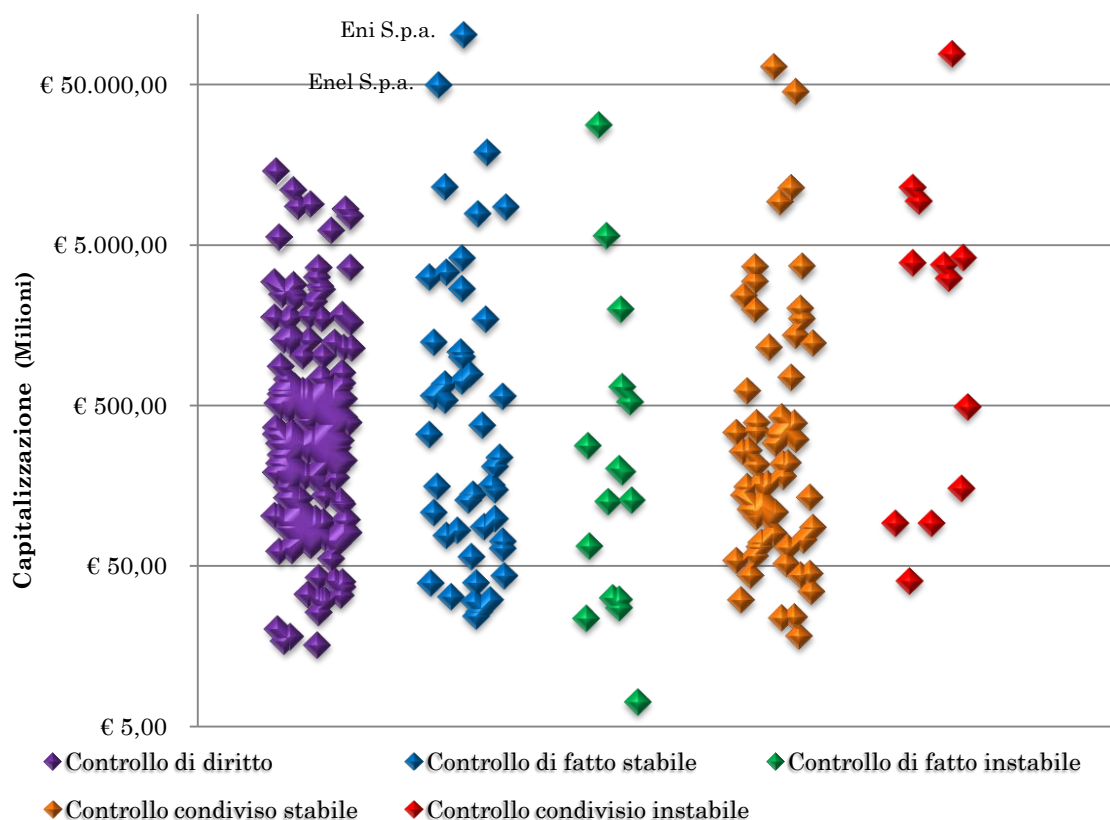
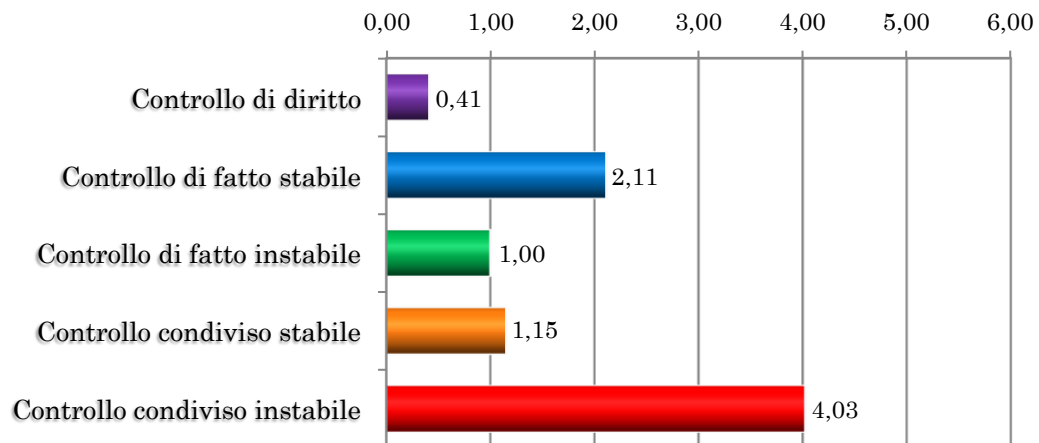


Figura 4b – Capitalizzazione e assetto dell'azionariato di ogni singola società.

È opportuno specificare che le uniche due società che spiccano per ingente capitalizzazione, nell'ambito delle classi di controllo individuale stabile (classi 1 e 2), sono le due grandi imprese a partecipazione statale, risultanti da processi ancora incompiuti di privatizzazione (Eni ed Enel).

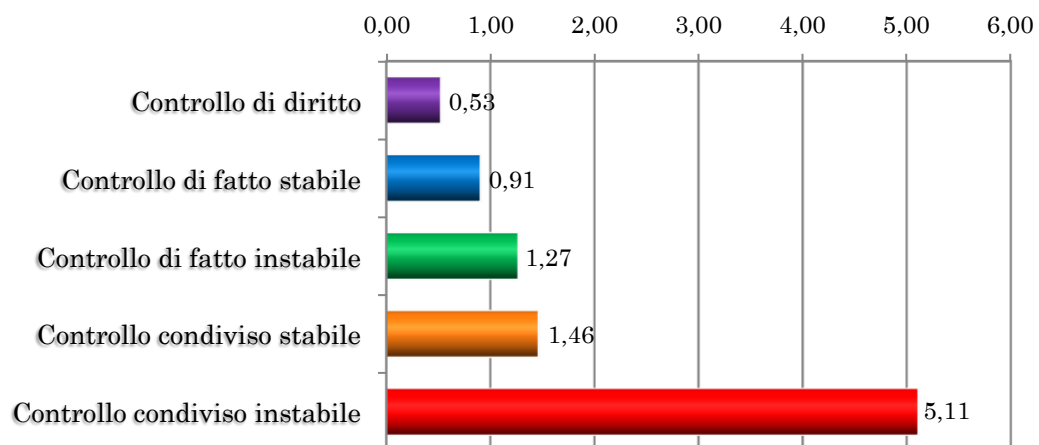
Tenendo conto di quanto affermato, e accantonando la situazione di queste due società a partecipazione pubblica, diviene ancora più evidente che un'elevata capitalizzazione sia caratteristica esclusiva delle società a controllo condiviso.

I grafici riportati nelle figure 5 e 6 illustrano la misura in cui le società appartenenti alle diverse classi di azionariato contribuiscono alla capitalizzazione di borsa: vi è indicato la relazione tra numero delle società appartenenti a ciascuna classe e la capitalizzazione totale corrispondente.



**Figura 5 – Coefficiente di incidenza sul mercato dei capitali delle società classificate per struttura dell'azionariato.**

In figura 6 si riprende il grafico della figura 5, rielaborato escludendo le due società in mano pubblica a grande capitalizzazione (ENI e ENEL).



**Figura 6 – Coefficiente di incidenza sul mercato dei capitali delle società classificate per struttura dell'azionariato, escludendo ENI s.p.a. e ENEL s.p.a..**

Quest'ultimo grafico risulta particolarmente significativo: poiché il “peso” delle società che, in considerazione della struttura dell'azionariato, possono considerarsi “contendibili” è notevolmente maggiore in termini di capitalizzazione, a fronte della loro esiguità numerica, ne risulta una forte correlazione tra contendibilità del controllo e incidenza della società sulla capitalizzazione di borsa.

Le uniche eccezioni, società a controllo stabile caratterizzate da una ingente capitalizzazione, sono le due grandi società tuttora stabilmente in mano pubblica, ENI e ENEL. Questo dato conferma che dimensioni economiche significative possono raggiungersi solo con effettiva diffusione dell'azionariato (al costo di rinunciare alla stabilità del controllo) oppure, in alternativa, mediante risorse pubbliche.

Complessivamente comunque la contendibilità delle società quotate in Italia resta piuttosto bassa: in termini numerici risultano contendibili (classi 3 e 5) meno del 10% delle società quotate; ma anche in termini di capitalizzazione il totale delle società a controllo contendibile supera di poco il 20%.

I risultati sembrano suggerire che la resistenza ad abbandonare il modello della family business costituisce un freno allo sviluppo del mercato finanziario; si potrebbe anche osservare che il mantenimento di un assetto di controllo stabile comporta una limitazione all'accesso ai capitali esterni, e dunque limite alla crescita dell'azienda. Mantiene peraltro un peso significativo il modello alternativo della grande impresa (stabilmente) in mano pubblica: si consideri che solo le due maggiori ENI e ENEL rappresentano oltre il 20% della capitalizzazione totale delle società quotate in borsa.

Peraltro questi primi risultati vanno riconsiderati all'esito di un'ulteriore analisi sugli assetti proprietari che tenga nel debito conto gli effetti sul controllo riconducibili ai sindacati azionari.

### 3. CLASSIFICAZIONE DEI SINDACATI AZIONARI

#### 3.1. Le clausole dei patti parasociali

Nella fase preliminare dello studio si è prestato attenzione alle singole disposizioni contenute nei patti parasociali; dall'esame di ogni singolo patto di sindacato, si è riscontrata la presenza di alcune clausole ricorrenti<sup>2</sup>.

In questo modo è stato possibile fare una prima classificazione degli accordi tra i soci:

1. Patti relativi all'esercizio del diritto di voto. Rientrano in questa categoria innanzitutto gli accordi con clausole riguardanti la nomina delle cariche sociali, compresi quelli che riconoscono a taluno degli azionisti il diritto di designare i componenti dell'organo amministrativi o di controllo. In questa categoria sono compresi anche i patti che contengono altre clausole relative al voto in assemblea, con riguardo a specifiche deliberazioni (es.: operazioni straordinarie, operazioni sul capitale, azioni proprie, dividendi, compensi).
2. Patti relativi alla circolazione della azioni. Si tratta di accordi di varia portata, in generale incidenti sulla stabilità degli assetti

---

<sup>2</sup> Si è peraltro potuto rilevare che talvolta si rinvencono, tra le pattuizioni comunicate, accordi che non sembrano rientrare nella fattispecie definita dall'art. 122 t.u.i.f., concernente essenzialmente i sindacati di voto e in genere gli accordi relativi all'esercizio del diritto di voto (classe a cui sono ascrivibili anche i patti per l'esercizio di influenza dominante); nonché i patti limitativi della circolazione delle azioni, classe a cui possono essere ricondotti anche gli accordi volti a contrastare o favorire le offerte pubbliche di acquisto. È da escludere invece che l'obbligo di comunicazione si estenda in generale a tutte le pattuizioni che prevedono l'acquisto o la vendita di azioni: si ritiene comunemente infatti che rientrino tra i patti parasociali solo quegli accordi relativi alla circolazione delle azioni che si caratterizzano per l'incidenza sugli assetti proprietari delle società (Comunicazione Consob n. DIS/29486 del 18-4-2000).

Si segnala dunque che taluni dei "patti" comunicati alla Consob non possono propriamente considerarsi tali, trattandosi di meri accordi prevedenti la cessione delle azioni (quali opzioni put o call), talvolta riferibili a partecipazioni minoritarie e quindi del tutto irrilevanti rispetto alla dinamica degli assetti proprietari.

proprietari: *stand-still* (impegno a non acquistare o vendere azioni né stipulare altri patti parasociali); prelazione; limiti all'acquisto o alla cessione di azioni; *tag-along* o diritto di co-vendita<sup>3</sup>; *drag-along* o obbligo di co-vendita<sup>4</sup>; accordi relativi ad un'eventuale o.p.a.

3. Altre pattuizioni. Sono state inserite in questo gruppo una serie di clausole che erano estranee sia alla circolazione delle azioni sia alla nomina degli organi sociali. Si riportano di seguito gli argomenti trattati più frequentemente: accordi strategici (es. relativi alla distribuzione dei prodotti); patti di non concorrenza; accordi sulla sottoscrizione di aumenti di capitale; accordi relativi a finanziamenti dei soci; patti relativi alla gestione di società controllate;
4. In molti dei patti esaminati si sono individuate clausole accessorie o "finali" di vario tenore. Oltre alle regole relative alla durata del patto, ricorrono spesso clausole compromissorie; clausole penali; previsioni relative ad "organi" del patto, etc. Ai fini della presente indagine queste ultime clausole non sono state reputate autonomamente rilevanti.

Conseguentemente, gli accordi rinvenuti nei patti parasociali comunicati sono stati suddivisi in tre macro classi; ogni classe al suo interno include clausole che, pur avendo peculiarità diverse tra loro, presentano caratteri comuni. Si osservi che da questo punto di vista ogni patto di sindacato può appartenere anche a più di una classe, in quanto può contenere più clausole differenti.

---

<sup>3</sup> Es.: "Qualora l'Investitore intenda cedere a un terzo acquirente tutta o parte della partecipazione da esso detenuta in una società, gli altri Coinvestitori hanno diritto di richiedere all'Investitore di includere nell'offerta, ai medesimi termini e condizioni, anche una porzione delle loro partecipazioni nella società equivalente, in percentuale, alla partecipazione ceduta dall'Investitore".

<sup>4</sup> Es.: "In caso di trasferimenti che determinino l'acquisto del controllo sulla società da parte di uno o più soggetti diversi dalle Parti o da loro *affiliates*, le Parti avranno il diritto di imporre ai Managers Co-Investitori di co-vendere a tali soggetti tutte o parte delle azioni detenute dal Fiduciario per loro conto".



A ciò si aggiunge il fatto che per una data società possono sussistere più patti parasociali, anche tra parti diverse.

Si ricorda che nell'analisi sono stati presi in considerazione solo i patti parasociali presenti nelle società quotate, e non quelli riguardanti società a monte della quotata.

### 3.2. Patti sulla circolazione delle azioni

In una prima categoria sono state inserite tutte quelle pattuizioni che hanno come oggetto la circolazione delle azioni della società, ponendo limiti al trasferimento, all'acquisto, alla cessione delle quote.

Si è riscontrato, analizzando i patti del campione, che queste clausole sono le più diffuse: ciò significa che la maggior parte dei patti di sindacato esaminati presenta qualche clausola riguardante i trasferimenti delle partecipazioni sociali.

Dei 117 patti analizzati, ben 103 presentano clausole che regolano il trasferimento delle azioni; clausole di questo genere si trovano dunque nell' 88% dei patti analizzati.

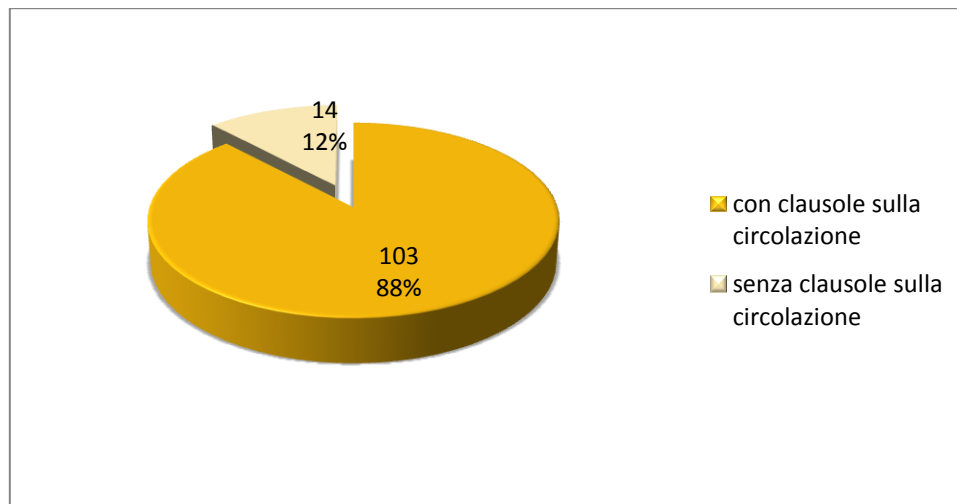


Figura 7 - Presenza di clausole sulla circolazione delle azioni nei patti parasociali.

### 3.3. Patti sull'esercizio del voto in assemblea

In questa categoria sono stati inseriti tutti quegli accordi relativi alle decisioni da prendere in assemblea, che riguardino la generalità delle deliberazioni o solo alcune specifiche decisioni, ivi compresi i patti di mera consultazione, nonché tutti i patti che incidono direttamente sulla designazione dei componenti degli organi sociali.

Questo gruppo, seppure non numeroso come il precedente, comprende ben 74 patti. Tramite accordi di questo genere (in particolare relativi alla nomina degli amministratori), i soci sindacati possono conseguire o rafforzare l'esercizio di un'influenza dominante sulla società. Questa costituisce probabilmente la classe più interessante ai fini della nostra ulteriore analisi, che approfondirà il rapporto tra sindacati azionari e controllo societario (*infra*).

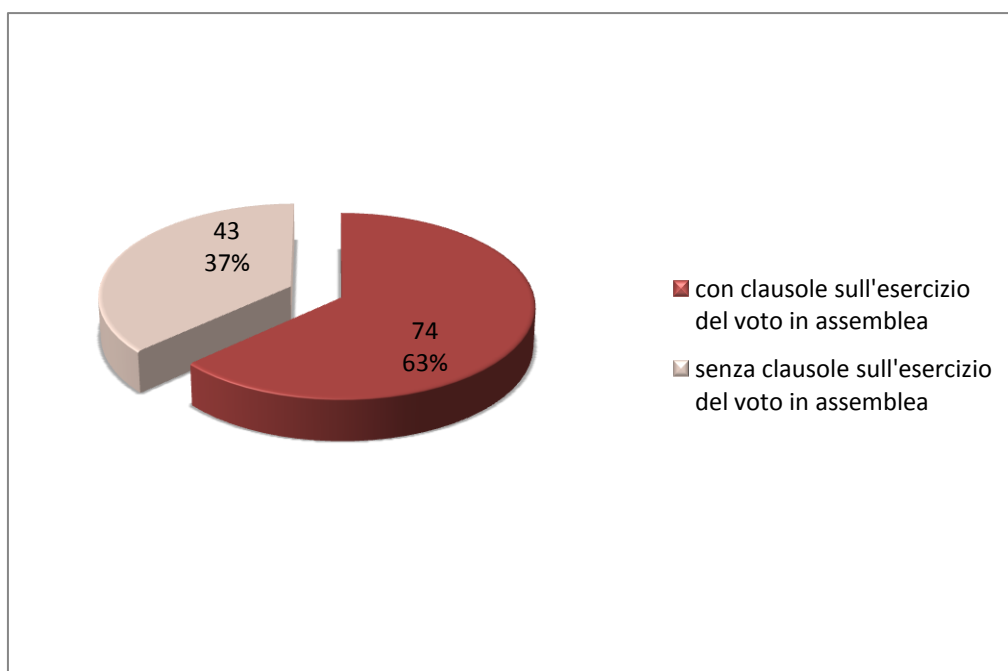


Figura 8 - Presenza di clausole sull'esercizio del voto nei patti parasociali

### 3.4. Altri accordi di coordinamento

Quest'ultimo gruppo di clausole, di fatto, è l'ultimo anche per importanza numerica. Vi sono stati inseriti tutti i sindacati azionari contenenti

pattuizioni aventi ad oggetto attività e rapporti tra soci e tra soci e società che non trovavano posto nei due gruppi principali.

Accordi di questo genere, pur assumendo a volte una rilevanza strategica per l'attività sociale, non sembrano avere peraltro, in quanto tali, conseguenze in termini di conseguimento o rafforzamento di un'influenza dominante, ma piuttosto presuppongono un dato assetto di controllo societario individuale o congiunto. Del resto noteremo che è molto raro trovare accordi che presentano solo clausole che appartengono a questo terzo gruppo, in quanto risulterebbero di scarsa efficacia.

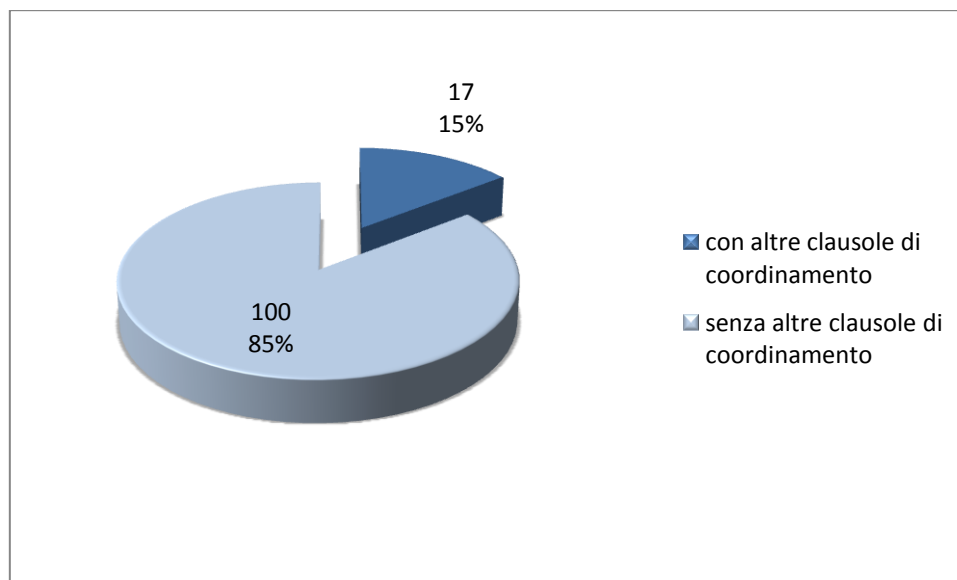


Figura 9 - Presenza di altri accordi di coordinamento nei patti parasociali

### 3.5. intersezione delle pattuizioni

Una volta individuate le clausole rilevanti e avendole classificate nelle sopra citate tre macro aree, si sono individuate le intersezioni tra questi tre gruppi, corrispondenti ai patti parasociali che presentavano al loro interno più accordi con oggetto diverso.

Le intersezioni sono illustrate nella figura 10

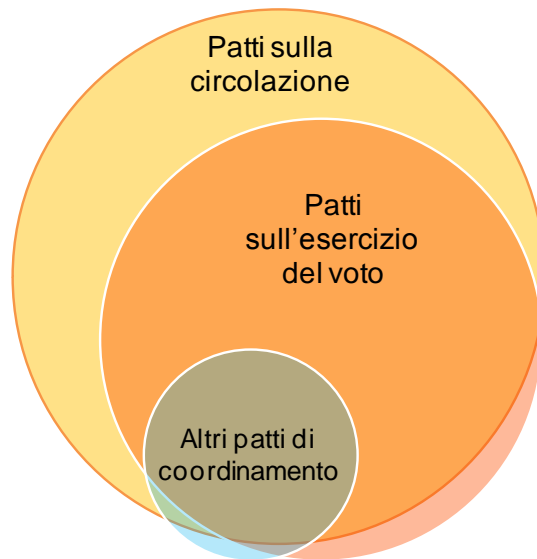


Figura 10 – Copresenza di clausole nei sindacati azionari

L'area dei cerchi del grafico corrisponde al numero dei patti in cui si sono riscontrate clausole riconducibili ai singoli gruppi: il cerchio arancione rappresenta i patti con clausole sulla circolazione delle azioni, quello azzurro i patti con clausole sull'esercizio del voto e quello rosso i patti con altri accordi di coordinamento.

Si notino i valori delle intersezioni tra i tre cerchi, corrispondenti alla copresenza di clausole diverse nello stesso patto:

CLAUSOLE RILEVATE	NUMERO PATTI
<b>Solo circolazione</b>	32
<b>Circolazione+voto</b>	65
<b>Circolazione+voto+altre pattuizioni</b>	10
<b>Solo voto</b>	8
<b>Solo voto+altre pattuizioni</b>	1
<b>Solo circolazione+altre pattuizioni</b>	6
<b>Solo altre pattuizioni</b>	1

Come già detto, i patti contenenti clausole sulla circolazione delle azioni sono i più numerosi.

Quanto alle intersezioni, notiamo che quasi tutti i patti parasociali contenenti clausole sul voto comprendono anche pattuizioni sul trasferimento delle quote.

Quanto ai patti contenenti accordi di coordinamento non relativi al voto in assemblea, si osserva che tali pattuizioni raramente hanno una propria autonomia, accompagnandosi quasi sempre ad accordi relativi alla circolazione delle azioni e all'esercizio del voto in assemblea.

#### **4. DISTRIBUZIONE DEI SINDACATI AZIONARI**

Un'ulteriore analisi dei dati ha riguardato la distribuzione dei patti nelle società. A tal fine si è fatto ricorso alla suddivisione delle società in funzione della capitalizzazione e della struttura dell'azionariato. Ciò per verificare in che misura la presenza dei patti parasociali è correlabile alla dimensione e agli assetti proprietari.

##### **4.1. Distribuzione per dimensione**

Sotto il profilo della dimensione economica dell'azienda, si è provveduto a raggruppare le società, in funzione della capitalizzazione di borsa, in tre classi: sotto i 100 milioni, tra i 100 e i 1.000 milioni, oltre i 1.000 milioni.

Dalla figura 11 si può osservare come, suddividendo le società in base alla loro dimensione, la presenza dei patti parasociali si attesta tra il 32% e il 35% in tutti e tre le classi. La frequenza lievemente minore di patti parasociali nelle società di media dimensione non sembra possa considerarsi significativa.

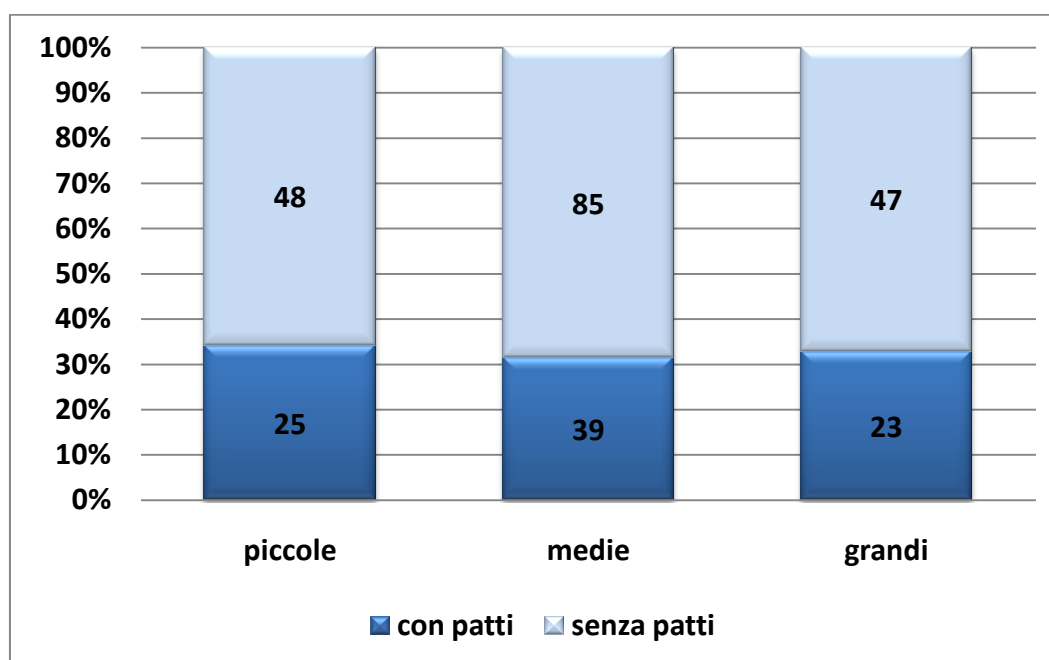


Figura 11 – Presenza dei patti parasociali nelle società suddivise per fascia di capitalizzazione

Può dirsi pertanto che i patti parasociali risultano distribuiti in modo sostanzialmente omogeneo tra le società di diversa capitalizzazione: di per se la dimensione economica non sembrerebbe, in via di prima approssimazione, correlabile con la frequenza dei sindacati azionari.

#### 4.2. Distribuzione di patti in relazione agli assetti proprietari

Il secondo criterio di classificazione delle società ha permesso di ottenere sicuramente i risultati più interessanti, in quanto ne è emersa una differente distribuzione dei patti parasociali in relazione ai diversi assetti proprietari delle società cui si riferiscono. L'analisi sul punto è particolarmente significativa considerato che i sindacati di voto possono influire notevolmente sul rapporto tra proprietà e controllo, e sulla stabilità del controllo stesso.

Partendo dalla prima classificazione delle società, basata sulla semplice analisi della struttura dell'azionariato (*supra*), si è verificata la distribuzione dei patti di sindacato nelle classi corrispondenti ai diversi assetti proprietari.

Il grafico che segue rappresenta sinteticamente la distribuzione dei patti nelle società in relazione alla struttura dell'azionariato.

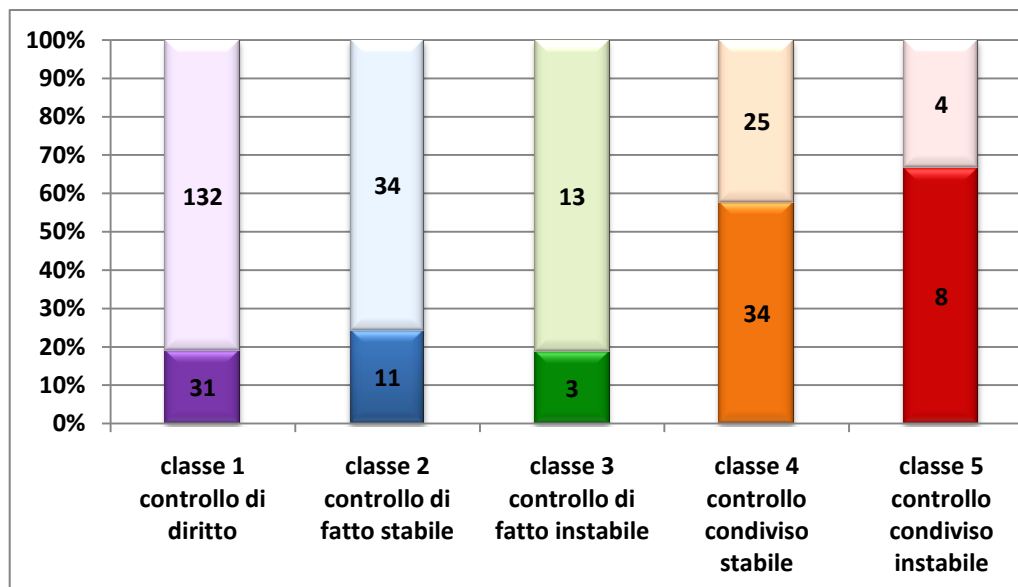


Fig. 12 - Presenza dei patti parasociali nelle società suddivise per struttura dell'azionariato

Da questa analisi è emerso, come ci si aspettava, una maggiore diffusione dei patti parasociali nelle società caratterizzate da un controllo condiviso (quarta e quinta classe).

Notiamo infatti che nelle prime due classi (controllo di diritto e controllo di fatto stabile), nelle quali è presente un azionista dominante, le società con patti sono rispettivamente poco meno del 20% e poco meno del 25% del totale. Mentre presentano patti parasociali circa il 60% delle società delle ultime due classi (controllo condiviso stabile e instabile).

Non è un caso che tra le società di queste ultime classi i patti di sindacato risultano così frequenti: gli azionisti rilevanti tendono infatti a stipulare accordi tra di loro per disincentivare eventuali scalate da parte di esterni e disciplinare l'esercizio del controllo congiunto sulla società.

Il dato relativo alla terza classe (controllo di fatto instabile) può apparire anomalo, anche se si deve considerare l'esiguo numero delle società rientranti in questo gruppo, sicché le percentuali potrebbero non essere

significative. Peraltro potrebbe ipotizzarsi che in una la situazione di “controllo di fatto instabile” il socio di maggioranza sia più incline a mantenere la propria posizione, ancorché precaria, di vantaggio, piuttosto che scendere a patti con gli altri azionisti, considerato che solo raramente il patto consentirebbe di consolidare il controllo mettendolo al riparo da scacchiate. Il punto sarà approfondito più avanti.

Peraltro suscita un particolare interesse la diffusione dei sindacati azionari nelle società della prima classe (controllo di diritto), che arriva quasi al 20%. Trattandosi di società nelle quali, in linea di principio, il controllo è riconducibile ad un singolo azionista, sarà opportuno approfondire il significato dei patti parasociali e l'incidenza che possono avere sul controllo societario.

#### **4.3. Tipologia dei patti e struttura dell'azionariato**

Individuata così una significativa correlazione tra gli assetti di controllo e la presenza di patti parasociali, si prospetta l'opportunità di approfondire l'analisi articolandola in relazione alla tipologia dei patti parasociali.

A questo fine si prenderanno in considerazione solo le pattuizioni relative alla circolazione delle azioni e all'esercizio del diritto di voto, accantonando gli altri accordi che, come si è detto, hanno scarsa autonomia e sono numericamente poco significativi. Peraltro, come già osservato, spesso accade che i soci stipulino entrambi i tipi di patto, accordandosi sia per quanto riguarda l'esercizio del voto, sia in merito alla circolazione delle azioni.

Il grafico in fig. 13 illustra la tipologia dei patti parasociali presenti nelle società del campione.



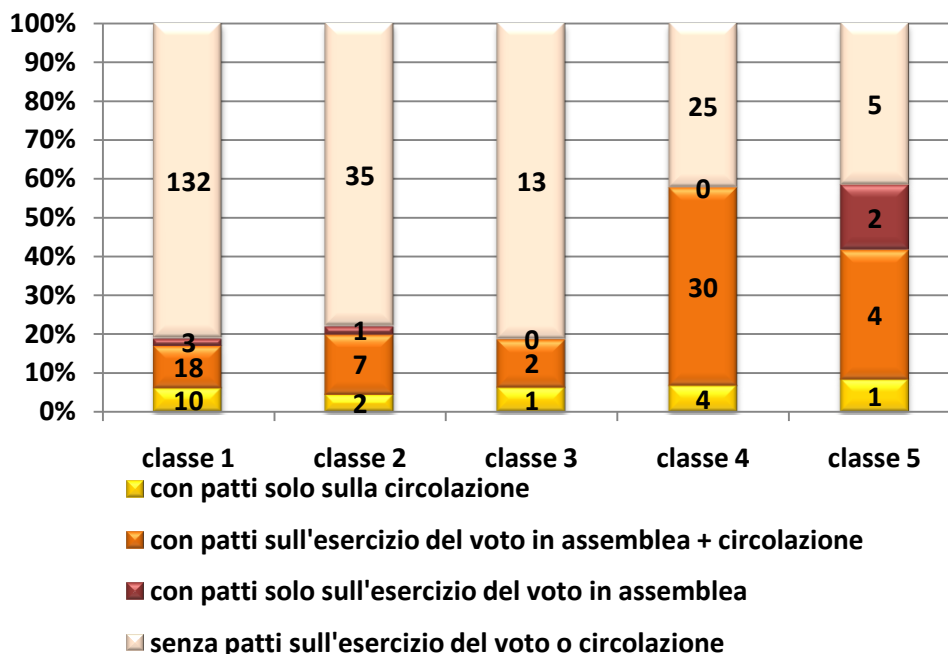


Fig. 13- percentuale delle società con patti sulla circolazione e patti sull'esercizio del voto in relazione alla struttura dell'azionariato

Se in generale sono più frequenti i patti di sindacato che concernono sia la circolazione delle azioni che l'esercizio del voto, si può osservare peraltro che nelle classi 1, 2 e 3 i patti solo relativi alla circolazione delle azioni rappresentano più di un quinto del totale, mentre nelle classi 4 e 5 (controllo condiviso) la prevalenza dei patti sul voto è molto netta, e i patti riguardanti solo la circolazione delle azioni hanno un ruolo davvero marginale. Ciò conferma la tendenza a regolare le situazioni di controllo condiviso mediante sindacati di voto.

Si prospetta dunque l'opportunità di un'ulteriore analisi per cercare di mettere in luce il ruolo che i patti di sindacato effettivamente assumono nei diversi contesti societari: in particolare distinguendo, tra i molti patti comunicati, quelli effettivamente idonei ad incidere sugli assetti di controllo delle società.



## 5. L'INFLUENZA DEI SINDACATI AZIONARI

### 5.1. Patti maggioritari e minoritari; grado di influenza del patto parasociale.

Per approfondire l'indagine in merito all'influenza dei sindacati azionari e al "controllo da sindacato", si è ritenuto di restringere l'indagine ai soli sindacati di voto, includendo tutti i patti volti a determinare l'esito delle decisioni assembleari e in particolare la nomina degli organi sociali.

Infatti i patti che riguardano solo la circolazione delle azioni non risultano idonei a modificare gli assetti di controllo nelle situazioni in cui vi è già un azionista che detiene una maggioranza preconstituita e stabile, già al riparo da scalate ostili (salva, per la classe 2, l'ipotesi dell'OPA). Al più potrà darsi che il vincolo alla circolazione delle azioni, nelle società in cui il controllo di fatto è "instabile" (classe 3) abbia un certo effetto di stabilizzazione del controllo, rendendo più ardua la scalata<sup>5</sup>.

Peraltro in astratto si potrebbe osservare che nelle società in cui nessuno detiene una partecipazione sufficiente ad esercitare individualmente il controllo (classi 4 e 5), un semplice sindacato di blocco determina già conseguenze significative in ordine alla condivisione del controllo<sup>6</sup>, :

Tuttavia non si sono, in concreto, riscontrati patti di questo genere nell'ambito delle società del campione. Si è già potuto constatare infatti

---

<sup>5</sup> Potrebbe essere il caso della società RDM (oggi Reality Vailog), il cui primo azionista detiene il 24% dei voti, mentre il secondo azionista, titolare del 16%, ha pattuito un accordo di lock-up.

<sup>6</sup> Si può ipotizzare che in talune situazioni prevalga l'esigenza di garantire una certa stabilità dell'azionariato, anche solo regolando la circolazione delle partecipazioni azionarie ed evitando in questo modo una possibile scalata. Potrebbe allora restare impregiudicata dal patto la dinamica di formazione della maggioranza in assemblea. La composizione tra gli interessi dei diversi partecipanti al patto in tal caso avrebbe luogo nell'ambito del processo decisionale assembleare (dove nessuno è in grado di determinare da solo l'esito della deliberazione). Non è escluso peraltro che clausole statutarie conducano ad una convergenza dei soci o a specifiche politiche di alleanza (ad esempio, clausole che prevedano il voto di lista o altre forme di rappresentanza proporzionale dei soci), senza necessità di un preventivo accordo sul voto.

che i patti di sindacato concernenti solo la circolazione delle azioni sono presenti in misura significativa solo nelle classi di azionariato 1, 2 e 3 (controllo di diritto e controllo di fatto individuale), mentre risultano trascurabili nelle classi 4 e 5 (controllo condiviso). I pochissimi patti di sindacato incidenti esclusivamente sulla circolazione delle azioni presenti nelle società di queste ultime due classi non risultano avere alcuna né finalità né effetto di stabilizzazione del controllo.

Per poter comprendere se un patto risulta rilevante ai fini del controllo della società, bisogna innanzitutto domandarsi quali e quanti azionisti vi partecipano, ossia se i soci sindacati possano costituire una maggioranza o rafforzare posizioni maggioritarie preesistenti.<sup>7</sup>

Pertanto, si è proceduto ad una ulteriore analisi dei patti, e, confrontata la percentuale di capitale sociale che partecipa al sindacato con i dati relativi all'azionariato rilevante comunicati alla Consob, si è verificato se il patto potesse considerarsi maggioritario o meno.

In tal senso si è reputato maggioritario il sindacato azionario che raccoglie una percentuale di azioni superiore a quella detenuta da qualsiasi altro azionista rilevante. Quando invece vi siano azionisti, estranei al patto parasociale, che detengano una quota superiore a quella dei soci partecipanti, il patto si considera in linea di principio minoritario<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> In considerazione del regime di voto capitaro, che rende di fatto irrilevanti gli accordi tra i soci in ordine al voto, si sono estrapolati dal prosieguo dell'indagine i due patti relativi ad azioni di società cooperative, necessariamente "minoritari" in termini di voti.

Peraltro è interessante il caso della Cattolica Assicurazioni, dove il patto, stipulato tra la società e la BPVI, a fronte della sottoscrizione da parte di quest'ultima di un ingente aumento di capitale, prevede la cooptazione di due amministratori e la nomina di un sindaco designati dalla stessa BPVI, nonché, in seguito, un meccanismo di voto che favorisce l'elezione al consiglio di amministrazione di candidati designati dalla BPVI. Si attribuiscono cioè ad un azionista, quale incentivo per favorire una partecipazione finanziaria, poteri che non gli spetterebbero in quanto socio di maggioranza, dato il voto per teste.

<sup>8</sup> Il patto sarà senz'altro minoritario se esiste un singolo azionista, estraneo al patto stesso, titolare di una partecipazione maggiore di quella dei soci sindacati. La situazione merita invece qualche approfondimento quando il patto raduna azionisti che rappresentano magari poco meno della metà delle partecipazioni comunicate, ma di fatto il sindacato è in grado di determinare l'esito della deliberazione, con particolare riguardo alla

Un ulteriore approfondimento, in ordine ai patti maggioritari, ha condotto a classificarli a seconda del “peso” complessivo degli azionisti sindacati, cioè, in ultima analisi, della stabilità del controllo che può derivare dal patto. A tal fine si sono adottati criteri analoghi a quelli già utilizzati per verificare la stabilità del controllo societario, desumendone tre “gradi di influenza” del patto di sindacato maggioritario, in ordine decrescente. Al patto minoritario corrisponde invece un grado di influenza minimo. La classificazione è illustrata nella tabella che segue:

grado di influenza	caratteristiche
<b>A</b>	Patto a cui partecipa una percentuale dell’azionariato superiore al 50%. La posizione di controllo congiuntamente detenuta dagli azionisti sindacati è immune da iniziative di altri soci: potrebbe parlarsi di “controllo congiunto di diritto”.
<b>B</b>	Patto maggioritario rispetto alla somma delle partecipazioni rilevanti comunicate, cui partecipa una percentuale di capitale sociale compresa tra il 30% ed il 50% delle azioni. In questo caso il sindacato è maggioritario e può considerarsi in posizione di controllo stabile, poiché una scalata alla società potrebbe avvenire solo attraverso un’OPA
<b>C</b>	Patto maggioritario rispetto alla somma delle partecipazioni rilevanti comunicate, cui partecipa complessivamente meno del 30% delle azioni. In questo caso il controllo complessivamente detenuto dal sindacato è instabile, perché potrebbe essere sopraffatto da un altro azionista o coalizione di azionisti senza necessità di proporre un’OPA.
<b>D</b>	Patti minoritari, in cui gli azionisti sindacati non superano la somma degli altri azionisti rilevanti.

## 5.2. Presenza di patti per grado di influenza nelle diverse classi di controllo

A questo punto, individuati i cinque livelli di influenza dei patti di sindacato, possiamo verificare come questi si collocano rispetto alla sud-

---

nomina degli amministratori: è il caso dei patti relativi alle società Mutuonline e Permasteelisa.

divisione delle società nelle cinque classi relative agli assetti proprietari: ciò nella prospettiva di valutare l'incidenza dei sindacati azionari sul controllo. Da questo punto di vista i patti che maggiormente ci interesseranno saranno quelli che riuniscono oltre il 50% degli azionisti (grado di influenza A) e quelli cui partecipano oltre il 30% degli azionisti (grado di influenza B): si tratta dei segmenti di colore più scuro nel diagramma che segue (fig. 14): in questi casi il patto può dar luogo ad un controllo stabile sulla società.

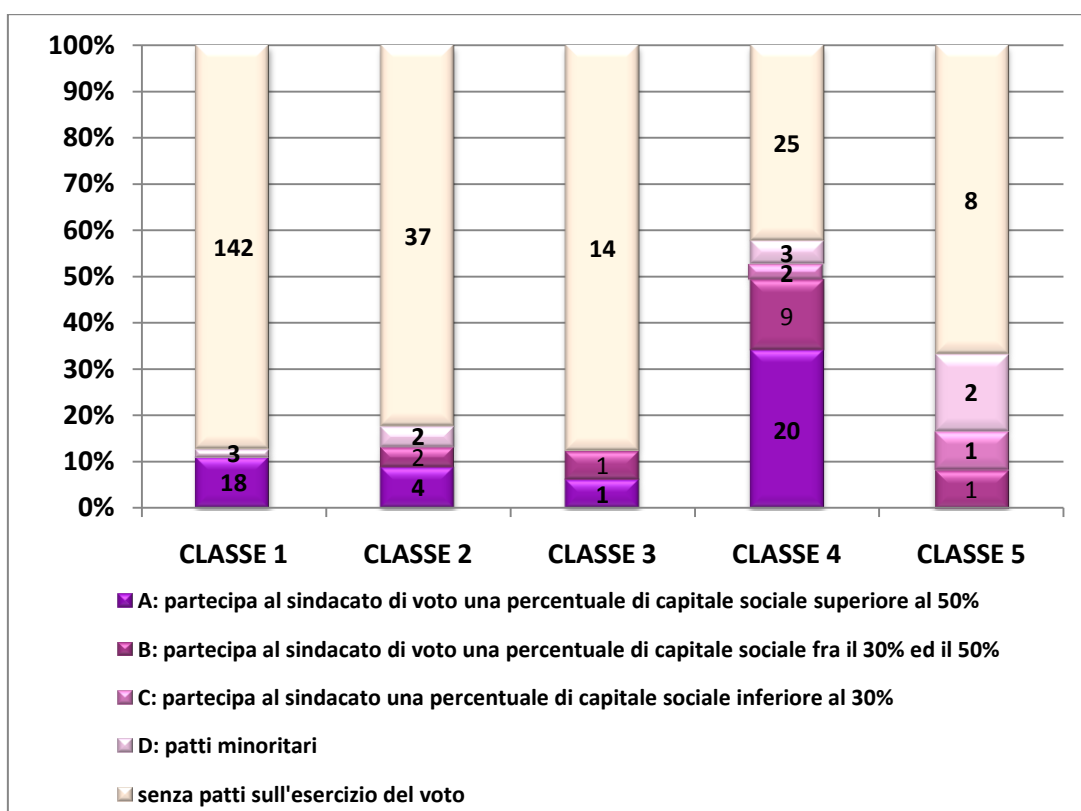


Fig. 14- influenza sul controllo dei sindacati di voto e struttura dell'azionariato.

La peculiare distribuzione dei patti parasociali nelle società appartenenti alle diverse classi, già emersa nel capitolo precedente, risulta rafforzata se si considerano solo i patti maggioritari: infatti quasi tutti i patti presenti nelle società della quarta classe risultano essere maggioritari, men-

tre nelle prime due classi si ha una significativa quota di società con patti solo minoritari e pertanto non determinanti ai fini del controllo.

In particolare nella *quarta classe* (controllo condiviso stabile) si osserva che le società con patti parasociali rappresentano oltre il 50% del totale anche se si considerano solo i patti maggioritari; è proprio in relazione a tale struttura dell'azionariato che risulta massima la spinta aggregativa tra gli azionisti. Si nota immediatamente dal grafico come patti parasociali con alto grado di influenza (concernenti complessivamente oltre il 30% o oltre il 50% delle azioni) caratterizzano quasi la metà delle società di questa classe, contribuendo a consolidare la stabilità del controllo congiunto, che si attesta così sopra la soglia dell'OPA o addirittura, per più di un terzo delle società di questa classe, ad una situazione di "controllo congiunto di diritto", con un sindacato azionario che riunisce oltre il 50% delle azioni<sup>9</sup>. Solo in due casi il patto, pur maggioritario, non raggiunge la soglia del 30%<sup>10</sup>.

Peraltro anche nella *seconda classe* i patti maggioritari hanno un ruolo notevole, concernendo quasi il 10% delle società del campione; tra questi, due terzi determinano un altissimo grado di influenza, poiché riuniscono oltre il 50% delle azioni. Si osserva dunque che il socio di maggioranza, pur detenendo un controllo di fatto stabile, è spesso incline ad ac-

---

<sup>9</sup> Si tratta delle società A2A, Acque Potabili, Alerion, Bulgari, CSP, Enia, Esprinet, Hera, La Doria, Marcolin, Mediolanum, Mirato, Premafin, RCF, RCS, RDB, Reno del Medici, Sat, Seat, Zucchi; Il sindacato di voto raduna oltre il 30% ma meno del 50% delle azioni nelle società Aeroporto di Firenze, Dmail, Gemina, Mediobanca, Mid Industry, Pirelli & C., Tamburi. In tutte le società summenzionate il patto prevede una "spartizione" delle cariche sociali tra gli azionisti partecipanti, confermando dunque e rafforzando l'ipotesi di un controllo condiviso stabile. Si è considerato in questo ambito anche il caso della Mutuonline, in cui il patto, che raggiunge il 35%, risulterebbe in apparenza minoritario, essendovi altri azionisti rilevanti per oltre il 36%, ma comunque comporta di fatto la designazione degli amministratori da parte degli azionisti sindacati.

<sup>10</sup> Si tratta delle società Management & Capitali e Permasteelisa; in quest'ultima il patto, che raduna il 26% delle azioni, sembrerebbe addirittura inidoneo ad assicurare una maggioranza, dato che gli altri azionisti rilevanti esterni al patto totalizzano circa il 30% dei voti; peraltro il patto risulta di fatto maggioritario dando luogo ad una designazione concordata dei componenti degli organi sociali.

cordarsi con altri azionisti ai quali, a fronte del consolidamento del controllo, viene concesso un qualche peso nella *governance*.<sup>11</sup>

Interessante per altri versi è il dato relativo alla *prima classe* (controllo di diritto): sebbene alcuni dei patti comunicati risultino essere minoritari e dunque non significativi ai fini del controllo, rileviamo la presenza di patti maggioritari nel 11% delle società che sono già soggette ad un controllo di diritto. In questo caso si direbbe che il patto di sindacato, piuttosto che rafforzare un azionista di maggioranza già in sé inattaccabile, tende a dare un ruolo più significativo a taluno degli azionisti di minoranza<sup>12</sup>. Si può supporre che ciò risponde ad una esigenza di condivisione della gestione societaria dalla quale altrimenti la minoranza resterebbe esclusa. In altri termini si potrebbe dire che l'azionista di controllo "scende a patti" con le minoranze, presumibilmente per rendere loro più appetibile l'investimento nella società<sup>13</sup>.

Meno rilevante risulta essere invece il ruolo dei patti maggioritari nella *quinta classe* (controllo condiviso instabile), dove interessano una

---

<sup>11</sup> Quanto alle società della classe 2 (controllo di fatto stabile), nella maggior parte dei casi il patto, a fronte dell'attribuzione agli azionisti di minoranza del potere di designare taluni componenti degli organi sociali, si consegue un rafforzamento del controllo "da sindacato" che supera la soglia del 50% dei diritti di voto: così per le società Dada, IGD, Pramac, RGI. Il sindacato riunisce invece azioni tra il 30% e il 50% nelle società Banca Italease e Arena. Quest'ultima società rappresenta un caso per diversi aspetti emblematico, poiché il socio di maggioranza riconosce il diritto di designare taluni amministratori ad un finanziatore titolare di warrant; successivamente con l'esercizio dei warrant stessi il finanziatore diventerà socio al 24% e la società passerà ad essere a pieno titolo a "controllo condiviso" (classe 4).

<sup>12</sup> Quanto alle società della classe 1 (controllo di diritto), si è riscontrata la presenza di sindacati di voto nelle seguenti società: Acotel, ACSM, Actelios, Apulia Pronto Prestito, Banca CR Firenze, Banca Generali, Banco di Sardegna, Bialelli, Banca Popolare di Spoleto, Brioschi, Elica, Exprivia, Greenvision, Intra, IW Bank, Lavorwash, Montefibre, Valentino Fashion Group. In tutti questi casi il patto attribuisce ai soci di minoranza il potere di designare taluni dei componenti degli organi sociali.

<sup>13</sup> È estremamente significativo che molti dei patti in esame siano espressamente connessi ad operazioni di investimento mediante ricapitalizzazione o acquisizione: talvolta è il socio di maggioranza a voler incentivare l'afflusso di nuovi capitali offrendo al nuovo socio il poteri di designare uno o più amministratori; altre volte, quando l'investimento esterno è più ingente e diviene maggioritario, il vecchio socio di maggioranza si assicura la conservazione di un ruolo nella *governance* della società.



minoranza delle società del campione<sup>14</sup>. Si osservi peraltro che in un caso il patto, coinvolgendo anche azionisti non titolari di partecipazioni rilevanti, conduce addirittura i partecipanti al patto, superando complessivamente la soglia del 30%, a garantirsi una notevole stabilità del controllo condiviso.

Quanto alle società della *terza classe* (controllo instabile), la presenza dei sindacati di voto è minima in assoluto e in percentuale. Si osserva peraltro che i due patti riscontrati in società di questa classe sono entrambi maggioritari<sup>15</sup>. E' inevitabile interrogarsi sul motivo per cui i sindacati azionari pesano così poco in questo contesto che segna una sorta di spartiacque tra il controllo individuale e il controllo condiviso. Si può ipotizzare, pur con le riserve derivanti dall'esiguità del campione, che il socio in posizione di controllo instabile (titolare cioè di diritti di voto presumibilmente sufficienti a determinare l'esito della deliberazione assembleare ma soggetto al rischio di scalate) preferisca valorizzare la sua posizione di momentaneo predominio piuttosto che "scendere a patti" con azionisti che al momento non si trovano in condizioni di insidiarne il dominio, specie se non si prospetta la possibilità di riunire azionisti tali da assicurare un'effettiva stabilizzazione del controllo. Comunque, possiamo fin d'ora concludere che nelle società di classe 3 i patti non sono molto significativi ai fini della stabilità del controllo.

---

<sup>14</sup> Presentano patti maggioritari, tra le società della quinta classe (controllo condiviso instabile), la Cape Live e la Eurotech; in quest'ultima il patto raduna poco più del 20% delle azioni, ma risulta comunque nettamente maggioritario rispetto agli altri azionisti rilevanti.

<sup>15</sup> Si tratta dei patti relativi alle società Arkimedica e Premuda; il primo, al quale partecipano anche numerosi azionisti titolari di quote inferiori al 2%, raccoglie oltre il 50% dell'azionariato (grado di influenza A); al secondo partecipano azionisti per un totale del 45% circa (grado di influenza B). Entrambi prevedono la designazione di componenti dell'organo amministrativo da parte di soci minoritari.

## 6. IL CONTROLLO DA SINDACATO

Si cercherà ora di approfondire ed illustrare l'incidenza dei patti parasociali sul controllo: partendo dalla classificazione delle società basata solamente sulla struttura dell'azionariato, si tenterà di riproporre una classificazione per tipologia e stabilità del controllo che tenga conto degli effetti di un controllo da sindacato.

### 6.1. Assetti proprietari e stabilità del controllo da sindacato

La figura 16 ripropone la suddivisione delle società quotate in cinque classi, sulla base degli assetti proprietari.

Per ciascuna delle classi sono evidenziate, nella tonalità di colore più scuro, le società nelle quali si incontrano sindacati azionari maggioritari aventi ad oggetto l'esercizio del voto, cioè un "sindacato di controllo"

Nel grafico successivo (fig. 15), le società caratterizzate da un sindacato di controllo vengono riaggregate (in primo piano), suddividendole a seconda della stabilità del "controllo da sindacato": nella classe A si collocano le società nelle quali il sindacato di controllo supera la soglia del 50%, nella classe B quelle in cui il sindacato supera il 30%, detenendo dunque un controllo stabile, nella classe C quelle in cui il sindacato, seppure maggioritario, non supera il 30% e dunque il controllo risulta più conten-

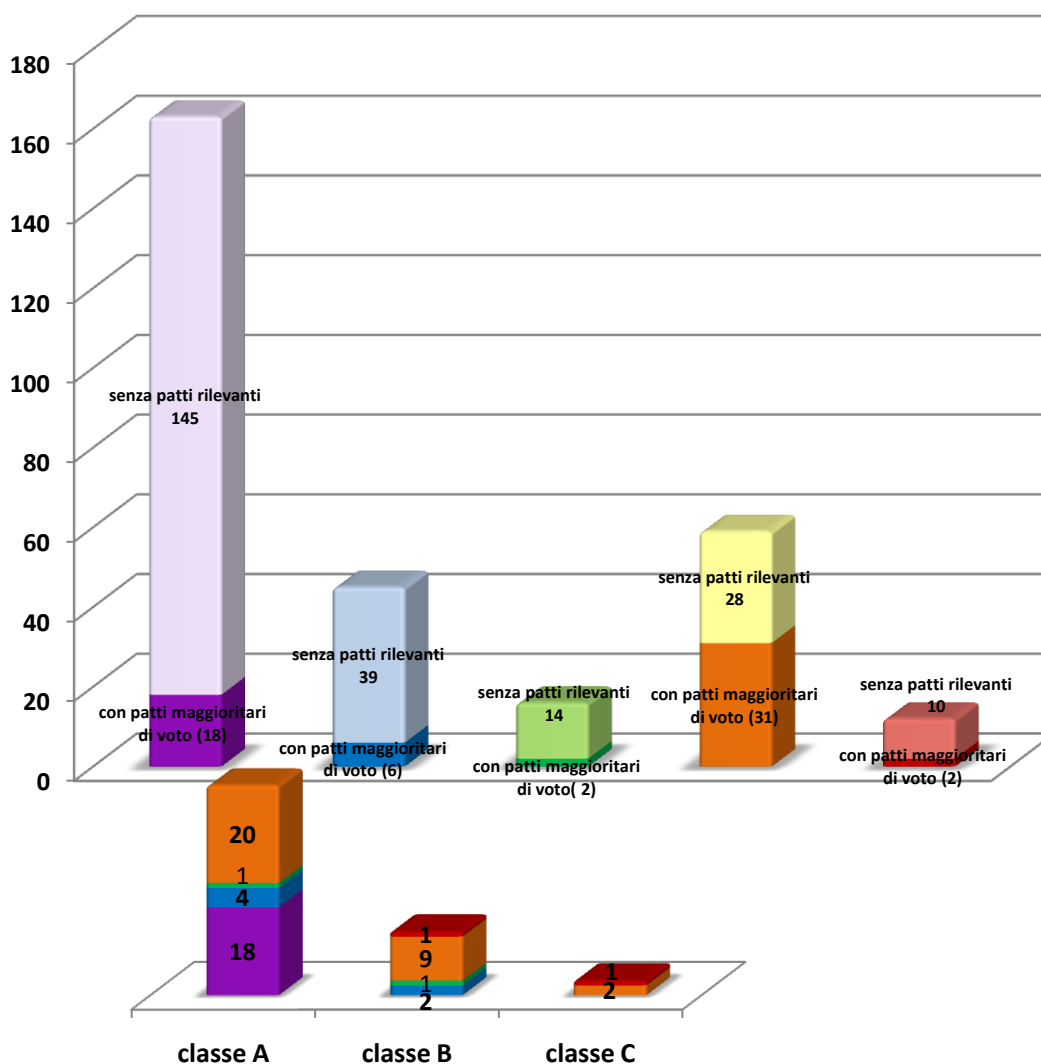


Fig. 15 – estrapolazione e aggregazione delle tre classi di controllo da sindacato

In particolare, notiamo che la classe A, in cui il controllo da sindacato è più stabile, superando la soglia del 50%, è costituita per la maggior parte da società provenienti dalle classi 1 e 4, e per una minor parte da società della classe 2. Questa prima classe rappresenta comunque la più numerosa e certamente la più significativa quanto all'incidenza del sindacato azionario sul controllo.

Nella classe B, invece, rientrano principalmente società provenienti dal gruppo 4: come si è detto in queste società è forte la tendenza degli a-

zionisti ad aggregarsi alla ricerca di una stabilizzazione del controllo che resta, comunque, condiviso.

Nella classe C il numero di società è certamente inferiore rispetto alle prime due. Le poche società che sono state inserite in questa classe provengono per lo più dal gruppo 5 e 4, come era ovvio aspettarsi. Si tratta dei casi in cui il sindacato maggioritario non è riuscito a riunire azionisti sufficienti a garantire la stabilità del controllo congiunto, che peraltro di fatto si realizza grazie alla dispersione del restante azionariato.

## **6.2. Controllo condiviso e sindacati azionari**

Si prendono ora in considerazione le classi 4 e 5, quelle caratterizzate cioè da assetti proprietari che ci hanno fatto assumere un controllo condiviso. Ricordiamo che nella classe 4 si asseriva, sulla base della struttura dell'azionariato, un controllo condiviso stabile: constatato che gli azionisti di riferimento totalizzavano oltre il 30% dei diritti di voti, si presumeva una loro tendenza ad aggregarsi, sino a costituire una maggioranza superiore al 30% e dunque difficilmente contendibile.

Invece venivano collocate nella classe 5 le società nelle quali, non raggiungendosi il 30% con la somma degli azionisti di riferimento, si presumeva la contendibilità della maggioranza e l'instabilità del controllo.

Peraltro l'indagine svolta sui patti parasociali può condurre a riconsiderare la collocazione delle società nell'una o nell'altra di queste classi. Così ove risulti che, ancorché gli azionisti di riferimento non superino il 30% (classe 5), questi hanno stipulato, assieme ad altri azionisti minori, un sindacato di voto che totalizza oltre il 30% delle azioni, la società non potrà più essere ascritta alla classe 5 ma alla classe 4, realizzandosi grazie al sindacato un controllo condiviso stabile<sup>16</sup>.

---

<sup>16</sup> È il caso della Cape Live s.p.a., dove una moltitudine di azionisti, quasi tutti sotto la soglia del 2%, condividono il controllo della società con un patto che riunisce il 40% delle azioni.

Con maggiore cautela, si potrà riconsiderare la collocazione nella quarta classe di società nelle quali gli azionisti di riferimento, pur superando complessivamente il 30%, non abbiano di fatto stipulato un sindacato azionario che stabilizzi il controllo condiviso. Sicché, almeno apparentemente, il controllo sarà contendibile, poiché non vi è una maggioranza preconstituita superiore alla soglia dell'OPA obbligatoria. In questi casi si potrebbe ipotizzare di ricollocare la società nella classe 5, peraltro con la consapevolezza che le convergenze tra i soci di riferimento non necessariamente si formalizzano in un sindacato di voto<sup>17</sup>.

Nelle figure che seguono (figg. 16 e 17) è illustrato l'effetto di riclassificazione delle società tra le classi 4 e 5 determinato dalla presenza o assenza di un sindacato maggioritario che assicuri la stabilità del controllo: nella prima figura le società per le quali si è rilevato un patto maggioritario sono indicate partitamente con le lettere A, B, C (a seconda del grado di influenza del patto). Nella seconda figura si prospetta una riclassificazione delle società spostando dalla classe 4 alla classe 5 quelle in cui, pur superando gli azionisti rilevanti la soglia del 30%, non risulta stipulato tra di essi un sindacato di voto; spostando dalla classe 5 alla classe 4 la società in cui si è riscontrato un patto che riunisce soci titolari di partecipazioni anche inferiori al 2% ma complessivamente detentori di oltre il 30% delle azioni.

---

<sup>17</sup> Come già osservato, anche un patto di sindacato che si limiti ad porre limiti alla circolazione delle azioni potrebbe condurre ad una stabilizzazione del controllo nelle situazioni di "controllo condiviso", specie se raccogliesse oltre il 30% delle azioni, perché un'eventuale "scalata" sarebbe ostacolata dai vincoli pattuiti sul trasferimento delle azioni. In questi casi anche un mero sindacato di blocco, congelando gli assetti proprietari, pone la maggioranza al riparo da scalate, salvo che mediante OPA.

Peraltro non si sono, in concreto, riscontrati patti di questo genere nell'ambito delle società del campione.

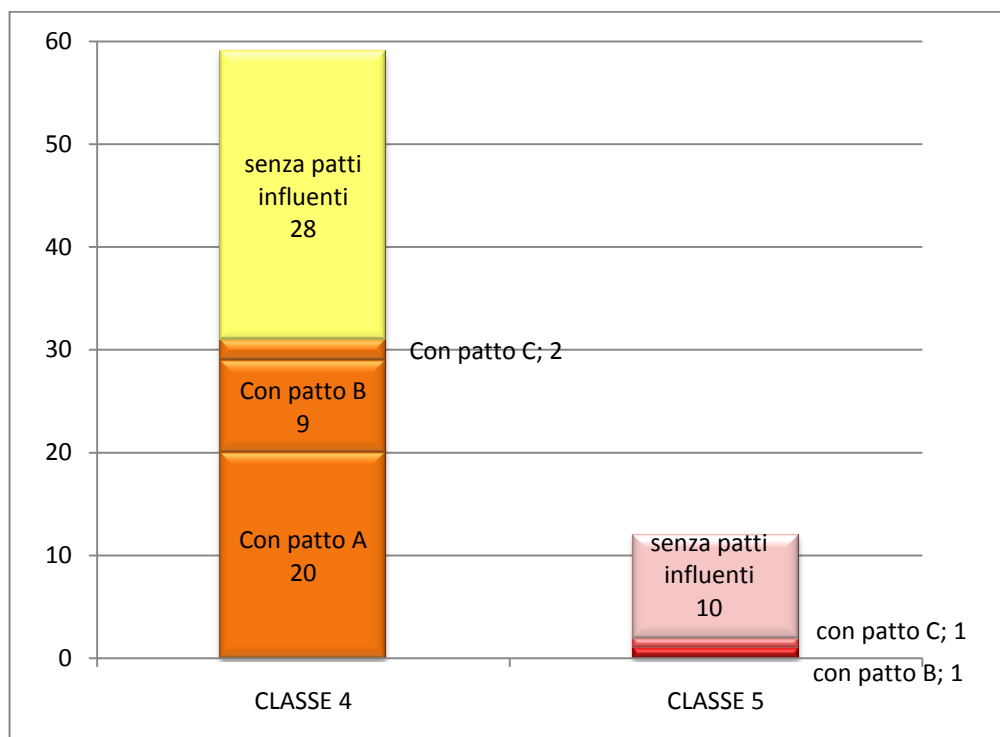


Fig. 16 – Classi 4 e 5 di partenza: presenza di sindacati di voto maggioritari con grado di influenza A, B, C

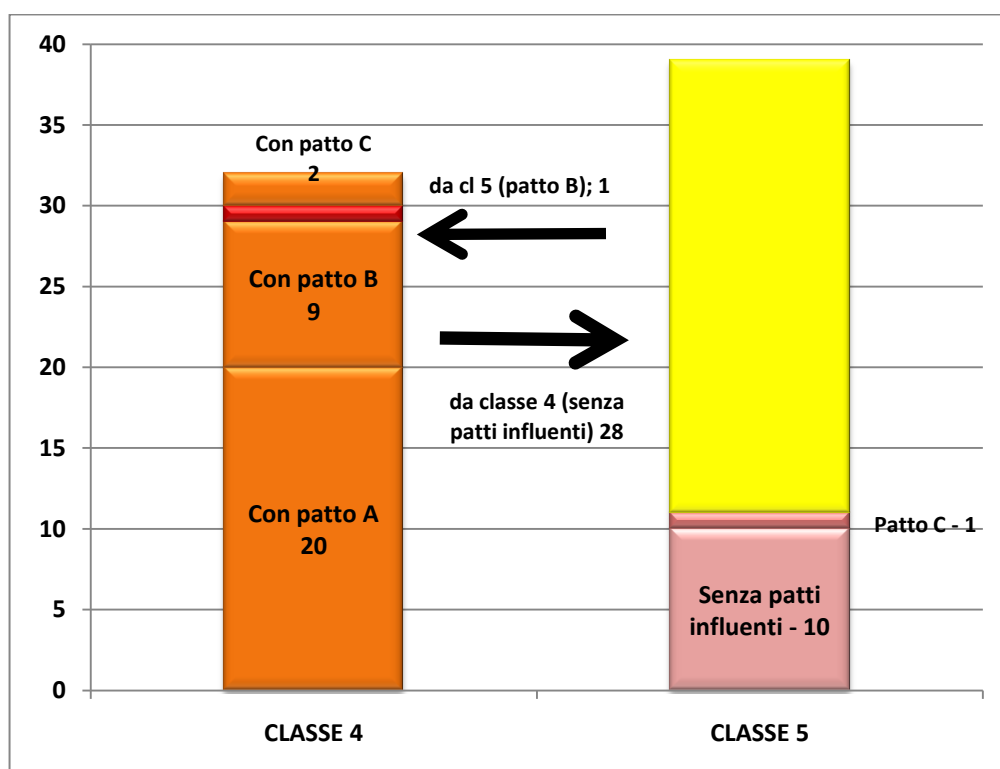


Fig. 17 - Nuove classi 4 e 5, tenuto conto del ruolo dei sindacati di voto maggioritari

Si è già osservato che i sindacati di voto maggioritari caratterizzano la maggior parte delle società ascritte alla classe 4; in oltre 1/3 delle società della classe 4 il sindacato di controllo raccoglie più del 50% delle azioni, rendendo sostanzialmente inattaccabile la situazione di controllo condiviso.

Solo in un caso si è rilevato che il sindacato azionario, piuttosto che regolare una situazione di controllo condiviso, accentra in capo ad uno degli azionisti i diritti di voto, attribuendogli di fatto una posizione di controllo individuale<sup>18</sup>. Si potrebbe pertanto ipotizzare di ricollocare tale società, per effetto del patto, in classe 2 (controllo individuale relativamente stabile).

### 6.3. Controllo individuale e sindacati azionari

Erano state inizialmente collocate nelle classi 1 e 2 e 3 le società nelle quali si è riscontrato che un azionista detiene una partecipazione idonea ad assicurargli una maggioranza in assemblea, “di diritto” o “di fatto”. Tuttavia anche qui la situazione potrebbe essere riconsiderata tenuto conto delle conseguenze della stipula di un patto parasociale, che lega il socio di maggioranza ad altri azionisti.

Il grafico che segue (fig. 18) prospetta un’ipotesi di riclassificazione delle società che tiene conto della presenza di un sindacato di controllo, sovrapposto alla situazione originaria di controllo individuale.

---

<sup>18</sup> Si tratta del patto che lega alcuni azionisti della Banca Profilo, uno dei quali titolare della partecipazione di maggioranza relativa (pari a circa il 24%), gli altri due minoritari (intorno al 3% ciascuno). Il patto prevede un sindacato di voto deliberante a maggioranza; si tratta dell’unico patto incontrato nell’indagine che in effetti rafforza la posizione del socio di maggioranza apparentemente senza nulla concedere agli altri azionisti aderenti. In realtà il patto è stato stipulato in concomitanza con la scissione non proporzionale della holding cui partecipavano i soci, e l’impegno assunto dai soci di minoranza sembrerebbe configurarsi quale contropartita della scissione stessa. In ultima analisi tale patto di sindacato sembra configurarsi quale momento di transizione tra una situazione di controllo stabile da parte di una società *holding* a sua volta saldamente controllata da un singolo socio di maggioranza e il prevedibile sviluppo di dialettiche più complesse nella formazione delle maggioranze, quantomeno allo scadere del termine di durata del patto.

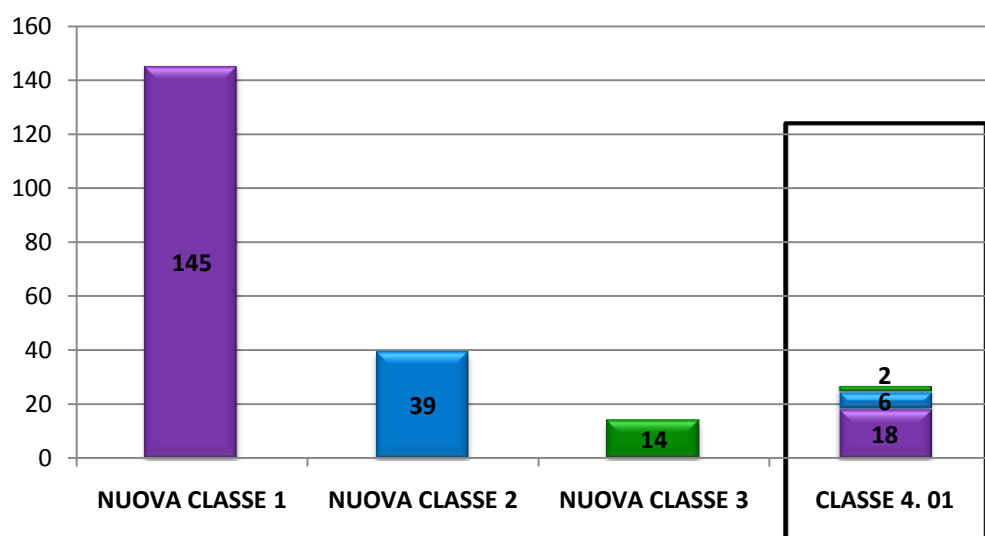


Fig. 18 – Nuove classi 1 2 3 + classe 4.01

Per evidenziare gli effetti del sindacato azionario sul controllo, si è provveduto a riclassificare le società già appartenenti alle classi caratterizzate dal controllo individuale, collocandole in una nuova classe 4.01. La presenza del sindacato azionario infatti fa sì che il controllo debba reputarsi condiviso, in quanto controllo da sindacato, avvicinando la situazione a quella delle società della classe 4: l'azionista di maggioranza in qualche misura acconsente a condividere il controllo con gli altri soci partecipanti al patto.

#### 6.4. Controllo da sindacato e riclassificazione delle società

Si potrebbe ora tentare di far confluire gli effetti del controllo da sindacato in una complessiva riclassificazione delle società, che integri i dati sulla struttura dell'azionariato con le informazioni relative ai sindacati azionari. Si tratta evidentemente di un'ipotesi di lavoro che richiederebbe ulteriori verifiche, ma che nel frattempo si presta ad essere illustrata, in via di prima approssimazione, con dei grafici "ad effetto" che evidenziano l'impatto dei sindacati di voto sugli assetti proprietari.



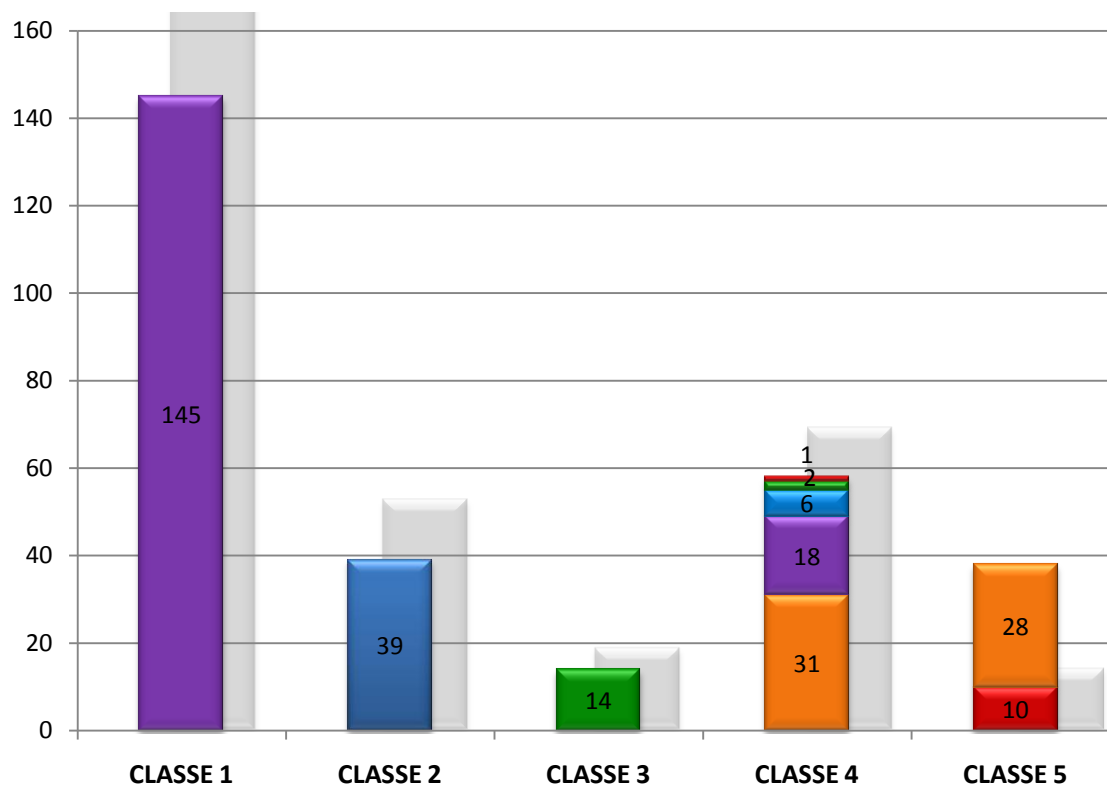


Fig. 19 – Classificazione delle società per grado di stabilità del controllo - prima e dopo l'analisi dei patti parasociali

Nella figura 19, le società risultano riclassificate in relazione agli effetti dei patti parasociali sul controllo: confluiscono qui le riclassificazioni illustrate nei paragrafi precedenti, assimilando il controllo congiunto da sindacato (classe 4.01, fig. 18), per semplicità, al controllo condiviso stabile (classe 4). Ne consegue che talune società già collocate nelle classi 1, 2, 3, e vengono ascritte alla classe 4 (in presenza di un patto maggioritario sull'esercizio del voto che attribuisce agli azionisti di minoranza una condivisione del controllo), mentre talune di quelle già collocate nella classe 5 vengono ricollocate nella classe 4 (in presenza di sindacati di voto maggioritari che coinvolgono oltre il 30% dell'azionariato)<sup>19</sup>.

D'altra parte quelle società in cui il controllo condiviso stabile è stato presunto sulla base dei soli assetti proprietari, collocate in classe 4, po-

<sup>19</sup> L'unico caso in cui il sindacato di voto comporta un accentramento del controllo

trebbero forse essere ricollocate in classe 5, non essendosi accertato alcun accordo tra gli azionisti idoneo ad influire sulla stabilità del controllo (condiviso) della società. Infine, per l'unica società in cui il patto maggioritario comporta un accentramento del potere in capo ad uno solo dei soci si prospetta una riclassificazione dalla classe 4 alla classe 2.

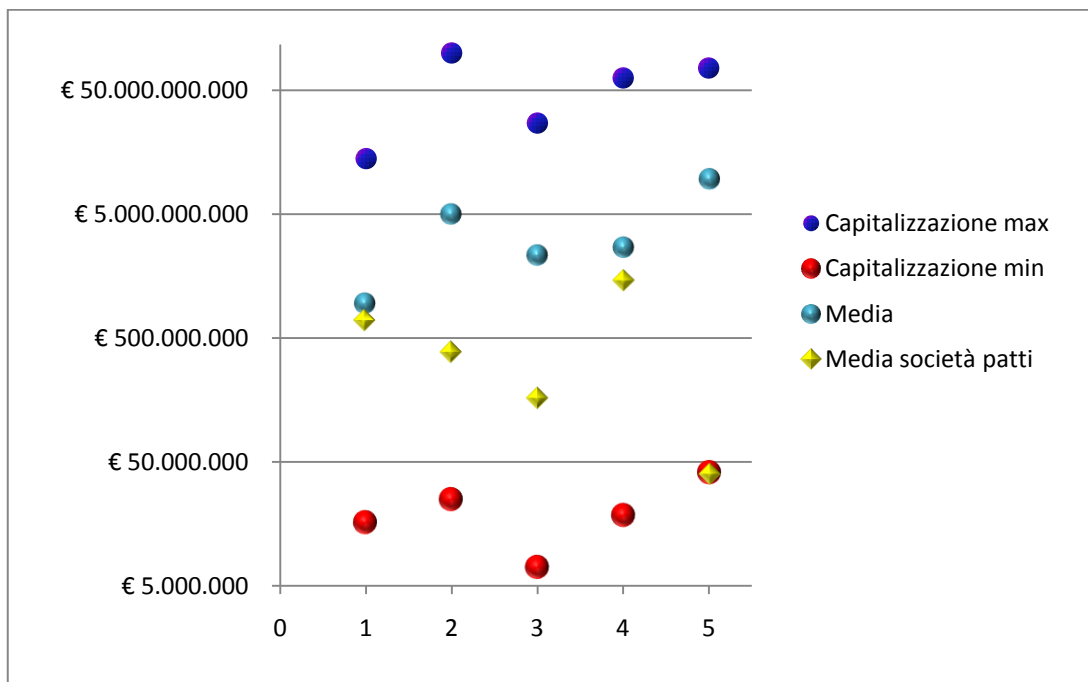
Al di là delle semplificazioni grafiche, l'indagine rafforza la consapevolezza che i rapporti tra "proprietà" e controllo devono essere ricostruiti tenendo conto di un contesto di rapporti complesso e mutevole, nel quale il ruolo dei patti parasociali è certamente significativo.

## **7. CONDIVISIONE DEL CONTROLLO E DIMENSIONE ECONOMICA**

L'analisi che segue si propone di individuare le caratteristiche tipiche delle società per le quali il "controllo da sindacato" è risultato determinante ai fini della classificazione: si tratti di società inizialmente ascritte alle classi 1, 2 e 3 assumendo, sulla base degli assetti proprietari, un controllo individuale, nelle quali invece un sindacato di voto comporta una condivisione del controllo; ovvero delle società già ascritte alla classe 4, presumendo in base agli assetti proprietari un controllo condiviso stabile, e poi mantenute in questa classe o ricollocate nella classe 5 (controllo condiviso instabile) a seconda che risultasse o meno formalizzato un sindacato di controllo stabile; o infine di società che, in ragione della frammentazione dell'azionariato erano state ascritte alla classe 5, assumendo un controllo condiviso instabile, ma che invece, grazie ad un sindacato di controllo esteso a soci con partecipazione sotto la soglia del 2%, risultano soggette ad un controllo condiviso stabile.

Il grafico che segue (Fig. 20) prospetta un raffronto dimensionale tra le società nelle quali si è riscontrata la presenza di sindacati di controllo rilevanti e le altre società con analoga struttura dell'azionariato: per o-

gnuna delle cinque classi inizialmente definite sulla base della struttura dell'azionariato è indicata la capitalizzazione massima, minima e media, e, in giallo, la capitalizzazione media delle società della stessa classe soggette a controllo da sindacato. Si nota che in tutte le classi la capitalizzazione media delle società con patti rilevanti è inferiore alla media generale.



**Fig. 20 - Capitalizzazione media delle società con patti di sindacato rilevanti ai fini del controllo, raffronto con la capitalizzazione media, minima e massima della classe di originaria appartenenza per struttura dell'azionariato.**

Per approfondire l'analisi si è costruito il diagramma di dispersione che segue (Fig. 21), dove è illustrata nel dettaglio la collocazione, in termini di capitalizzazione, delle società soggette a "controllo da sindacato": sono indicate in tondo con tonalità più scure le società appartenenti a ciascuna delle cinque classi di azionariato inizialmente definite, nelle quali si è riscontrata la presenza di un sindacato rilevante ai fini del controllo.

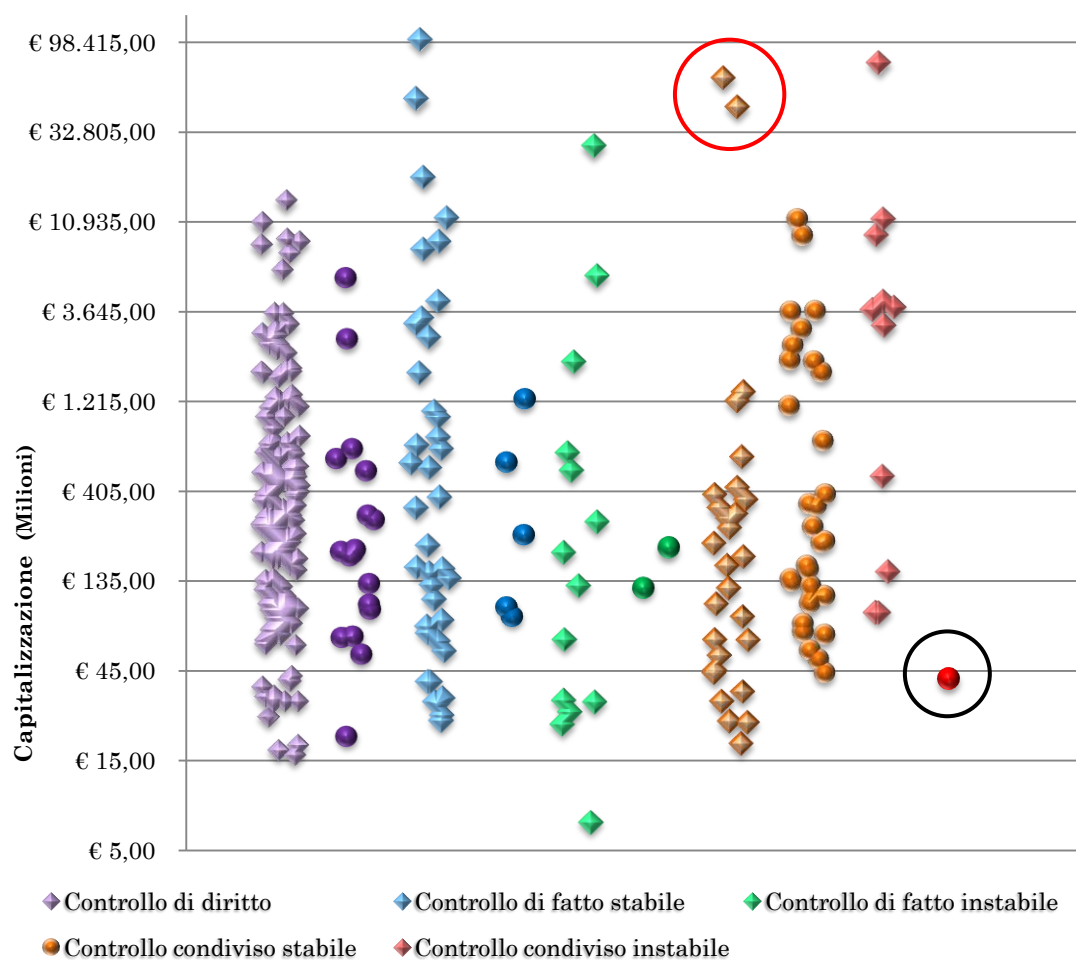


Fig. 21 – Capitalizzazione delle società con e senza sindacati di controllo rilevanti

Dal grafico si evince che le società delle classi 1, 2, 3 in cui il patto di sindacato dà luogo ad un controllo condiviso, si trovano prevalentemente nelle fasce basse di capitalizzazione (sotto i 250 milioni di euro): si può supporre che siano le situazioni tipiche in cui l'azionista di maggioranza abbia la necessità di ampliare la partecipazione a finanziatori esterni, cui è disposto a riconoscere una qualche condivisione del controllo, nella prospettiva del raggiungimento di una dimensione economica più consistente. Viceversa nelle società di maggiore capitalizzazione l'azionista di maggioranza non è incline a stipulare sindacati di voto.

Nella classe 4, dove comunque i sindacati di controllo sono più diffusi, si osserva che essi prevalgono nettamente nelle realtà azionarie di piccole e, soprattutto, medie dimensioni, dove interessano complessivamente circa la metà delle società quotate. Si osservi invece che nelle società di maggiore capitalizzazione, pur superando il totale degli azionisti rilevanti il 30% del totale, non esiste tra di essi un sindacato di controllo (Intesa e Generali, evidenziate dal cerchio rosso).

Nella classe 5 l'unica società dove c'è un sindacato di controllo (tale da comportare la riclassificazione della società nella classe 4) è la più piccola in termini di capitalizzazione (Cape Listed Investment, evidenziata dal cerchio nero); in nessuna delle altre si è riscontrato un sindacato azionario idoneo a stabilizzare significativamente il controllo raccogliendo più del 30% delle azioni.

In generale si può osservare che poco sopra la soglia dei 10 miliardi di euro di capitalizzazione non si riscontrano più patti di sindacato rilevanti ai fini del controllo.

## 8. CONCLUSIONI

L'indagine ha messo in luce alcuni tratti salienti dei patti parasociali nel contesto delle società quotate italiane. La diffusione del fenomeno è notevole e – come prevedibile – particolarmente significativa nelle società nelle quali la struttura dell'azionariato è tale da precludere l'esercizio di un'influenza dominante da parte di un singolo azionista, imponendosi dunque una condivisione del controllo. Il sindacato di voto risulta essere lo strumento predominante per la condivisione del controllo societario, consolidando maggioranze precostituite, talvolta allargate ad azionisti titolari di quote inferiori alla soglia delle partecipazioni rilevanti.

D'altra parte, si è riscontrata con una frequenza non trascurabile la stipula di "sindacati di controllo" anche in società nelle quali è indubbiamente identificabile un socio di maggioranza in posizione di "controllo di diritto" o "di fatto". In questo senso, sembra significativo il ruolo assunto dai patti di sindacato come strumento di condivisione del controllo da parte dell'azionista di maggioranza; l'analisi dei dati lascia presumere che il patto di condivisione del controllo sia funzionale ad incentivare partecipazioni minoritarie che contribuiscono a potenziare la struttura finanziaria della società.

In generale, si è potuto rilevare che i sindacati azionari di controllo assumono essenzialmente una funzione di regolazione della compartecipazione alla *governance* della società. In un solo caso, su oltre 120 patti esaminati, si può dire che il sindacato di voto serve a rafforzare una posizione di controllo *individuale*, assumendo un ruolo analogo a quello svolto da una holding di controllo<sup>20</sup>. Sul punto, è appena il caso di notare che l'indagine empirica smentisce drasticamente l'ipotesi sulla quale si è incentrato gran parte del dibattito sui sindacati azionari negli ultimi decenni del secolo scorso: l'assunta centralità della figura paradigmatica del "sindacato di voto deliberante a maggioranza", considerato quale strumento di accentramento del controllo in capo ad un singolo socio e quale mezzo per ottenere un'accentuata separazione tra "proprietà" e controllo.

Peraltro, l'analisi degli effetti dei sindacati azionari sul controllo ha evidenziato come, al di là della distribuzione dei patti parasociali in generale nell'ambito delle società quotate, i sindacati azionari assumono un ruolo significativo in relazione al controllo societario prevalentemente nelle società con minore capitalizzazione.

---

<sup>20</sup> Non a caso si tratta di un patto parasociale stipulato in occasione alla scissione non proporzionale della holding di controllo, con l'evidente finalità di mantenere invariata la posizione di preminenza del vecchio socio di maggioranza della holding stessa, almeno per la durata del patto (è il caso Banca Profilo, v. *supra*, testo e nota 18).

Si può dunque concludere sottolineando l'importanza dei sindacati azionari, e specificamente dei sindacati di controllo, come strumento di transizione: da assetti proprietari "chiusi" e da dimensioni economiche minori, verso strutture dell'azionariato più "aperte" che caratterizzano le società di maggiore dimensione, già oggi nettamente predominanti, come peso economico, nella realtà delle società quotate in borsa in Italia, con l'unica eccezione delle due grandi società quotate in mano pubblica, nelle quali l'incompiuta transizione verso il mercato resta affidata a norme di diritto speciale.