

Parte I
Applicazioni nel diritto commerciale
e delle obbligazioni

Sezione 1

Trust, obbligazioni e diritto societario

1

L'utilizzo dei trust al fine di stabilizzare gli assetti proprietari e il governo delle società

Giorgio Semino

SOMMARIO: 1. Profili introduttivi: i limiti strutturali della disciplina sui patti parasociali. – 2. I *voting trust*. – 3. Le peculiarità del *voting trust* e le differenze con altri strumenti funzionali ad assumere il *voting control* nella società. – 4. Il possibile sviluppo nei *voting trust* in Italia. – 5. I *voting trust* in Italia. Profili operativi.

1.

Profili introduttivi: i limiti strutturali della disciplina sui patti parasociali

Negli ultimi anni ha riscosso grande interesse negli operatori l'utilizzo del *trust* al fine di stabilizzare gli assetti proprietari e il governo delle società.

Come è noto questa finalità nel nostro Paese è stata storicamente perseguita tramite la stipula di patti parasociali ed in particolare di sindacati di voto e di blocco¹.

Ai cultori del diritto commerciale è tuttavia altrettanto noto come i patti parasociali abbiano dei limiti strutturali che non sempre permettono di raggiungere appieno le finalità che si erano ripromessi i contraenti.

¹ La letteratura sul tema è come noto vastissima a partire dal primo lavoro organico di G. OPPO, *Contratti parasociali*, Vallardi, 1942, *passim*. Da ultimi v. G.A. RESCIO, *I patti Parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali dei soci*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 1, Utet, 2006, p. 447; M. LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2341 bis e 2341 ter del codice civile*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 4, Utet, 2007, p. 463. Per una razionalizzazione dei precedenti orientamenti, principalmente nella prospettiva degli accordi sul voto, si permetta di rinviare a G. SEMINO, *Il problema della validità dei sindacati di voto*, in *Quaderni giur. comm.*, 2003, Giuffrè, p. 251, *passim*, ove ulteriori riferimenti.

Un primo profilo riguarda la durata degli accordi. Il punto, a lungo discusso, è stato definitivamente risolto dal legislatore per le società quotate nel 1998, prevedendo un limite massimo di durata di tre anni (art. 123, comma 1, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, "Tuf"), e per le altre società azionarie, con la riforma del 2003, aumentando detto limite a cinque anni (art. 2341-*bis*, comma 1, c.c.).

Sia nelle società quotate, sia in quelle non quotate è poi possibile stipulare accordi a tempo indeterminato, ma ciò ha come contro altare un diritto di recesso e quindi un potere del socio di svincolarsi dalle obbligazioni assunte in ogni momento, salvo solo il rispetto del termine di preavviso (artt. 123, comma 2, Tuf, art. 2341-*bis*, comma 2, c.c.).

Un interesse delle parti ad assumere vincoli di durata più lunghi rimane quindi irrimediabilmente frustrato.

Un patto parasociale resta poi vulnerabile in caso di morte del socio o di pignoramento delle azioni ad opera dei creditori dello stesso. È infatti un principio pacificamente riconosciuto che l'efficacia delle convenzioni parasociali cessa in caso di trasferimento della proprietà dell'azione.

Il profilo più complesso riguarda infine la coercibilità degli accordi parasociali. È usuale riassumere il concetto affermando che questi hanno efficacia obbligatoria e non reale. L'eventuale inadempimento dell'accordo può infatti comportare un obbligo risarcitorio in capo al socio inadempiente, ma non inficia, sotto il profilo reale, la validità del suo operato, essendo tali patti inopponibili alla società o a chi non vi abbia aderito². Così la vio-

² Cass., sez. I, 20 settembre 1995, n. 9975, Sciarretta V. c. Sciarretta O. ed altri, in *Giust. civ.*, 1996, I, p. 73, con nota di G. VIDIRI, *Sui sindacati di voto a tempo indeterminato*; Cass., sez. I, 23 aprile 1969, n. 1290, Montesi c. Flegenheimer, in *Giust. civ.*, 1969, I, p. 1695 con nota di C. GINATTANASIO.; Cass., sez. I, 17 dicembre 1975, n. 4143, Bisogni c. Società per la Valorizzazione Agricola Turistica Industriale Calabrese, in *Giur. it.*, 1977, I, 1, p. 967 con nota di M. DI PAOLO, "Pactum de inuenda societate", *promessa a favore di terzo e accordo parasociale (in margine a nuove forme di utilizzazione del contratto preliminare)*; App. Milano, 5 giugno 1987, Piva c. Carlucci, in *Nuova giur. civ.*, 1988, I, p. 505 con nota di P. TARNASSI; Ordinanza Trib. Milano, 21 giugno 1988, A. Maugeri e L. Mondadori c. Arnoldo Mondadori Editore s.p.a., in *Giur. comm.*, 1988, II, p. 904; con nota di S. ROSSI; App. Milano, 7 febbraio 1989, Colombo e Pesapane c. Refi s.p.a., in *Riv. dir. comm.*, 1989, II, p. 259 con nota di L. FARENGA, *Spunti ricostruttivi in tema di prelazione convenzionale societaria*; Trib. Bassano del Grappa, 15 settembre 1993, Ric. O.Z. s.p.a., in *Società*, 1994, p. 489; Trib. Frosinone, 14 gennaio 1995, Zeppieri c. Società Interportuale Frosinone s.p.a., in *Riv. dir. comm.*, 1996, II, p. 271 con nota di S. MECHELLI, *Sull'opportuno combinarsi di misure cautelari tipiche e atipiche in tema di impugnazione di delibere assembleari*; Cass., sez. I, 19 agosto 1996, n. 7614, Grecchi c. Romana Fruges s.r.l., in *Giur. comm.*, 1997, II, p. 485 con nota di D. GALLETTI, *Il sociale parasociale e il giudice voyeur: brevi note sulla "conversione" degli atti organizzativi*, e *ivi*, 1997, II, p. 520 ss. con nota di E. SCIMEMI, *Soppressione delle clausole statutarie di prelazione*; Cass., 16 ottobre 1969, n. 3339,

lazione di un patto di blocco non è opponibile alla società che è quindi tenuta a considerare nuovo socio l'acquirente delle azioni. Il voto espresso in assemblea in spregio all'accordo parasociale resta comunque valido e non incide quindi sulla validità della relativa delibera assembleare³, né legittima la sua sospensione⁴, almeno fino a quando non risulti possibile dimostrare, in concreto, l'esistenza di un conflitto di interessi rilevante ai sensi dell'art. 2373 c.c. o la violazione di altre specifiche disposizioni regolanti il diritto di intervento e di voto del socio in assemblea⁵.

I pratici hanno quindi cercato di superare questi problemi con l'utilizzo di costrizioni più sofisticate. L'idea di fondo è stata quella di porre il socio nell'impossibilità pratica di violare gli accordi. Tale risultato si è ottenuto incrociando un sindacato di voto con un'intestazione fiduciaria.

Sotto il punto di vista operativo i soci stipulano tra loro un patto di voto e parallelamente intestano le partecipazioni ad una società fiduciaria. Nella prassi negoziale italiana il socio che trasferisce le azioni (c.d. fiduciante) rimane il proprietario sostanziale delle partecipazioni mentre la fiduciaria è

Latella c. Cilione, in *Dir. fall.*, 1970, II, p. 428; Trib. Napoli, 18 febbraio 1997, Rusciano c. Musella ed altri, in *Società*, 1997, p. 935 con nota di F. PERNAZZA, *Patti parasociali ed azione di adempimento in forma specifica*; Trib. Torino, 28 aprile 1998, G.I. Scotti, Consorzio Chierese per lo smaltimento dei rifiuti solidi urbani c. Impar s.p.a., Servizi Ecologici s.p.a. e Inser s.p.a., in *Società*, 1999, p. 326 con nota di A. FUSI, *Effetti dei patti parasociali rispetto a soci diversi dai contraenti originali*; Trib. Reggio Emilia, 11 ottobre 1996, Autoluna s.r.l. c. Nuova Sa.mi.cer. s.p.a., in *Giur. comm.*, 1999, II, p. 377 con nota di M. L. DI CICCO, *Violazione di un patto parasociale: eccesso di potere o risarcimento danni*; Trib. Varese, 1° marzo 1999, Stella e altri c. Banca Popolare Luini e Varese S.p.a., in *Società*, 1999, p. 864 con nota di L. SALVATO, *Impugnazione di delibera di S.p.a. e violazione del sindacato di voto*; Trib. Milano, 2 luglio 2001, Sisal Sport Italia s.p.a. c. Snai Servizi s.r.l., Consortris s.c.p.a., in *Giur. it.*, 2002, p. 562 ss.; Cass., 21 novembre 2001, n. 14629, Banca CIS s.p.a. c. Nuova Cartiera Arbatax s.p.a., in *Società*, 2002, p. 1246, con nota di D. PROVERBIO, *Brevi note in tema di rapporto tra sociale e parasociale*.

³ Trib. Frosinone, 14 gennaio 1995, cit., p. 275; Trib. Roma, 20 dicembre 1996, Club Mediterranée s.a. e Insud s.p.a. c. Istituto bancario San Paolo di Torino s.p.a. e altri, in *Giur. comm.*, 1997, II, p. 119, con nota di M. SONNINO, *Una richiesta di esecuzione specifica di accordi parasociali; come obiter dictum* App. Milano, 24 luglio 1998, Galli, Di Gregorio, Luzi Investimenti s.p.a., in *Giur. it.*, 1998, p. 2336 con nota di G. COTTINO, *Ancora sui sindacati di voto: qualche variazione sul tema*; Trib. Reggio Emilia, 11 ottobre 1996, cit., p. 381; Trib. Varese, 1° marzo 1999, cit., p. 866; App. Milano, 11 agosto 2000, Valcavi G., Associazione Azionisti e Amici della Banca Popolare di Luino e Varese, Stella E. e altri c. Banca Popolare di Luino e Varese s.p.a., in *Giur. it.*, 2001, p. 1906 ss. con nota redazionale di F. MAINETTI.

⁴ Trib. Milano, 21 giugno 1988, cit., pp. 913-914; Trib. Reggio Emilia, 11 ottobre 1996, cit., p. 377 ss. Sul punto cfr. anche Trib. Ancona, 2 luglio 1998, Ninno c. Banca pop. Ancona, in *Dir. e lav. Marche*, 1999, p. 67 ss.

⁵ Cass., 20 settembre 1995, n. 9975, cit., p. 75.

solo il soggetto legittimato a votare secondo le istruzioni del fiduciante⁶.

Nel caso in esame il mandato fiduciario contiene generalmente la previsione di un'istruzione generale di voto da esprimersi secondo quanto deciso in seno al sindacato azionario. Questa istruzione è irrevocabile, ai sensi dell'art. 1723, comma 2, c.c., in quanto fornita nell'interesse di tutti i soci aderenti.

Il socio-fiduciante viene così posto nell'impossibilità materiale di non adempiere gli accordi in quanto la fiduciaria non voterà più rispetto alle singole e mutevoli determinazioni di voto di questi, ma conformemente ad un'istruzione generale ed irrevocabile per tutta la durata dell'accordo parasociale.

La giurisprudenza di merito (invero oramai risalente) ha mostrato ostilità verso questi schemi negoziali, definiti sindacati di voto "ad efficacia reale"⁷, salvo un recente contrario orientamento ove il giudice ha ordinato ad una società fiduciaria di votare conformemente alle delibere prese in sede parasociale, anche contro il volere del fiduciante⁸. La persuasività di questo precedente va tuttavia considerata con estrema cautela se raffrontato all'orientamento della Cassazione che pare ancora contraria alla liceità di questi schemi contrattuali. Le due sentenze che nel 1995 e nel 2001, dopo un lento avvicinamento, durato quasi 100 anni, hanno definitivamente sancito la validità dei sindacati di voto sono però partite dal presupposto che il funzionamento dell'organo assembleare, in presenza di un patto parasociale, non è in questione, perché nulla impedisce al socio di votare in assemblea come meglio egli creda, anche contro quanto stabilito dagli accordi parasociali⁹. Ma se così è, la Cassazione sembra volerci dire che le

⁶ Per tutti v. A. BORGIOI, voce *Società fiduciaria*. I) *Diritto commerciale*, in *Enc. giur. Treccani*, 1993, XXIX, p. 4 ss.

⁷ Trib. Milano, 28 marzo 1990, Soc. Cir. c. Formenton, Soc. Siref, Mondadori, Fininvest e altri, in *Foro it.*, 1990, I, c. 1708; App. Roma, 24 gennaio 1991, C. Mondadori, L. Formenton Macola, S. Formenton Macola, P. Formenton Macola, M. Formenton Macola, Soc. Persia e altri c. Soc. Cir e altri, in *Foro it.*, 1991, I, c. 1861 con nota di F. CASO, "De bello Segratense": *di arbitri, patti parasociali ed altro ancora*; successivamente, pur come *obiter dictum*, vedi anche Trib. Torino, 29 dicembre 1998, Doc Medica s.r.l. c. Leasing Medica Europa in liquidazione s.p.a., in *Giur. it.*, 1999, p. 1668 con nota redazionale di P. FIORIO.

⁸ Trib. Genova, ord. 8 luglio 2004, D.V.F. e B.P c. V.G. e Avv. M.E. e SPAFID S.p.a., in *Società*, 2004, p. 1267 con nota di G. SEMINO, *I patti parasociali hanno assunto efficacia reale?*

⁹ Cass., 20 settembre 1995, n. 9975, cit., p. 74 ss.; Cass., 23 novembre 2001, n. 14865, Di Gregorio c. Galli, Luzi e 21 Investimenti s.p.a., in *Giur. it.*, 2002, p. 547 ss. con nota redazionale di G[ASTONE]-C[OTTINO].

convenzioni di voto sono negozi meritevoli di tutela *solo* in quanto mantengono un'efficacia meramente obbligatoria¹⁰.

Il nemico forse più temibile degli strumenti atti a garantire la coercibilità dei sindacati di voto è però forse rappresentato dall'art. 2372, comma 3, c.c. – introdotto dalla riforma del 2003 – ai sensi del quale la delega in assemblea “è sempre revocabile nonostante ogni patto contrario”.

Questa norma è stata interpretata dai primi commentatori della riforma come di ampia latitudine applicativa ed è quindi atta a disinnescare anche le più complesse e sofisticate costruzioni di ingegneria societaria¹¹.

2. I voting trust

Se questo è lo stato dell'arte è allora opportuno chiedersi a quali risultati giuridici può invece portare l'utilizzo del trust¹².

Va subito sottolineato come il trust sia uno strumento poliedrico e pro-teiforme, e come la ricerca vada quindi parametrata sulla struttura effettivamente assunta dal singolo trust. È opportuno che l'analisi parta dalla esperienza Nord-Americana, giurisdizione che più di qualsiasi altra ha approfondito questa specifica tematica.

¹⁰ G. SEMINO, *Il problema della validità dei sindacati di voto*, cit. p. 75 ss., ove ulteriori argomentazioni.

¹¹ P. FIORIO, *Art. 2341-bis-2341-ter*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario. D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6; d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5; d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (art. 1) **, Commentario diretto da G. Cottino-G. Bonfante-O. Cagnasso-P. Montalenti, Zanichelli, 2004, p. 137; P. GHIONNI, *Patti parasociali, sindacati di voto a maggioranza per teste e forme di tutela* (nota a Trib. Genova, ord. 8 luglio 2004, D.V.F. e B.P c. V.G. e Avv. M.E. e SPAFID S.p.a.), in *Giur. comm.*, 2007, II, 236, p. 248; il profilo era stato sollevato in G. SEMINO, *Il problema della validità dei sindacati di voto*, cit. p. 436. *Contra*, E. CERVIO, *Patti parasociali e tutela d'urgenza* (nota a Trib. Genova, ord. 8 luglio 2004, D.V.F. e B.P c. V.G. e Avv. M.E. e SPAFID S.p.a.), in *Contratti*, 2005, p. 348.

¹² Il tema dell'utilizzo del trust per la stabilizzazione degli assetti proprietari e del governo delle società risulta ancora poco sviluppato in Italia. I maggiori approfondimenti sono di A. TUCCI, *Contratti parasociali e trust nel mercato finanziario*, in E. GABRIELLI-R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, tomo II, Utet, 2004, p. 897 ss.; ID., *Patti parasociali e governance nel mercato finanziario*, Cacucci, 2005, p. 148 ss.; R. LENER, *Intervento in assemblea e voto del trustee*, in *Trusts e att. fiduc.*, 2002, 4, p. 510; E. ANDREOLI, *Recesso dai patti parasociali in caso di lancio di un'Opa su società quotata e utilizzo del Trust*, in E. ANDREOLI (a cura di), *Il governo delle società dopo il d.lgs. 24.2.1998 n. 58*, presentazione di A. Gambero, Cedam, 2002, p. 3 ss., *ivi spec.*, p. 42 ss.; M. LUPOI, *Trusts*, Giuffrè, 2001, p. 705 ss.

Il *voting trust*¹³ è un trust creato in base a un accordo tra due o più (ma non necessariamente tutti) i soci di una *corporation* e uno o più trustees (di seguito ove non diversamente specificato “trustee”) o un fascio di identici accordi fra due o più singoli soci e un trustee, tramite il quale, per un certo periodo o fino all’avveramento di un determinato evento, il controllo sulle azioni, per alcune finalità o per tutte, è segregato nelle mani del trustee, con o senza la previsione di un potere di indirizzo in capo ai soci trasferenti o a persone da questi designate, di come tale potere debba essere esercitato¹⁴.

Sotto il profilo procedurale i soci trasferiscono le loro azioni al trustee, il quale richiede alla società l’emissione di nuove azioni a lui intestate e la sua iscrizione nel registro dei soci della *corporation*. Il trustee ottiene così il *legal title* sulle azioni e esercita il diritto di voto secondo quanto previsto dal *voting trust agreement*¹⁵. I soci che hanno trasferito le azioni manten-

¹³ Gli scritti sul tema sono per la maggior parte risalenti e si concentrano nella prima metà del ’900: fra i lavori monografici v. H.A. CUSHING, *Voting Trusts. A Chapter in Recent Corporate History*, MacMillan Co., 1915; ID., *Voting Trusts. A Chapter in Modern Corporate History*, II ed., MacMillan Co., 1927; J.A. LEAVITT, *The Voting Trust. A Device for Corporate Control*, Columbia University Press, 1941; nella manualistica più recente in tema di *corporation* v.: R.W. HAMILTON, *Cases and Materials on Corporations Including Partnerships and limited Liability Companies*, VII ed., West Group, 2001, p. 492 ss.; L.D. SOLOMON-D.E. SCHWARTS-J.D. BAUMAN-E.J. WEISS, *Corporations Law and Policy. Materials and Problems*, III ed., West Publishing Co., 1994, p. 452 ss.; W.M. FLETCHER, *Fletcher Cyclopedia of the law of Private Corporation*, 1996, revised vol. by J.D.B. BUDAY and J.D.J. SOLHEIM, vol. 5, Clark, Boardman, Callaghan, 1996, p. 382 ss.; L.C. BACKER, *Voting Trusts*, in Z. CAVITICH, *Business Organizations with tax planning*, vol. 9, Matthew Bender, LexisNexis Group, 1ª pubb. 1964, agg. 2001, chap. 111, p. 1 ss.; H.G. HENN, *Handbook of the Law of Corporations and Other Business Enterprises*, West Publishing Co., 1961, p. 314 ss.; R.C. CLARK, *Corporate Law*, Little, Brown and Company, 1986, p. 777 ss.

¹⁴ Fra le varie definizioni di *voting trust* la più utilizzata è quella di Fletcher (che si legge, fra le edizioni più recenti, in W.M. FLETCHER, *Fletcher Cyclopedia of the law of Private Corporation*, cit., p. 382), da cui si è tratta (pur con alcune modifiche e precisazioni) quella riportata nel testo.

In giurisprudenza, *inter alia*, v. in *Re Morse* (1928) 247 NY 290, 160 NE 374, cit.: “A *voting trust agreement confers on voting trustees the right to vote on stock transferred to them for such purpose, irrevocably for a definite period. Stock transferred under such an agreement is canceled, and trust certificates are issued by the trustees to the stockholders. The right to vote is thereby separated from the beneficial ownership of the stock*”; *Clarke Memorial College v Monaghan Land Co.* (1969, Del Ch) 257 A2d 234: “In its narrowest context a *voting trust is an agreement between stockholders on one side and a trustee on the other whereby rights to vote the stock are transferred and vested in the trustee*”.

¹⁵ Nei *voting trust* quindi il *voting trust agreement* tiene luogo e vale quale strumento istitutivo del trust.

gono comunque per sé un interesse beneficiario nelle azioni (*beneficial interest*) che sostanzialmente consiste nel ricevere dal trustee i dividendi o qualsiasi altra distribuzione compiuta dalla *corporation* e il diritto ad avere reintestate le azioni al termine del trust. Il trustee consegna usualmente ai soci trasferenti dei *voting trust certificates* che attestano il loro interesse beneficiario e che sono generalmente cedibili.

3. Le peculiarità del *voting trust* e le differenze con altri strumenti funzionali ad assumere il *voting control* nella società

Il *voting trust* viene annoverato fra i metodi più semplici e funzionali per porre il controllo di una *corporation* nelle mani di un gruppo ristretto di soggetti¹⁶.

L'essenza del fenomeno può essere individuata nel trasferimento delle partecipazioni al trustee che conseguentemente sarà l'unico soggetto titolare ad esercitare il relativo diritto di voto¹⁷.

Si è così distinto il *voting trust* dai sindacati di voto (*shareholders' control or voting or pooling agreements*), dalle deleghe di voto (*proxies*) revocabili o irrevocabili, dagli accordi di voto relativi alle azioni in pegno e dai trust ordinari¹⁸.

Per quanto riguarda gli accordi sulle deleghe di voto atti a raggiungere il controllo della *corporation* si è messo in luce come il *voting trust* crei una relazione fiduciaria fra trustee e beneficiari mentre la delega di voto si limita a un rapporto di mandato¹⁹. Nel *voting trust* le partecipazioni sono irrevocabilmente trasferite al *voting trustee* per un determinato periodo di tempo, nel caso invece di delega di voto le azioni rimangono intestate al

¹⁶ Come precisato in *Alderman v Alderman* (1935) 178 SC 9, 181 SE 897, 105 ALR 102: "the whole theory of voting trusts is built up on the idea that a group or a portion of the stockholders of a corporation unite and execute an instrument to a trustee for the purpose of voting and controlling the policies of the corporation". V. anche *Bankers'F. & M. Ins. Co. v Sloss* (1934) 229 Ala 26, 155 So 371; *Manson v Curtis* (1918) 223 NY 313, 119 NE 559; e in dottrina, J.A. LEAVITT, *The Voting Trust. A Device for Corporate Control*, cit., p. 3; W.M. FLETCHER, *Fletcher Cyclopedia of the law of Private Corporation*, cit., p. 383.

¹⁷ J.A. LEAVITT, *The Voting Trust. A Device for Corporate Control*, cit., p. 3; Comment, *Validity of Voting Trusts in California*, 16 *California Law Review* (1927-1928), pp. 537-538.

¹⁸ W.M. FLETCHER, *Fletcher Cyclopedia of the law of Private Corporation*, cit., p. 383 s.; L.C. BACKER, *Voting Trusts*, in Z. CAVITICH, *Business Organizations with tax planning*, cit., p. 7 ss.

¹⁹ V. *Bankers'F. & M. Ins. Co. v Sloss* (1934) 229 Ala 26, 155 So 371.