

**Comunicazione n. DIS/29486 del 18-4-2000**

inviata all'Assonime

**Oggetto: Quesito concernente l'ambito di applicazione della disciplina dei patti parasociali di cui agli artt. 122 e 123 del Testo Unico con particolare riferimento agli accordi di *lock-up***

Si fa riferimento alla nota con la quale codesta Associazione ha sottoposto alla Consob un quesito avente ad oggetto la riconducibilità degli accordi c.d. di *lock-up* alla categoria dei patti parasociali di cui all'art. 122 del d.lgs. n. 58/98 ("Testo Unico").

In particolare nel quesito si fa riferimento a quegli accordi che, secondo una prassi consolidata, sono stipulati tra gli offerenti, lo *sponsor* e i coordinatori dei consorzi di collocamento nell'ambito delle procedure finalizzate alla quotazione di azioni su mercati regolamentati.

Tali accordi, che normalmente trovano sede nei contratti di collocamento quali specifiche clausole degli stessi ovvero in autonomi contratti funzionalmente collegati ai medesimi, hanno la funzione di assicurare "stabilità" al mercato degli strumenti finanziari "neo quotati" e si sostanziano nell'assunzione - da parte dei soggetti offerenti o comunque possessori delle azioni - di impegni a non alienare, dare in pegno o, in generale, disporre delle azioni possedute, per un determinato periodo successivo alla quotazione, ovvero a non esercitare il diritto di voto nelle assemblee convocate per deliberare su nuove emissioni di azioni.

Secondo codesta Associazione i descritti accordi, non sembrano poter essere qualificati come "patti parasociali" ai sensi dell'art. 122 del Testo unico e, pertanto, assoggettati alla disciplina di cui agli artt. 122 e ss. dello stesso Testo Unico. Al riguardo codesta Associazione chiede di conoscere il parere della Consob.

\* \* \* \*

Si rende noto che è stato sottoposto alla Consob un ulteriore quesito relativo all'ambito di applicazione della disciplina dei patti parasociali di cui al citato art. 122, con particolare riferimento oltre che ai suddetti accordi di *lock-up*, ai contratti di compravendita (a pronti o a termine), ai contratti *futures*, ai contratti di opzione *put* e *call* nonché agli accordi c.d. di *overallotment options*.

Considerata l'omogeneità dell'oggetto del citato quesito con quello formulato da codesta Associazione e considerata l'esigenza di effettuare una valutazione complessiva della definizione dei patti parasociali di cui all'art. 122, al fine di individuare in via generale i limiti di applicabilità della stessa, questa Commissione si è pronunciata congiuntamente sui medesimi quesiti. Pertanto, per una trattazione completa della materia, nella presente nota verranno rappresentate anche le pronuncie relative alle fattispecie contrattuali diverse dai *lock-up*.

\* \* \* \*

## **1. Premessa**

Come noto l'art. 122 (*Patti Parasociali*) prevede specifici obblighi di pubblicità per gli accordi parasociali relativi alle società quotate e alle loro controllanti e più precisamente:

- comunicazione alla Consob entro 5 gg. dalla stipulazione;
- pubblicazione per estratto sulla stampa quotidiana entro 10 gg. dalla stipulazione;
- deposito presso il registro delle imprese entro 15 gg. dalla stipulazione.

Inoltre l'art. 123 prevede per i patti indicati nell'art. 122 una particolare disciplina relativa alla durata (se a tempo determinato, durata massima di tre anni e sostituzione automatica del termine nel caso di previsione di un termine maggiore, se a tempo indeterminato, diritto di recesso con preavviso di sei mesi) e al diritto di recesso in caso di promozione di un offerta pubblica di acquisto e/o scambio ai sensi dell'art. 106 e 107.

Tale disciplina è applicabile a:

i) *"I patti, in qualsiasi forma stipulati, aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società quotate e nelle società che le controllano"* (comma 1);

ii) *"patti in qualunque forma stipulati:*

*a) che istituiscono obblighi di preventiva consultazione per l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano;*

*b) che pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse;*

*c) che prevedono l'acquisto delle azioni o degli strumenti finanziari previsti dalla lettera b);*

*d) aventi per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società"* (comma 5).

Nel Testo Unico, in base ad una precisa scelta di tecnica legislativa, non è stata data una definizione generale di accordo parasociale in considerazione del fatto che tali patti rappresentano un fenomeno già conosciuto dal nostro ordinamento e che tale definizione non era necessaria ai fini della disciplina in esame: con il Testo Unico, infatti, non si è addivenuti ad una regolamentazione dei profili strutturali degli accordi parasociali ma, in attuazione dell'art. 21 della legge delega n. 52/96 #<sup>1</sup>, si è inteso modificare la disciplina dei patti di sindacato degli emittenti titoli negoziati nei mercati regolamentati "... secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza".

In particolare, in un ottica di tutela degli investitori e degli azionisti di minoranza, si è inteso disciplinare quei profili delle convenzioni parasociali che maggiormente rilevano per gli assetti proprietari delle società quotate: la pubblicità e la durata. Con la previsione di un regime di pubblicità si è inteso garantire l'assoluta trasparenza degli assetti proprietari e di controllo delle società quotate, con la disciplina della durata e del recesso in presenza di un'opa si è inteso valorizzare la contendibilità del controllo attraverso una giusta mediazione tra l'interesse degli azionisti imprenditori ad organizzare maggioranze stabili e la necessità di evitare la cristallizzazione di posizioni di potere nelle mani di soci che non detengono individualmente la maggioranza del capitale.

---

<sup>1</sup> Più precisamente il comma 4 di tale norma prevede che, in sede di riordinamento normativo delle materie concernenti gli intermediari, i mercati finanziari e mobiliari e gli altri aspetti comunque connessi, "potrà" essere modificata la disciplina relativa alle società emittenti titoli negoziati nei mercati regolamentati, con particolare riferimento al collegio sindacale, ai poteri delle minoranze, ai sindacati di voto e ai rapporti di gruppo, secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza".

Non può escludersi, infine, che la scelta di non adottare un definizione generale di patto parasociale sia stata determinata in parte anche dalla oggettiva difficoltà di individuare degli elementi strutturali che consentano di ricomprendere all'interno di categorie rigide la pluralità di configurazioni che nella prassi assumono i sindacati azionari.

L'art. 122 elenca, pertanto, un'ampia tipologia di accordi cui si applica la disciplina in oggetto. Tuttavia, mentre alcune formulazioni individuano chiaramente alcuni patti "tipici" quali i patti di voto (art. 122, comma 1) ovvero i patti di consultazione (art. 122, comma 5, lett a), più complesso appare individuare l'ambito di applicabilità delle disposizioni di cui alle lettere b), c), d), considerata l'ampia formulazione utilizzata.

A tal fine, si precisa quanto segue. L'art. 122 per individuare i patti parasociali rilevanti ai fini di tale normativa indica espressamente gli effetti di tali contratti (ad es. "*patti...che pongono limiti al trasferimento delle azioni o di strumenti finanziari*"): pertanto affinché dei contratti possano essere qualificati come parasociali, ai sensi dell'art. 122, occorrerà necessariamente che producano gli effetti indicati nella medesima norma. Tuttavia quest'ultimo costituisce un elemento necessario ma non sufficiente per individuare degli accordi parasociali. L'ulteriore elemento necessario è che il contratto persegua la funzione propria dei patti parasociali: funzione che, come noto, può essere sinteticamente individuata nello scopo di dare un indirizzo unitario all'organizzazione e alla gestione sociale (ad es. attraverso accordi sul voto ovvero obblighi di preventiva consultazione) e nello scopo di "cristallizzare" determinati assetti proprietari (ad es. attraverso accordi blocco, di prelazione o di covendita).

Tale interpretazione, secondo la quale la disciplina in esame è applicabile solo ai patti che hanno per oggetto o per effetto quanto indicato nell'art. 122 e che si caratterizzano per l'incidenza sugli assetti proprietari delle società quotate, è confortata dalla *ratio* sottesa alla medesima disciplina.

L'art. 91 del Testo Unico individua nell'efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali gli obiettivi a cui deve tendere l'intera disciplina degli emittenti quotati. Le regole legislative e quelle stabilite dalla Consob in materia di patti parasociali appaiono sicuramente coerenti con le predette finalità.

L'art. 122, infatti, garantisce l'assoluta trasparenza sugli assetti proprietari delle società quotate costituendo, da un lato, uno strumento primario di tutela delle minoranze azionarie e del pubblico dei risparmiatori in genere e consentendo, dall'altro, a coloro che hanno delle mire su una società quotata di conoscere l'effettiva contendibilità della stessa.

L'art. 123, invece, relativo alla durata dei patti e alla facoltà di recesso in caso di opa, è chiaramente diretto a incrementare la contendibilità del controllo delle società quotate perseguendo in tal modo "l'efficienza del mercato del controllo societario".

Si ritiene, pertanto, che soltanto quegli accordi che, oltre a produrre i predetti effetti, hanno lo scopo di incidere sugli assetti proprietari e sulla contendibilità del controllo degli emittenti quotati, assumano rilevanza ai fini della disciplina in esame.

Ciò posto, si rappresentano di seguito le valutazioni di questa Commissione in merito all'applicabilità degli artt. 122 e 123 del Testo Unico agli accordi di *lock-up*, ai c.d. accordi di *overallotment options*, ai contratti di compravendita (a pronti o a termine), ai contratti *futures* e ai contratti di opzione *put* e *call*.

## **2. Accordi di *lock-up* e *overallotment options***

## 2.1 Accordi di *lock-up*

Come rappresentato anche da codesta Associazione, quasi nella totalità delle offerte finalizzate alla quotazione vengono stipulati tra gli offerenti (e talvolta lo stesso emittente), lo *sponsor* e i responsabili dei consorzi di collocamento, degli accordi di *lock-up*.

Si tratta di contratti i cui contenuti estremamente sintetici sono ormai nella prassi pressoché standardizzati: prevedono gli impegni degli offerenti a non alienare, dare in usufrutto, dare in pegno e comunque a non disporre delle azioni rimaste in loro proprietà in esito all'offerta globale, per un periodo di tempo predeterminato, senza il preventivo consenso scritto dei responsabili dei consorzi di collocamento (anche in nome e per conto degli altri membri dei consorzi), consenso che si prevede non possa essere irragionevolmente negato.

Inoltre tali accordi prevedono che gli offerenti non possano, per un determinato periodo di tempo, solitamente coincidente con quello di durata delle altre obbligazioni, votare ovvero proporre all'assemblea dell'emittente aumenti di capitale ed emissioni di obbligazioni convertibili o comunque di strumenti finanziari che danno diritto di acquistare o sottoscrivere azioni, senza il preventivo consenso scritto dei responsabili dei consorzi di collocamento.

Talvolta, come detto, gli accordi sono sottoscritti anche dagli emittenti, che si impegnano, per il medesimo periodo, a non deliberare le suddette operazioni straordinarie ovvero a non vendere le azioni proprie eventualmente possedute.

La durata di tali impegni solitamente è di 120, 180 gg. fino ad un massimo di 12 mesi dalla data di stipula dell'accordo o dalla data di inizio delle negoziazioni delle azioni offerte.

Ciò posto, si rappresenta quanto segue. Tali accordi prevedono degli impegni a "non votare" a favore di alcune delibere straordinarie e, pertanto, sembrano avere ad oggetto quanto indicato nell'art. 122, comma 1: i patti, in qualsiasi forma stipulati, aventi ad oggetto l'esercizio del diritto di voto.

Nello stesso tempo contengono delle clausole che obbligano gli offerenti a non cedere o comunque disporre delle azioni possedute per un determinato periodo di tempo e, pertanto, appaiono altresì idonei a produrre gli effetti di cui alla lettera b), comma 5, del citato articolo: i patti, in qualsiasi forma stipulati, che pongono limiti al trasferimento delle azioni o degli strumenti finanziari che danno diritto di acquistare o sottoscrivere quest'ultime.

Tuttavia, come rilevato nella nota di codesta Associazione, la funzione (ossia la causa concreta) di tali contratti è diversa da quella che solitamente viene attribuita ai patti parasociali.

I *lock-up*, come spesso è precisato nelle premesse di tali contratti, hanno lo scopo di stabilizzare l'andamento dei titoli nel periodo immediatamente successivo all'inizio delle negoziazioni, o meglio, sono volti ad evitare oscillazioni negative dei prezzi delle azioni, successivamente alla chiusura delle offerte globali, per effetto dell'immissione sul mercato di ulteriori azioni rispetto a quelle collocate con le medesime offerte. Tali accordi sono, infatti, funzionalmente collegati ai contratti di collocamento e sono volti ad assicurare il buon esito di tale operazione.

Non a caso degli accordi in questione si dà notizia - richiamando il loro contenuto - nella parte del prospetto relativa alle informazioni sull'offerta, contenente altresì informazioni sull'eventuale attività di stabilizzazione da effettuare nel primo periodo di quotazione, e non nella parte relativa agli assetti proprietari dell'emittente che richiede le informazioni sull'azionariato e sui patti parasociali.

La diversità di funzione di tali patti rispetto agli accordi di voto e di blocco "tipicamente" parasociali è rilevabile altresì da altri elementi di natura strutturale: i soggetti stipulanti non sono i soci ovvero futuri soci che concordano l'acquisto di azioni, ma i soci offerenti, gli emittenti stessi e i coordinatori del collocamento; sono contratti con obbligazioni a carico solo di uno o alcuni aderenti (a carico del/degli offerenti e talvolta dell'emittente ma non del responsabile del collocamento); la loro durata è limitata al massimo al periodo di un anno dalla quotazione; sono inseriti nei contratti di collocamento come clausole degli stessi ovvero sono autonomi contratti ma funzionalmente collegati ai contratti di collocamento; l'obbligo a non vendere e così il divieto di votare a favore di aumenti di capitale viene meno se c'è il consenso dei *global coordinators* (consenso che non può essere irragionevolmente negato).

Si rileva infine che la finalità di stabilizzazione dei titoli neoquotati sottesa a tali accordi può essere confermata anche dalla similitudine degli obblighi assunti dagli offerenti nei confronti del responsabile del collocamento con gli impegni temporanei che alcuni azionisti, nonché gli amministratori e i dirigenti, di società quotate al Nuovo Mercato devono assumere per un periodo solitamente di un'anno dalla data di inizio delle negoziazioni. Tali impegni, previsti dall'art. 2.2.3 del Regolamento del Nuovo Mercato organizzato e gestito dalla Borsa Italiana S.p.A., sono assunti nei confronti della Borsa Italiana durante la procedura di ammissione e generalmente prevedono l'obbligo a non compiere operazioni aventi ad oggetto l'80% delle azioni ordinarie possedute alla data di inizio delle negoziazioni: finalità di tali impegni è il garantire la stabilità dei titoli nel periodo immediatamente successivo alla quotazione.

Ciò considerato, si può ritenere che negli accordi di *lock-up* gli obblighi relativi all'esercizio del diritto di voto non siano volti ad incidere sugli assetti di potere delle quotate e così le clausole relative al divieto di vendita non perseguano l'obiettivo di stabilizzare determinati assetti proprietari.

Pertanto, benché tali accordi producano gli effetti esplicitamente indicati nell'art. 122, tuttavia non presentano il secondo elemento ritenuto necessario per individuare i patti parasociali: la funzione "tipica" di tali accordi, come sopra individuata. Conseguentemente, agli stessi non sarà applicabile la disciplina di cui agli artt. 122 e 123 del Testo Unico.

Con particolare riferimento all'applicabilità dell'art. 123, si sottolinea inoltre che, poiché si ritiene che il caso della promozione di un'opa sia una delle ipotesi in cui il consenso alla cessione non possa essere irragionevolmente negato dai *global coordinators*, la previsione del recesso in caso di opa contenuta nella predetta norma risulta altresì non funzionale rispetto agli accordi in questione.

In conclusione, si ritiene che gli accordi di *lock-up* non possano essere qualificati come patti parasociali ai sensi dell'art. 122 del Testo Unico e che agli stessi non sia applicabile la relativa disciplina, fermo restando che di tali accordi, strettamente collegati alle operazioni di collocamento e rilevanti per il mercato anche per i riflessi sulle quotazioni, verrà data notizia nei prospetti di sollecitazione/quotazione e che questa Commissione si riserva di valutare se richiedere ulteriori forme di pubblicità che consentano la conoscibilità dell'esistenza e del contenuto degli stessi per l'intera loro durata.

## **2.2 Accordi di *overallotment options***

Sempre con riferimento ai patti stipulati nell'ambito delle offerte finalizzate alla quotazione, questa Commissione, è stata investita di un quesito con il quale si chiede di sapere se nella tipologia dei patti di cui all'art. art. 122, comma 5, lett. c) del Testo Unico (*patti, in qualsiasi forma stipulati, che prevedono l'acquisto delle azioni o degli strumenti*

*finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse)* rientrino i patti di *overallotment options* intendendo con essi le *cd. greenshoe*.

Tali accordi sono solitamente inseriti, come gli accordi di *lock-up*, nei contratti di collocamento e si sostanziano in opzioni concesse dagli offerenti al responsabile dell'offerta globale (anche in nome e per conto dei membri del consorzio per l'offerta agli investitori istituzionali), per l'acquisto o la sottoscrizione, ad un prezzo prefissato (solitamente il prezzo dell'offerta pubblica) di ulteriori azioni da allocare presso i destinatari dell'offerta istituzionale.

Tale opzione viene esercitata nell'ipotesi in cui vi sia, da parte degli investitori istituzionali, una richiesta superiore al quantitativo loro destinato nell'offerta globale ed è previsto che debba essere esercitata entro i trenta giorni successivi alla data di inizio delle negoziazioni.

Si ritiene che tale contratto, che si sostanzia in un'opzione di acquisto o di sottoscrizione, non possa configurare la tipologia di patti sopra indicati per le motivazioni che verranno rappresentate nel paragrafo successivo con riferimento alle opzioni *put* e *call*.

Con particolare riguardo alle opzioni in esame, si rappresenta inoltre che si tratta di opzioni di breve durata (di solito 30 giorni) che hanno lo scopo di soddisfare, almeno in parte, un *surplus* di richiesta di titoli da parte degli investitori istituzionali e che quindi, come contratti, sono caratterizzati da una causa diversa da quella che solitamente contraddistingue le pattuizioni parasociali. Pertanto, finora tali contratti non sono mai stati fatti pubblicare come patti parasociali ma ad essi, essendo contratti funzionalmente collegati all'offerta, è stata data adeguata pubblicità nei prospetti di sollecitazione e/o quotazione in un apposito paragrafo inserito nel capitolo relativo alle informazioni sull'offerta. In conclusione, si ritiene che, agli accordi di *overallotment options* (intesi come le *c.d. greenshoe*), non sia applicabile la disciplina in esame.

### **3. Contratti di compravendita, preliminari di vendita, opzioni *put* e *call*, contratti *futures***

A questa Commissione è stato, infine, chiesto se i contratti di vendita a pronti o a termini, i contratti di opzione *cd. put* e *call* ovvero i contratti *futures* rientrino nell'ambito di applicazione dell'art. 122 e, più precisamente, se rientrino nella definizione di cui alla citata lettera c) (*patti, in qualsiasi forma stipulati, che prevedono l'acquisto delle azioni o degli strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse*).

Quest'ultima disposizione, come già accennato, presenta difficoltà di tipo interpretativo. L'estrema ampiezza della formulazione testuale, infatti, è idonea, di per sé, a concernere qualsiasi patto che preveda l'acquisto di azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle azioni. Pertanto, attenendosi al solo dato letterale, dovrebbe essere ricondotto alla fattispecie in esame ogni contratto di trasferimento di azioni.

Tuttavia appare evidente come non possano essere considerati patti parasociali i contratti di compravendita di azioni: i patti parasociali sono contratti atipici che non hanno in alcun modo effetti traslativi della proprietà o di un altro diritto e l'interesse che perseguono (vale a dire la causa del contratto) consiste nel dare un indirizzo unitario all'organizzazione e alla gestione sociale e a "cristallizzare" determinati assetti proprietari; i contratti di compravendita, invece, sono contratti tipici ad efficacia reale, immediata o differita, che hanno come funzione il trasferimento della proprietà delle azioni a fronte del pagamento di un prezzo.

Da ciò deriva che ai fini della trasparenza e dell'efficienza del mercato del controllo

societario non rileva la pubblicazione del contratto di compravendita in sé, in quanto non sono le clausole di tale contratto ad incidere sugli assetti di potere di una società, ma eventualmente rilevano gli effetti dello stesso.

Infatti, nell'ambito del sistema dell'informativa societaria relativa agli assetti proprietari, la compravendita di azioni è già oggetto di specifici obblighi di *disclosure*. Come noto, viene data pubblicità agli effetti di tali contratti (e non al negozio di trasferimento in quanto tale, che ai fini della disciplina degli assetti proprietari rimane irrilevante), qualora vi sia un superamento di determinate soglie, mediante gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti di cui al citato art. 120. Infine, nell'ipotesi in cui vengano ceduti partecipazioni che fanno acquisire o dismettere il controllo di una società quotata, alla data di stipula del contratto ovvero dell'eventuale preliminare, verrà data notizia al pubblico mediante il comunicato sui fatti rilevanti di cui all'art. 66 del Regolamento.

Vale inoltre osservare che nell'ipotesi in cui si propendesse per una diversa interpretazione della norma, non solo si avrebbe l'effetto di estendere gli obblighi di pubblicità previsti per i patti parasociali a tutti i contratti di compravendita (a pronti e a termine, in borsa e fuori borsa, aventi ad oggetto azioni o strumenti finanziari che danno diritto di acquistare o di sottoscrivere azioni), inondando il mercato di informazioni che risulterebbero fuorvianti, ma agli stessi sarebbe applicabile la disciplina di cui all'art. 123 (che richiama i patti di cui all'art. 122).

Posto che la disposizione sulla durata dei patti sarebbe difficilmente applicabile ai contratti di compravendita solitamente indicati come tipico esempio di contratti ad esecuzione istantanea - a meno che non si voglia ritenere che il termine sia applicabile ai contratti di vendita a termine (contratti ad esecuzione differita) - si arriverebbe alla assurda situazione di ammettere il recesso da tali contratti in caso di promozione di un'opa ex art. 106 o 107.

Come già rappresentato le previsioni di cui all'art. 123 sono volte a soddisfare una delle esigenze proprie del mercato mobiliare: l'individuazione di un punto di equilibrio tra la stabilità e la contendibilità degli assetti proprietari. Poiché i contratti di compravendita anche a termine non incidono in alcun modo su tali aspetti <sup>#2</sup> non vi sarebbe alcuna *ratio* per l'applicazione di tale norma.

Del resto la disposizione relativa al recesso per aderire ad un'offerta, in quanto limitativa dell'autonomia negoziale dei privati e derogatoria del principio generale *pacta sunt servanda*, deve considerarsi come norma di stretta interpretazione ed essere limitata alle sole ipotesi in cui essa sia effettivamente funzionale ai predetti scopi.

Sulla base delle considerazioni sopra esposte, si ritiene che, al fine di individuare i patti che rientrano nella definizione di cui alla lettera c), comma 5, dell'art. 122, occorra far riferimento alla *ratio* della disciplina in esame e circoscrivere, così, l'applicabilità ai soli patti per i quali abbia un senso l'applicabilità di tale disciplina

Si ritiene, pertanto, che "patti che prevedono l'acquisto" siano i patti con cui si concorda l'acquisto da terzi di azioni di una quotata o della sua controllante da parte di uno, più o tutti i paciscenti e che, pertanto, benché il testo vigente dell'art. 122, rispetto al testo contemplato nel progetto preliminare, abbia eliminato il riferimento all'acquisto di concerto, la norma implicitamente faccia riferimento ad un "concerto" che abbia ad oggetto un acquisto.

Nel senso di considerare i predetti patti come accordi con i quali si concerta

---

<sup>2</sup> In quanto nei contratti di compravendita ad esecuzione immediata il nuovo proprietario potrà aderire liberamente all'offerta e nei casi di contratti a termine il venditore potrebbe aderire all'offerta fermo restando l'obbligo di ricomprare il quantitativo di azioni oggetto della vendita prima della data prevista per il trasferimento.

un'acquisto, si è pronunciata la dottrina maggioritaria. Si aggiunga, peraltro che, come sostenuto da autorevole dottrina, tali accordi rilevano non solo se sono stipulati tra soggetti già soci ma anche tra non soci, con la precisazione che solitamente tali accordi sono accompagnati da patti concernenti la futura gestione in comune delle azioni che verranno acquisite #<sup>3</sup>.

Per le medesime argomentazioni sopra svolte si ritiene che la definizione di cui alla citata lettera c) non possa ricomprendere neppure i contratti preliminari di vendita e i contratti *futures*: tali contratti, infatti, non sono patti con cui si "concerta" un'acquisto nel senso sopra rappresentato.

Si ritiene, infine, che i contratti di vendita a termine, i contratti *futures* e i preliminari di vendita non possano neppure essere ricompresi nella tipologia di cui alla lettera b) (patti in qualunque forma stipulati che pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse).

I contratti di vendita a termine, infatti, non impongono al venditore di non disporre delle azioni oggetto del contratto ma esclusivamente di consegnare la stessa quantità e categoria di azioni indicate nel contratto alla data prefissata per la liquidazione. Per i contratti *futures* su azioni, premesso che soprattutto per i *financial futures* è raro che un contratto si concluda con l'effettiva consegna del bene, vale lo stesso discorso e, pertanto, anch'essi non possono essere considerati patti che limitano il trasferimento di azioni. Anche i preliminari di vendita non impongono un vincolo di indisponibilità delle azioni ma obbligano esclusivamente il promittente venditore a stipulare successivamente il contratto definitivo, entro una certa data o al verificarsi di un certo evento, e, conseguentemente, ad avere la disponibilità del quantitativo di azioni richiesto dal promittente acquirente alla data prevista per il trasferimento.

Ciò non esclude che nei preliminari di vendita o nei contratti di vendita a termine possano essere contenute delle clausole che limitano la trasferibilità delle azioni fino alla data del trasferimento o che prevedano il deposito vincolato delle stesse, in tal caso tali clausole, come qualsiasi altra che possa configurare una pattuizione parasociale, saranno soggette alla disciplina in esame.

Con riferimento ai contratti di opzione *put* e *call* su azioni o su strumenti finanziari che danno il diritto di acquistare o sottoscrivere azioni valgono le medesime argomentazioni sopra rappresentate.

Più precisamente si tratta di contratti che conferiscono il diritto di acquistare (*call*) o vendere (*put*) una determinata quantità di titoli ad un prezzo stabilito e a una certa data o entro un determinato periodo, e che, quindi, non rientrano nella tipologia prevista dalla citata lett. c) la quale, come rappresentato, si riferisce agli accordi per gli acquisti concertati. Ugualmente tali contratti non rientrano nella tipologia di cui alla lettera b) in quanto gli stessi non obbligano a rendere indisponibili le azioni oggetto dell'opzione, a meno che contengano specifiche clausole in tal senso e in tal caso quest'ultime dovranno essere pubblicate come accordi di blocco.

Un altro elemento da considerare è la circostanza che le opzioni di acquisto o vendita sono già oggetto della disciplina sulle partecipazioni rilevanti di cui all'art. 120. Come noto, infatti, poiché la conoscenza delle opzioni *put* e *call* su partecipazioni di una certa rilevanza può risultare importante ai fini della trasparenza su future ed eventuali modifiche degli assetti proprietari, nell'art. 119 del Regolamento è previsto l'obbligo di comunicazione

---

<sup>3</sup> L'interpretazione secondo la quale possono essere considerati patti parasociali anche i patti stipulati tra alcuni soci e soggetti terzi ovvero tra futuri soci può tra l'altro essere confermata dall'art. 10, comma 4 della legge n. 149/92, ora abrogata, il quale originariamente prevedeva la pubblicità degli "accordi tra soci in qualsiasi forma stipulati..." e che successivamente fu modificato eliminando le parole "tra soci" proprio per tenere conto di tale categoria di patti.



delle c.d. partecipazioni potenziali nel caso di superamento di particolari soglie (per mezzo di accordi con i quali "si possono acquistare o vendere" azioni "di propria iniziativa").

Al riguardo si precisa che tale disposizione, attuativa della direttiva comunitaria sulle partecipazioni importanti n. 88/627 e funzionale ad una visione dinamica della trasparenza proprietaria, si riferisce alle opzioni che danno diritto di acquistare o vendere azioni con diritto di voto e che, anche in pendenza della previgente disciplina, tali contratti erano resi noti al mercato non mediante l'obbligo di comunicazione degli accordi parasociali di cui all'art. 10, comma 4 della legge n. 149/92, ma con l'obbligo relativo alle partecipazioni rilevanti di cui all'art. 1/5 *bis* della legge n. 216/74, sostanzialmente riprodotto nel citato art. 119 del Regolamento.

#### **4. Conclusioni**

Con riferimento agli accordi di *lock up*, considerato che la funzione economica di tali accordi non è quella di incidere sugli assetti proprietari delle società quotate ma di stabilizzare le azioni nel periodo immediatamente successivo all'inizio delle negoziazioni, al fine di garantire il successo delle stesse operazioni di quotazione, si ritiene che gli stessi non possano essere considerati dei patti parasociali. Pertanto, a tali accordi non si ritiene applicabile la disciplina di cui agli artt. 122 e 123 del Testo Unico e la pubblicità degli stessi sarà garantita dalle informazioni contenute nel prospetto di sollecitazione/quotazione.

La predetta disciplina si ritiene altresì non applicabile ai contratti di compravendita, ai preliminari di vendita, ai contratti *futures*, alle opzioni *put* e *call* e, infine, alle *c.d. overallotment options*, a meno che tali contratti non contengano specifiche clausole definibili come "parasociali", in quanto conformi alle tipologie indicate nell'art. 122, così come sopra interpretate (ad es. clausole di blocco, di consultazione, acquisto concertato ecc.). In tal caso saranno tali clausole ad essere soggette al regime di pubblicità e alle ulteriori disposizioni previste dal Testo Unico per i patti parasociali.

IL PRESIDENTE  
*Luigi Spaventa*