

OPA obbligatoria: la presunzione di concerto per patto parasociale è ancora assoluta?

SOMMARIO: 1. Breve introduzione. — 2. *Ratio* della disciplina sul concerto. — 3. Il concerto nella Direttiva OPA. — 4. Il concerto nel sistema inglese. — 5. Il concerto nel sistema italiano: una disciplina stratificata, con un vizio d'origine. — 6. *Segue*: l'attuale architettura delle presunzioni di concerto. — 7. Limiti e disfunzioni di una presunzione assoluta fondata su di una fattispecie (il patto parasociale) dai labili confini. — 8. A favore di una ricostruzione della presunzione assoluta di concerto coerente con la *ratio* della disciplina OPA. — 9. L'ESMA "rema in questa direzione". — 10. Una nota conclusiva su patti parasociali e concerto: una metonimia o una relazione non necessariamente biunivoca?

1. *Breve introduzione.* — Sebbene il cardine intorno al quale ruotano i meccanismi dell'obbligo di offerta sia ormai da tempo costituito da un parametro oggettivo (ossia dal superamento di una soglia partecipativa predeterminata), il tema del *controllo* resta pur sempre centrale anche nell'odierno sistema dell'OPA obbligatoria. La scelta compiuta nel 1998 dal legislatore del t.u.f. che, innovando rispetto alla progressa disciplina della legge n. 149/92 ⁽¹⁾, ha previsto l'obbligo di offerta non (più) all'acquisizione del controllo, ma al semplice superamento della soglia partecipativa fissata per legge ⁽²⁾, ha indubbiamente semplificato l'appli-

⁽¹⁾ Il costrutto della legge n. 149/92 si fondava sulla giustapposizione tra OPA preventiva (quale "percorso principe" per chiunque intendesse acquisire il controllo — di diritto o di fatto — di una società quotata) e OPA successiva imposta *ex lege* a chi avesse acquisito il controllo senza passare attraverso l'OPA preventiva. L'OPA successiva assolveva dunque la funzione di sanatoria *ex post* per chi avesse acquistato il controllo di una quotata al di fuori di un'OPA preventiva e non intendesse allineare la relativa partecipazione entro i successivi dodici mesi. Come è noto, la legge n. 142/92 ha avuto vita breve perché le norme in materia d'OPA sono confluite nel testo unico della finanza del 1998 (il "t.u.f."), che, nell'abrogare la legge del 1992, ha drasticamente semplificato la materia, sia eliminando alcune delle previgenti fattispecie di OPA obbligatoria sia, soprattutto, collegando l'obbligo di offerta al superamento di una soglia partecipativa fissa, anziché all'acquisto del controllo (con l'evidente obiettivo di evitare le incertezze applicative che avevano caratterizzato la legge del 1992 - cfr. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, Torino, Giappichelli, 2014, 140. Per una ricostruzione dei (complessi) meccanismi della legge del 1992, vedi AA.VV., *Commentario sulla disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli*, a cura di Costi, in *N. leggi civ. comm.*, 1997, 93-541.

⁽²⁾ Se la versione originaria del t.u.f. legittimava l'utilizzo del termine soglia al singolare, le modifiche apportate all'articolo 106 t.u.f. dal d.l. 24 giugno 2014 n. 91 (convertito con modificazioni dalla legge 11 agosto 2014 n. 116) ne impongono ora una declinazione al plurale; il legislatore del 2014 ha infatti introdotto nel t.u.f. un meccanismo a soglie differenziate in funzione delle caratteristiche dimensionali delle società emittenti. A fianco della soglia del 30% che ha svolto la funzione di soglia unica dalla promulgazione del t.u.f. sino al 2014, l'articolo 106 t.u.f. distingue ora tre ipotesi: (a) soglia generale del 30% (art. 106, primo comma); (b) soglia del 25% per le società diverse dalle PMI (come definite all'articolo 1, comma 1, lettera w-quater del t.u.f.) in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata (art. 106, comma 1 bis); e (c) soglia non inferiore al 25% e non superiore al 40% per le PMI che intendano derogare statutariamente, entro i suddetti limiti, alla

cazione dell'istituto, evitando molte delle incertezze e delle ambiguità del sistema previgente; tuttavia, la scelta legislativa a favore del parametro dell'"acquisto oltre soglia" in luogo dell'"acquisto del controllo" non è assoluta, perché il "controllo" rimane elemento costitutivo della fattispecie in più di una circostanza. In generale, lo è in negativo, posto che l'obbligo di offerta non scatta, pur a fronte del superamento della soglia rilevante, quando vi sia un altro socio o una coalizione di altri soci che già dispongano del controllo, anche congiunto, della società (3). Sul piano concettuale, dunque, il superamento della soglia è assimilabile ad una presunzione di acquisto del controllo (4) superabile solo con la

soglia generale del 30% (art. 106, comma 1ter) (diffusamente in argomento, Mosca, *La maggioranza del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie OPA*, in *N. leggi civ. comm.*, 2015, 863 ss.). A differenza del regolatore inglese che ha nel tempo mantenuto costante la soglia unica del 30% pur a fronte di periodici dibattiti sull'opportunità di una sua riduzione (cfr. ADAMS-WHITELOCK, in *Aa.Vv.*, *A Practitioner's Guide to the City Code on Takeovers and Mergers*, Londra, 2017/2018, 176-177), il legislatore italiano, intervenendo anche sull'onda delle polemiche insorte per l'ennesimo passaggio del controllo su Telecom Italia al di fuori di un quadro d'OPA (cfr. MUCCIARELLI (nt. 1), 141, nota 31), ha effettivamente ridotto la soglia OPA nel tentativo di rendere più instabile la posizione di chi volesse acquisire ed esercitare il controllo ponendosi appena al di sotto della soglia OPA; è infatti evidente che, riducendo dal 30% al 25% la partecipazione liberamente acquisibile senza obbligo di offerta, il dominio di chi fosse prossimo alla (ma sotto la) soglia OPA sarebbe maggiormente a rischio di "ribaltoni assembleari". Si pensi proprio al recente caso di Telecom Italia la cui assemblea dei soci del 4 maggio 2018 è stata chiamata al rinnovo del consiglio di amministrazione. All'esito della votazione, la lista presentata dal socio di maggioranza relativa Vivendi S.A., titolare di circa il 24% del capitale sociale, è stata "sconfitta" di misura dalla lista presentata da altro socio di minoranza. L'esito della votazione avrebbe potuto essere diverso laddove Vivendi S.A. avesse potuto possedere una quota del capitale sociale quanto più prossima al 30%, senza incorrere nel superamento di soglie OPA. Per altro verso, il legislatore, attribuendo alle PMI la facoltà di stabilire statutariamente la propria soglia OPA nell'intervallo compreso tra un minimo del 25% e un massimo del 40%, ha inteso incentivare i processi di quotazione delle PMI, alleviando gli oneri della disciplina dell'OPA obbligatoria che sono tradizionalmente (anche se non so quanto fondatamente) visti come uno degli ostacoli alla decisione degli imprenditori di quotare la propria società (cfr. Mosca (nt. 2), 890); sull'effettiva utilità della determinazione statutaria della soglia OPA non sono tuttavia mancate considerazioni critiche (cfr., ad esempio, BRAGANTINI, *Chi investe nelle Pmi se l'OPA è "à la carte"?*, in *lavoce.info*, 24 ottobre 2014).

(3) Conformemente alla delega attribuita alla Consob dall'articolo 106, comma 5, del t.u.f., l'articolo 49, primo comma, del Regolamento Emittenti prevede che: "l'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 non sussiste se [...] un altro socio, o altri soci congiuntamente, dispongono della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria".

(4) In questo senso, TOLA, *OPA e tutela delle minoranze*, Napoli, Jovene, 2008, 186, che osserva come il combinato disposto Consob dell'articolo 106, comma 5, del t.u.f. e dell'articolo 49, primo comma, del Regolamento Emittenti confermi "il carattere presuntivo della soglia rilevante ai fini dell'OPA obbligatoria, sottolineandone l'inidoneità a consentire l'esercizio del controllo ogniquale volta il relativo potere risulti ancorato a percentuali maggiori del capitale. In presenza di un soggetto che abbia una disponibilità di titoli tale da garantire il dominio dell'assemblea, acquisizioni che in astratto imporrebbero la presentazione di un'offerta generalizzata vengono private in concreto di ogni rilievo. È evidente, infatti, che la loro realizzazione non sarebbe di per sé in grado di determinare il mutamento del gruppo di controllo e di influire, anche in minima parte, sulla sua composizione. Ai fini dell'operatività dell'esenzione viene presupposta l'altrui disponibilità di controllo di diritto, ai sensi dell'art. 2359, c. 1 n. 1 c.c. Ciò significa che al momento dell'acquisizione in astratto rilevante, la società non deve essere scalabile in quanto il pacchetto di maggioranza può trasferirsi solo per volontà del suo titolare". Simili anche le considerazioni di COSTI, *Il Mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2018, 94, che, nel sottolineare come il legislatore abbia imposto l'obbligo di offerta a chi supera la soglia partecipativa prevista per legge nel probabile convincimento che quest'ultima coincida con il controllo, nota correttamente come tale soluzione presenti il rischio che partecipazioni di effettivo controllo si collochino al di sotto di tale soglia, con conseguente possibile mutamento del controllo senza OPA; così anche MOSCA, *Azione di concerto e OPA obbligatoria*, Milano, Egea, 2013, 22 e LAMANDINI, *Voto plurimo, voto maggiorato e disciplina dell'OPA*, in *Governo Societario, Azioni*

prova dell'altrui controllo di diritto. In tale situazione, infatti, un acquisto oltre soglia non potrebbe influire in alcun modo sul controllo dell'emittente, sicché un'OPA obbligatoria (che, come è noto, è strumento di tutela degli azionisti terzi in presenza di variazioni nell'assetto di controllo di un emittente) ⁽⁵⁾ non avrebbe ragion d'essere. Questa è del resto l'espressa costruzione della Direttiva OPA ⁽⁶⁾ che, dopo aver affermato all'articolo 5 (primo comma) il postulato dell'obbligo di offerta a carico di chiunque acquisisca diritti di voto in una società in una misura tale da consentirgli di esercitare il controllo sulla stessa, affida ai legislatori nazionali il compito di stabilire quale sia, in concreto e nei singoli ordinamenti, "la percentuale dei diritti di voto sufficiente a conferire il controllo" ⁽⁷⁾.

Ma soprattutto — ed è questo il tema oggetto del presente articolo — il paradigma del controllo assume un rilievo determinante ⁽⁸⁾ nell'esegesi di quel "sottoinsieme" della normativa OPA che risponde al nome di *azione di concerto*; un sottoinsieme che, sul piano applicativo, resta a tutt'oggi la parte forse più problematica della disciplina dell'obbligo di offerta ⁽⁹⁾, non beneficiando, se non in misura minima, della semplificazione apportata al sistema OPA dal meccanismo a soglia fissa. Mentre infatti il superamento individuale della soglia è (almeno in astratto) un fatto certo e incontrovertibile, lo snodo eritico del concerto consiste proprio nella difficoltà di accertare, di volta in volta, se singoli acquisti permangano di esclusiva imputazione individuale o se invece debbano essere aggregati con quelli di altri, con conseguente superamento collettivo della soglia, per la presenza di un particolare "legame associativo" tra chi li abbia compiuti. Il tema del controllo riaffiora quindi prepotentemente nella *definizione*

a voto multiplo e Maggiorazione del voto, a cura di Tombari, Torino, Giappichelli, 2016, 127 ("il superamento della soglia del 30% assurge legislativamente a proxy [dell'acquisto del controllo]").

(⁵) Cfr. ANNUNZIATA-VENTORUZZO, *L'armonizzazione europea del diritto delle società per azioni quotate*, in *Diritto Societario Europeo e Internazionale*, diretto da Benedettelli e Lamandini, Vicenza, Utet, 2016, 442: "le finalità della regola [dell'obbligo di offerta] sono sostanzialmente due, connesse ma distinguibili: da un lato garantire la diffusione del premio di controllo anche tra gli azionisti di minoranza in caso di acquisizione sia amichevole che ostile. In secondo luogo, garantire agli azionisti di minoranza la facoltà di disinvestire a un prezzo equo a fronte di cambi di controllo".

(⁶) Ossia della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile concernente le offerte pubbliche di acquisto.

(⁷) Cfr. articolo 5, terzo comma, della Direttiva Opa.

(⁸) Osserva Mosca (nt. 4), 38, che "la nozione di controllo, abbandonata da parte del t.u.f. nel 1998 nello sforzo di rendere più facile e spedita l'individuazione del presupposto dell'obbligo di offerta, torna a ricoprire un ruolo di primo piano proprio nella nozione di persone che agiscono di concerto".

(⁹) Come è sottolineato nel corposo studio del 2011 dell'Unione Europea di valutazione degli effetti della Direttiva OPA negli stati membri, a fronte di un positivo giudizio generale degli operatori di mercato sull'efficacia dell'OPA obbligatoria, compare una notazione critica su tre temi specifici, tra cui, in particolare, proprio la difficile perimetrazione dell'azione di concerto: "the frustrations seem to come from three areas: the definition of acting in concert (viewed as potentially too broad by institutional investors), the use of cash-settled derivatives to build up an interest in connection with a takeover bid, and the propensity to try and obtain de facto control through an interest remaining just below the threshold triggering a mandatory bid (e.g. a 29.9% interest)": documento reperibile all'indirizzo ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf, 19. Non a caso, anche nell'ordinamento in cui è nato il concetto stesso di concerto ai fini OPA, la sua applicazione concreta resta comunque problematica: nelle note introduttive alle disposizioni in materia di offerta obbligatoria del *City Code* inglese, si legge, infatti, che: "the majority of questions which arise in the context of Rule 9 [ossia dell'obbligo di offerta per superamento della soglia] relate to persons acting in concert".

generale di concerto dettata dal t.u.f. ⁽¹⁰⁾ per cui “per persone che agiscono di concerto si intendono i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un’offerta pubblica di acquisto o scambio”. Infatti, il *collante* necessario affinché si possa parlare di azione di concerto tra più soggetti coincide, per l’appunto, con il comune intento di “acquisire, mantenere o rafforzare il controllo” su di un emittente. L’elemento del controllo parrebbe invece svanire sullo sfondo nel momento in cui la definizione generale di concerto cede il passo alle declinazioni presuntive (assolute e relative) che ne completano la disciplina ⁽¹¹⁾, posto che la tassonomia delle presunzioni prescinde dal vincolo di accertamento di uno scopo condiviso tra i concertisti; laddove invece, come appena ricordato, la comune finalità del controllo è *condicio sine qua non* perché possa ritenersi sussistere un’azione di concerto in base alla nozione generale dell’articolo 101-bis, quarto comma, del t.u.f. Nondimeno, non mi pare trascurabile, sul piano delle conseguenze applicative, il fatto che proprio la presunzione *assoluta* di concerto tra gli aderenti ad un patto parasociale, che più di ogni altra caratterizza il sistema italiano, tragga ragion d’essere non certo dalla asettica constatazione dell’esistenza di un accordo tra soci, bensì dalla sua idoneità ad incidere sull’emittente in una prospettiva di stabilità degli assetti proprietari o di esercizio condiviso del controllo ⁽¹²⁾.

Questo lavoro affronterà dunque il rilievo che il “controllo” assume (o dovrebbe assumere per coerenza di sistema) nelle varie fattispecie di azione di concerto previste dall’ordinamento interno. In via preliminare, vorrei tuttavia ripercorrere, sia pur nei limiti consentiti in questa sede, *ratio* e genesi dell’istituto in una prospettiva non solo italiana, concentrando tuttavia l’attenzione non sulla sequenza completa dell’OPA obbligatoria (che nel nostro ordinamento ⁽¹³⁾, come è noto, discende dal concorso di due circostanze: la presenza di persone che agiscono di concerto e il superamento collettivo della soglia per effetto di acquisti compiuti da almeno uno dei concertisti), ma sulla sola *nozione* del concerto.

2. Ratio della disciplina sul concerto. — La prima, pressoché unanime ⁽¹⁴⁾,

⁽¹⁰⁾ Art. 101-bis, quarto comma, del t.u.f.

⁽¹¹⁾ Rispettivamente previste dall’articolo 101-bis, comma 4-bis, del t.u.f. e dal combinato disposto degli articoli 101-bis, comma 4-ter, lettera a) del t.u.f. e art. 44-quater, comma 1, del Regolamento Emittenti.

⁽¹²⁾ Esercizio del potere di controllo e stabilità nell’assetto proprietario hanno, nel contesto della disciplina del concerto, punti di osmosi ma anche caratteristiche differenziali, come ben evidenziato da Mosca (nt. 4), 26-28.

⁽¹³⁾ Mentre ad esempio in Germania, Spagna e Francia l’OPA obbligatoria scatta indipendentemente dall’acquisto di una partecipazione da parte dei concertisti: cfr. MUCCIARELLI (nt. 1), 179 *et passim*.

⁽¹⁴⁾ *Ex multis* e senza che la linea interpretativa sia mutata al variare nel tempo della normativa sul concerto, TUCCI, *Acquisto di concerto e azione di concerto*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 916; GIUDICI, *L’acquisto di concerto*, *Riv. soc.*, 2001, 490; GUZZI-TUCCI, in *Aa.Vv.*, *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di Stella Richter Jr. Torino, Giappichelli, 2011, 259; BRUNETTA, *sub art. 109*, in *Aa.Vv.*, *La disciplina dell’offerta pubblica di acquisto*, a cura di Pederzini, in *N. leggi civ. comm.*, 2010, 206; SERSALE, in *Aa.Vv.*, *Commentario all’Offerta Pubblica di Acquisto*, a cura di FAUCEGLIA, Torino,

chiave di lettura della disciplina del concerto ne sottolinea, inevitabilmente, la finalità antielusiva; in assenza di una previsione sull'azione di concerto, l'obbligo di offerta sarebbe infatti agevolmente aggirabile e verrebbe così frustrato lo scopo ultimo dell'OPA obbligatoria. È del resto intuitivo che se le norme in materia di OPA obbligatoria rispondono ad un interesse pubblico di parità di trattamento tra gli azionisti, l'obbligo di offerta deve trovare applicazione non solo nel caso in cui il superamento della soglia sia riferibile ad unico soggetto ma anche in presenza di raggruppamenti il cui grado di coesione interna renda il loro agire sostanzialmente equiparabile ad un'iniziativa individuale. Tuttavia, la ricostruzione del concerto in termini esclusivamente antielusivi coglie solo parzialmente nel segno perché finisce per accomunare situazioni molto diverse tra loro ⁽¹⁵⁾. Mentre infatti la finalità antielusiva è intimamente connessa alle figure di concerto volte a ricondurre ad un *unico ente decisionale* gli acquisti effettuati in modo frazionato da soggetti formalmente autonomi ma in realtà assoggettati ad unico volere, ben diversa è l'eventuale azione di concerto tra soggetti, realmente indipendenti, che tuttavia perseguono un disegno comune. Nel primo caso la disciplina del concerto si limita a consolidare in capo ad un unico soggetto ciò che è separato solo nella forma giuridica; che una partecipazione nell'emittente sia interamente posseduta da una *holding* ovvero frazionata tra quest'ultima e le sue partecipate non muta, infatti, la riferibilità del controllo ad un unico centro decisionale ⁽¹⁶⁾. Da più parti si è del resto sottolineata la prossimità ⁽¹⁷⁾ tra le ipotesi di concerto conseguenti all'appartenenza al medesimo gruppo societario e la fattispecie dell'*acquisto indiretto* (ossia tramite interposti o fiduciari) prevista dall'articolo 105, secondo comma, del t.u.f. ⁽¹⁸⁾. E per quanto le due fattispecie restino obiettivamente distinte sul piano giuridico ⁽¹⁹⁾, mi pare

Giappichelli, 2010, 188-189; MUCCIARELLI, (nt. 1), 178; ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sull'OPA nell'Unione Europea*, in *Riv. soc.*, 2010, 673; GATTI, *OPA e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, Giuffrè, 2004, 258 ss.; WEIGMANN, *Commento sub art. 109*, in *Testo Unico della Finanza, Commentario diretto da Campobasso*, ⁶⁶, Torino, Giappichelli, 2002, 932; PICONE, *Patti parasociali e OPA obbligatoria*, in *Società*, 1999, 1494; GINETTI, *La nozione di concerto nel diritto societario europeo e l'attivismo degli azionisti*, in questa *Rivista*, 2014, 1, 783.

(¹⁵) In questa medesima prospettiva, cfr. MOSCA (nt. 4), 40.

(¹⁶) Del resto, la Consob, in vigore della legge n. 149/92 che pure non contemplava alcuna disciplina del concerto, aveva ritenuto sussistente l'obbligo, in via generale, "di procedere ad un'offerta pubblica di acquisto anche [...] quando la partecipazione [rilevante] venga acquisita in modo frazionato da parte di più società controllate da un unico soggetto ovvero da parte di un soggetto e di una o più società da esso controllate" (cfr. Delibera Consob n. 6265 del 10 giugno 1992). Sull'assenza di una disciplina del concerto nella legge n. 149/92, vedi G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, Padova, Cedam, 1996, 233 ss.

(¹⁷) Cfr. GUZZI-TUCCI (nt. 14), 259. E di "interposizione" parla anche BIANCHI, *sub art. 109, La disciplina delle società quotate*, Commentario a cura di Marchetti e Bianchi, I, Milano, Giuffrè, 1999, 451. Si sofferma sul rapporto di prossimità MOSCA (nt. 4), 40-50, ma per sottolineare che, nel nostro ordinamento, concerto e interposizione restano fenomeni giuridicamente distinti, a differenza di quanto accade nella regolamentazione francese ove l'articolo 233-3 del Code de Commerce riconduce espressamente al concerto anche gli accordi stipulati "entre le fiduciaire et le bénéficiaire d'un contrat de fiducie, si ce bénéficiaire est le constituant".

(¹⁸) Secondo cui per "partecipazione oltre soglia" si intende la "quota, detenuta anche indirettamente per il tramite di fiduciari o per interposta persona".

(¹⁹) Anche per quanto attiene alle conseguenze applicative, atteso che "mentre l'accertamento dell'esistenza del concerto implica che l'obbligo di promuovere l'offerta, in caso di superamento delle

che il porle a raffronto sia utile per meglio discernere, all'interno della disciplina del concerto, due differenti paradigmi: di cui, il primo caratterizzato da una "articolazione polimorfa" di un centro decisionale unico (o comunque dominante); ed il secondo, in cui più centri decisionali collaborano per realizzare un obiettivo comune, pur secondo schemi di concertazione ad intensità variabile. Detto altrimenti, imporre un obbligo di offerta a chi abbia eventualmente frazionato gli acquisti, coinvolgendo, a tal fine, enti o persone del cui volere egli "disponga" ⁽²⁰⁾, risponde ad un'esigenza di chiusura del sistema, ma non modifica il perimetro applicativo della disciplina OPA, se non, per l'appunto, in chiave meramente anticlusiva. Mentre aggregare le partecipazioni di più soggetti indipendenti per il sol fatto che essi condividono un disegno o programma comune amplia effettivamente i confini dell'OPA obbligatoria, perché sancisce un obbligo di offerta ulteriore e concettualmente autonomo rispetto al superamento della soglia su base individuale o *para individuale*. La disciplina del concerto finisce così per occupare un ampio spettro di intervento, che, nell'interazione tra la clausola generale *ex art. 101 bis*, quarto comma, del t.u.f. e il sistema delle presunzioni ai sensi dei commi 4 *bis* e 4 *ter* dello stesso articolo, si riflette, concettualmente, in tre macro-categorie di concerto (per il vero trasversali a più ordinamenti):

— il *concerto endosocietario*, imperniato sull'appartenenza di più soggetti ad un medesimo gruppo societario, per cui "sono, in ogni caso, persone che agiscono di concerto: [...] b) un soggetto, il suo controllante e le società da esso controllate; c) le società sottoposte a comune controllo" ⁽²¹⁾;

— il *concerto relazionale*, il cui fulcro è costituito da rapporti familiari o di ruolo e che forma oggetto di presunzione *iuris et de iure ex art. 101-bis*, comma quattro *bis*, lett. d) del t.u.f., laddove la relazione sia tra "una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza o direttori generali" ⁽²²⁾;

soglie, gravi in via solidale su tutti i concertisti, là dove si accerti ricorrere un acquisto indiretto, ossia tramite fiduciario o per interposta persona, l'obbligo grava in via solitaria sull'interponente, e comunque sul soggetto cui quella partecipazione sostanzialmente si imputa": Guizzi-Tucci (nt. 14), 259. Gli stessi autori, per il vero, segnalano, sempre nel contesto del passo citato, come sia talora obiettivamente difficile distinguere tra frazionamento degli acquisti a titolo di concerto piuttosto che di interposizione; analoga osservazione è svolta anche da Mosca (nt. 4), 49, *in fine*.

⁽²⁰⁾ Il riferimento è alle ipotesi di concerto tra società del medesimo gruppo *ex artt. 101-bis*, comma 4-*bis*, lettere b) e c) del t.u.f., per cui "il legislatore [...] muove dall'assunto che gli acquisti posti in essere da una società controllata siano equiparabili agli atti di un soggetto interposto e dunque debbano venir ricondotti ad unità, in capo al dominante": così, Bianchi (nt. 17), 451.

⁽²¹⁾ Art. 101-*bis*, comma 4-*bis* T.U.F.; similmente, nella disciplina inglese, nella disciplina francese, ma con presunzione semplice, la voce (1) della Sezione C1 del *City Code (Definitions)* e in diritto francese, sempre con presunzione semplice, nell'articolo L. 233-10, secondo comma, n. 2 e 3.

⁽²²⁾ Alla presunzione assoluta citata nel testo si affianca la presunzione (semplice) di cui al combinato disposto dell'articolo 101 *bis*, comma quattro *ter*, e articolo 44 *quater*, primo comma, lettera a) del Regolamento Emittenti, "un soggetto e il coniuge, il convivente, gli affini e in parenti in linea retta e in linea collaterale entro il secondo grado nonché i figli del coniuge e del convivente"; ma anche (i) (alla lettera b) della medesima disposizione regolamentare) "un soggetto e i suoi consulenti finanziari per operazioni relative all'emittente". Analogamente, in Inghilterra le presunzioni (semplici) sono dettate, rispettivamente, dalle voci (5), (7) e (2) della Sezione C1 del *City Code (Definitions)*. In Francia, la presunzione "relazionale", invece, si limita, da un lato, alla società e alle

— il *concerto pattizio ex art. 101-bis* comma 4-bis, lett. a) del t.u.f. a mente del quale sono considerati “concertisti” “gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall’articolo 122, comma 1 e comma 5 lettere a), b), c) e d)”. Il richiamo all’art. 122 include quindi ai sensi del comma 1, “i patti, in qualunque forma stipulati, aventi per oggetto l’esercizio del diritto di voto”, nonché, in virtù del richiamo al comma 5, i patti “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” (23).

La classificazione per tipologia interseca poi un regime probatorio differenziato per singola figura di concerto: nel sistema italiano, infatti, il concerto, a seconda dei casi, è presunto *iuris et de iure*, discende da presunzioni *iuris tantum* o risulta sottoposto alle ordinarie regole in materia di prova. Dall’innesto di una presunzione assoluta su di una definizione (di patto parasociale) dai confini tanto labili quanto estesi prende tuttavia forma una disciplina particolarmente rigida (24), e ciò proprio nell’area in cui la riconciliazione tra azione di concerto e *ratio* dell’OPA obbligatoria è meno immediata di quanto non accada in presenza di un concerto endosocietario o relazionale. Mentre infatti la presunzione assoluta di concerto in caso di acquisti oltre soglia ad opera di società del medesimo gruppo risulta *ictu oculi* coerente con le finalità dell’OPA obbligatoria (una volta che si accetti come logico e rispondente a canoni di comune esperienza il

sue figure di vertice e, dall’altro lato, ai soci di una società per azioni semplificata e alle società da questa controllate (cfr. articolo L. 233-10, secondo comma, n. 1 e 4).

(23) Quanto meno in Italia, la categoria del concerto pattizio è dominata dal paradigma del patto parasociale, anche per l’obiettivo difficoltà di individuare un chiaro criterio distintivo tra l’ampio catalogo pattizio dettato dall’art. 122 del t.u.f. e un accordo (per acquisire, mantenere o consolidare il controllo su un emittente) ex art. 101-bis, quarto comma, del t.u.f. In effetti, come si vedrà nel successivo paragrafo 7, la differenza tra la *clausola generale* dell’articolo art. 101-bis, quarto comma, del t.u.f. e il *paradigma del patto parasociale* ha più a che vedere con la prova dei relativi accordi che non con il loro contenuto.

(24) Esattamente in questi termini, Garza, *Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema del concerto*, in *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, Giuffrè, 2015, 122: “insomma, quel che intendo dire, è che l’enorme ampiezza che assume la fattispecie del concerto presunto *iuris et de iure* — che è poi quella cui tipicamente ricorre la Consob nella sua esperienza applicativa, addivenendo quasi sempre all’affermazione del concerto ragionando attraverso il termine medio del patto occulto davvero può finire per trasformare ogni coordinamento anche in vista dell’esercizio dei diritti assembleari, ed anche in presenza di un semplice effetto, indiretto, di stabilizzazione degli assetti proprietari ed in assenza di una volontà finalisticamente orientata a modificare il controllo, in forme di concertazione. Un rischio, questo, che può addirittura essere alimentato, con esiti difficilmente prevedibili, dalla circostanza che il nostro ordinamento, seguendo una soluzione di compromesso tra quella accolta nell’esperienza inglese — che, come detto, assegna rilievo solo al caso in cui il superamento della soglia da parte di soggetti che agiscono di concerto sia l’effetto di successivi ulteriori acquisti — e quella tedesca — che assegna rilievo anche al fatto del superamento della soglia che sia riflesso della mera aggregazione delle partecipazioni già detenute dai concertisti — ritiene configurabile il presupposto dell’obbligo di OPA pure là dove il superamento della soglia dipenda semplicemente dal cumulo delle partecipazioni già detenute dai concertisti, ove alcuno di essi abbia operato acquisti nei dodici mesi precedenti il momento in cui la fattispecie del patto parasociale, ancorché nullo, venga ad esistenza”.

presupposto dell'unitarietà di azione tra società sottoposte al medesimo controllo), l'esistenza di un accordo, pur oggettivamente sussumibile, per tipologia, nell'ampia categoria del "parasociale", non giustificerebbe, sul piano della *ratio* normativa, un obbligo di offerta in assenza di una valutazione della sua idoneità (almeno potenziale) ad incidere sugli assetti proprietari o di governo dell'emittente. Anche accogliendo la prospettiva poc'anzi delineata, secondo cui la disciplina del concerto, accanto alla funzione anti elusiva in senso stretto, è essenzialmente volta a trasporre sul piano dell'azione collettiva la medesima tutela che l'ordinamento appresta a beneficio della generalità dei soci in caso di superamento individuale della soglia di un emittente, l'identità di *ratio* tra le due situazioni (azione individuale e collettiva) imporrebbe comunque che il riflesso sulla società quotata, conseguente all'azione di concerto, fosse di intensità almeno paragonabile al potere di influenza o di concentrazione proprietaria che un superamento individuale della soglia porta con sé. E sebbene stia nelle cose che, nel passaggio dalla dimensione individuale alla dimensione collettiva, il legislatore, nel disegnare la fattispecie dell'azione di concerto, intenda comunque attribuire rilievo ad una capacità di influenza pur strutturalmente inferiore (vuoi per il limitato orizzonte temporale di un patto parasociale vuoi per l'intrinseca instabilità nei rapporti obbligatori tra soggetti che pur condividendo un fine comune conservano ovviamente distinti interessi individuali), l'azione di concerto risulterebbe evidentemente priva di *ratio* se venisse imposto un obbligo di offerta anche in casi in cui il patto parasociale fosse obiettivamente irrilevante per il controllo della società o del suo capitale ⁽²⁵⁾. Un rischio, questo, che mi pare concreto nel nostro ordinamento alla luce della scelta del legislatore di attrarre nella presunzione assoluta di concerto sostanzialmente tutte le possibili declinazioni contenutistiche di un patto parasociale, privando così (apparentemente) l'interprete — autorità di mercato o giudice dell'eventuale contenzioso — di ogni possibilità di indagine sull'effettiva rispondenza della fattispecie alla *ratio* dell'obbligo collettivo di offerta. Una scelta, quella italiana, che non discende dall'impostazione comunitaria e che si distacca, peraltro, anche dai meccanismi applicativi del concerto propri della regolamentazione sia inglese sia francese, da cui, pure, l'esperienza italiana in materia d'OPA ha sempre tratto ispirazione.

3. *Il concerto nella Direttiva OPA.* — Per quanto la Direttiva OPA abbia giocato, come si vedrà ⁽²⁶⁾, un ruolo importante nel *plasmare* l'azione di concerto come oggi vigente nel nostro ordinamento, la disciplina comunitaria in materia di

⁽²⁵⁾ Come nota Mosca (nt. 4), 19: "l'imposizione dell'offerta in capo a soggetti che agiscono di concerto costituisce un risultato equilibrato se la detenzione della partecipazione aggregata oltre soglia esprime una convergenza di interessi con effetti paragonabili, in termini di concentrazione della proprietà e di esercizio del controllo, al caso di superamento individuale della percentuale critica".

⁽²⁶⁾ Il tema verrà ovviamente ripreso nel successivo paragrafo 5, dedicato, per l'appunto, ad un breve *excursus* sull'evoluzione della normativa del concerto all'interno del t.u.f. Basti qui premettere che, prima dell'attuazione della Direttiva OPA, il t.u.f. non conteneva una fattispecie generale di "persone che agiscono di concerto", ma solo un'elencazione tassativa di (quattro categorie di) soggetti solidalmente tenuti all'obbligo di offerta in caso di acquisti, compiuti da anche uno solo di essi, che, sommati alle azioni possedute dagli altri, determinassero un superamento (collettivo) della soglia OPA.

azione concertata ai fini OPA è per il vero molto scarna (27). In sintesi (28), la Direttiva OPA prevede un obbligo di offerta a carico di chi, per effetto di propri acquisti o di acquisti effettuati da persone che con lui agiscano di concerto, superi la soglia partecipativa rilevante (art. 5, primo comma); stabilisce che sono persone che agiscono di concerto “[le] persone fisiche o giuridiche che cooperano con l’offerente o la società emittente sulla base di un accordo, sia esso espresso o tacito, verbale o scritto, e volto ad ottenere il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell’offerta” (art. 2, comma 1, lettera d)); precisa che “le persone controllate da un’altra persona [...] sono considerate persone che agiscono di concerto con detta persona e tra loro” (29) (art. 2, comma 2); e “cattura” il prezzo pagato da tutte le persone che agiscono di concerto ai fini del calcolo del prezzo di offerta secondo la regola del *best price* (30) (art. 5, comma quattro). Peraltro, se lo scopo della Direttiva OPA era quello di assicurare la convergenza delle singole normative nazionali in materia di *takeover* in un’ottica di armonico sviluppo dei mercati finanziari in Eu-

(27) La nozione di “concerto” nel diritto societario europeo non è appannaggio esclusivo della Direttiva OPA. Il termine “concerto” è infatti utilizzato anche dalla Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio europeo del 15 dicembre 2004 (sull’armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato — la cd. “Direttiva *Transparency*”) e dalla Direttiva 2007/44/CE del Parlamento europeo e del Consiglio europeo del 5 settembre 2007 (relativa alle regole procedurali e ai criteri per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni nel settore finanziario — la cd. “Direttiva *Acquisizioni*”). Tuttavia, mentre la Direttiva *Acquisizioni* ricorre al termine “concerto” senza dettarne una definizione, la Direttiva *Transparency* definisce come concerto: “un accordo che [...] obbliga [i soggetti che agiscono di concerto] ad adottare, con un esercizio concertato dei diritti di voto detenuti, una politica comune durevole nei confronti della gestione dell’emittente in questione” — art. 10, lettera a). Sulle differenze, non solo lessicali, tra la definizione di “concerto” contenuta nella Direttiva *Transparency* e quella dettata dalla Direttiva OPA, vedi GHETTI (nt. 14), 758 ss. Peraltro, i concetti sottesi alla definizione contenuta nella Direttiva *Transparency* (ed in particolare il riferimento ad una politica gestionale durevole) hanno influenzato le scelte di più di un legislatore nazionale (*in primis*, in Francia) in sede di recepimento dell’azione di concerto ex Direttiva OPA (cfr. ESMA, *Public Statement, Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive, 1st update, 20th June 2014, Appendix C, first paragraph* — disponibile sul sito dell’autorità).

(28) Per un’elencazione puntuale delle disposizioni della Direttiva OPA che fanno riferimento all’azione di concerto, cfr. BRUNETTA (nt. 14), 202 (nota 6).

(29) Con presunzione che GHETTI (nt. 14), 767 e BRUNETTA (nt. 14), 213 (nota 54), ritengono assoluta, ma che in più di un ordinamento è stata invece congegnata come presunzione semplice (ad esempio, in Inghilterra ove il concerto endosocietario rientra tra le presunzioni della Sezione C1 del City Code (*Definitions*), sempre suscettibili di prova contraria per espressa disposizione (“unless the contrary is established”); egualmente il concerto endosocietario forma oggetto di presunzione semplice in diritto francese (cfr. VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, Parigi, Francis Lefebvre, 2014, 299).

(30) Art. 5, quarto comma, della Direttiva OPA: “è considerato prezzo equo il prezzo massimo pagato per gli stessi titoli dell’offerente, o da persone che agiscono di concerto con lui, in un periodo, che spetta agli stati membri determinare, di non meno di sei e non più di dodici mesi antecedenti all’offerta di cui al paragrafo 1. Se, dopo che l’offerta è stata resa pubblica e prima che venga chiusa per l’accettazione, l’offerente o qualsiasi persona che agisca di concerto con lui acquista titoli a un prezzo superiore a quello dell’offerta, l’offerente deve aumentare la sua offerta a non meno del prezzo massimo pagato per i titoli così acquistati”, in combinazione con il primo comma dello stesso articolo, secondo cui, in caso di offerta obbligatoria, “l’offerta [...] è indirizzata a tutti i possessori dei titoli per la totalità delle loro partecipazioni, al prezzo equo definito nel paragrafo 4”.

ropa⁽³¹⁾, l'obiettivo, anche per quanto attiene alla disciplina del concerto, può dirsi certamente raggiunto, in virtù del ricorso ad una definizione che, per quanto necessariamente generica e talora anche imprecisa⁽³²⁾, non lascia in realtà dubbi sulle finalità perseguite e garantisce, pertanto, un ambito di applicazione dell'obbligo di offerta, in caso di superamento collettivo della soglia, tendenzialmente omogeneo all'interno dell'Unione Europea. E sebbene la definizione di persone che "agiscono di concerto" contenuta nella Direttiva OPA sia stata oggetto di critiche per la sua parziale indeterminatezza⁽³³⁾, più voci⁽³⁴⁾ si sono espresse

(³¹) Come chiaramente indicato dal considerando n. 25 della direttiva che ne esplicita gli scopi nella finalità di: "definire [...] gli orientamenti minimi per lo svolgimento delle offerte pubbliche di acquisto e assicurare una tutela adeguata ai possessori di titoli in tutta la Comunità". Per una sintetica ma efficace ricostruzione del lungo dibattito che ha preceduto l'adozione della Direttiva OPA, cfr. ANNUNZIATA e VENTORAZZO, (nl. 5), 431 *et passim*.

(³²) Il riferimento è all'utilizzo del termine "offerente", quasi che l'azione di concerto si innestasse nel contesto di un'offerta già in essere, laddove invece, pacificamente, la funzione della norma è quella di aggregare più soggetti per determinare l'insorgere, successivamente agli acquisti oltre soglia, di un obbligo di offerta. Diversamente dalla scelta che il legislatore italiano aveva effettuato ante-direttiva e che è stata confermata anche all'atto della sua trasposizione nel nostro ordinamento (art. 109, primo comma, l.u.f.), la Direttiva OPA non prevede un obbligo solidale di offerta a carico di tutti i soggetti in concerto, sicché per il vero, nel caso dell'azione di concerto, l'identificazione di chi sia il soggetto tenuto a promuovere l'offerta ai sensi dell'art. 5, primo comma, della Direttiva OPA resta nell'ombra; per una contrapposta lettura della norma, cfr. SCIONE, *La nuova disciplina dell'opa europea: un'ipotesi di regolamentazione minima*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2005, II, 50 (per cui l'obbligo di offerta presupporrebbe la necessità di individuare un soggetto "leader" tra i concertisti) e BRUNETTA (nl. 14), 223, nota 106 (che invece non ravvisa necessità di distinzione tra le persone che agiscono di concerto).

(³³) In ragione soprattutto degli ampi margini di flessibilità concessi agli stati membri per la trasposizione dei principi fissati dalla direttiva; cfr. sul punto, ANGELLIS-MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della Commissione Europea*, in *Riv. soc.*, 2007, 1108 *et passim*.

(³⁴) Nel documento predisposto dall'*European Company Law Experts* (che comprende, tra gli altri, P. Davies, G. Ferrarini, K. J. Hopt, ecc.) in risposta al rapporto della Commissione Europea del 28 giugno 2012 sullo stato di attuazione della Direttiva OPA si legge che: "the prevalence of dispersed ownership or ownership concentration and of shareholder agreements differs from one member state to another, creating different control situations in each member state. European wide harmonisation in this respect would most likely not improve the regulatory environment and may even increase uncertainty", con tuttavia un preciso caveat (su cui si tornerà ampiamente nel prosieguo di questo articolo): "although the arguments against harmonisation of the concept of acting in concert in the Takeover Bids Directive are therefore strong, the Commission does raise one concern that the ECLE believes is valid. The legal uncertainty of the concept of acting in concert in the Takeover Bids Directive may have the undesirable chilling effect on the willingness of international investors to co-operate in order to engage with investee companies. Engagement activities by investors who are not seeking to control the company should not be discouraged and should not trigger the obligation to launch a mandatory offer. The unintended consequence would be less engagement by investors and accordingly a higher risk of undesirable value destroying management entrenchment. The ECLE believes that in relation to the mandatory offer rule the definition of acting in concert in the Takeover Bids Directive should continue to contain the element aimed at acquiring control of the offeree company and that this should be part of the implementation of the Directive in all member states. Co-operation by investors which, objectively, does not seek to achieve control of a company, should not trigger the obligation to launch the mandatory offer. This would mean that joint engagement activities of investors should not trigger a mandatory offer obligation. This should be clarified in the Takeover Bids Directive itself. It would not be sufficient to only seek to develop further guidance, as the Commission suggests in its communication of December 2012, as such guidance could be ignored by national legislators, regulators and courts, as a result of which the current uncertainty for investor engagement would continue"; cfr. il paper disponibile all'indirizzo <https://europeancompanylawexperts.wordpress.com/the-application-of-the-takeover-bids-directive-response-to-the-european-commissions-report-november-2013/>.

per segnalare, al contrario, che tentativi di stringere, a livello comunitario, le “maglie definitorie” sarebbero inopportuni e controproducenti, atteso che la declinazione concreta dell’area del concerto discende anche e soprattutto dalle caratteristiche economiche e culturali dei singoli mercati, sicché sono i legislatori e le autorità nazionali i soggetti naturalmente deputati ad intervenire, integrando la definizione comunitaria, per garantire certezza e prevedibilità nell’applicazione delle regole (di diritto interno) sul concerto.

4. *Il concerto nel sistema inglese.* — La disciplina inglese del concerto ⁽³⁵⁾ — che nelle sue linee fondamentali è rimasta tendenzialmente invariata dal 1972, allorquando il *City Code* venne modificato con la previsione dell’OPA obbligatoria, all’origine assente ⁽³⁶⁾ — è perfettamente aderente al modello comunitario; e del resto non avrebbe potuto essere diversamente, atteso che proprio il *City*

⁽³⁵⁾ Per una sintetica ma densa ricostruzione della genesi e dello sviluppo della materia dell’OPA in Inghilterra, vedi Mustox, *Coping with change: a view from the UK Takeover Panel, in The Securities Council 25 Years - An Anthology*, a cura di Munch e Skog, Stoccolma, 2011, 69 ss. Come è noto, la disciplina dell’OPA in Inghilterra risale alla seconda metà degli anni sessanta e si è sviluppata in un quadro di autoregolamentazione degli operatori della *City*. Nel 1968 venne infatti costituito il *Takeover Panel*, organismo tutt’oggi vigente (anche se in un diverso quadro legale a seguito della Direttiva OPA), cui venne affidato il compito di predisporre e amministrare regole (il *City Code on Takeovers and Mergers*) volte a garantire agli azionisti parità di trattamento nel contesto di un’OPA. Il *Panel* ed il *Code* hanno mantenuto le originarie caratteristiche “metalegislative” sino al 2006, allorquando il *City Code*, con l’attuazione della Direttiva OPA in Inghilterra, ha acquisito natura normativa nel contesto del *Companies Act*: «[a]fter the implementation of the Takeover Directive in 2006] the Panel has a range of statutory enforcement powers and sanctions, including the power to require disclosure to it of documents and information, the ability to require compensation to be paid to target shareholders and the power to seek enforcement orders from the Courts. These statutory enforcement powers and sanctions were introduced as a result of implementation of the Takeovers Directive. The Panel has indicated that it does not anticipate exercising these powers, preferring to rely on the sanctions employed since its inception in 1968, including public or private criticism and public censure”; cfr. *A guide to Takeovers in the UK*, Clifford Chance, Londra 2014, 4). Per una prima recente “deviazione” da questo intendimento di principio, vedi tuttavia DAVIES, *Enforcing the Takeover Panel’s Decision: Panel v King* [2018] CS11 30, disponibile all’indirizzo <https://www.law.ox.ac.uk/business-law/blog/blog/2018/06/enforcing-takeover-panels-decisions-panel-king-2018-cs11-30>.

⁽³⁶⁾ Il *background* che portò alla “creazione” della regola dell’offerta obbligatoria in Inghilterra già negli anni ‘70 è illustrato nello *statement 1972/2* del *Panel*: “since the Take-over Code was first instituted there has been an underlying principle that the purchase of effective control or even legal control of a company through the normal operations of the stock market did not constitute a take-over or merger transaction which would bring into operation the provisions of the Code. This view was based on the assumption that as a matter of practice it would be impossible to acquire control of a company through market purchases except over a very extended period of time, during which shareholders would be aware of what was happening and could take their own decisions regarding their personal investments. This view is no longer tenable against the background of the increased awareness of investors of the implications of bid situations and the fact that it has proved possible for effective control of companies to be acquired through market purchases in a matter of days. This problem has been considered by the City Working Party in relation to the revision of the Code, which is currently in hand, and it has been decided to adopt a new Rule which will bring within the control of the Panel any purchases which involve the acquisition of 40% or more of the voting rights attributable to the equity share capital of a company”; la nuova *Rule*, allora rubricata 29B, disponeva dunque un obbligo di offerta al superamento della soglia del 40% (poi ridotta al 30% a partire dal 1974 - cfr. Mustox (nt. 35), 73), prevedendo da subito anche l’ipotesi del concerto: “any person who acquires, whether by a series of purchases over a period time or not, shares which (together with shares purchased by other persons acting in concert with such person) carry 40% of the voting rights attributable to the equity share capital of a company must (except in a case specifically approved by the Panel) extend within a reasonable period of time an unconditional offer

Code è notoriamente alla base della Direttiva OPA⁽³⁷⁾. Anche il *City Code*, pertanto, prevede un obbligo di offerta a carico di chi, individualmente o di concerto con altri, superi la soglia del 30% *Rule 9.1(a)*⁽³⁸⁾; detta una definizione di persone che agiscono di concerto⁽³⁹⁾: “persons acting in concert comprise person who, pursuant to an agreement or understanding (whether formal or informal), co-operate to obtain or consolidate control [...] or to frustrate the successful outcome of an offer for a company. A person and each of its affiliated persons will be deemed to be acting in concert with each other”; e completa la definizione generale con un elenco di presunzioni semplici (“the following persons will be presumed to be persons acting in concert with other persons in the same category, unless the contrary is established”), che, sebbene legate, in alcuni casi, ad istituti giuridici tipicamente anglosassoni⁽⁴⁰⁾, rispecchiano concettualmente le fattispecie presuntive presenti anche in Italia sul versante endo-societario e relazionale. Tenuto conto che la definizione di persone che agiscono di concerto dettata dall’art. 101-bis, quarto comma, del t.u.f. ricalca, quasi *verbatim*⁽⁴¹⁾, quella del *City Code*, ciò che maggiormente distingue i due ordinamenti è l’assenza, nel sistema inglese, di una presunzione di concerto incentrata sui patti parasociali come fattispecie autonoma e distinta rispetto alla *clausola generale* dell’agire di concerto in base ad un accordo finalizzato al controllo. Che una specifica presunzione in tal senso manchi in Inghilterra non stupisce, atteso che è del tutto estranea a quel mercato l’enfasi che in Italia si è storicamente posta sui patti parasociali quale strumento per il controllo delle società quotate; nei paesi di *common law* il fenomeno dei patti parasociali è infatti per lo più circoscritto al modello di governo delle società private, mentre è nella pratica pressoché assente per le *public companies*, per cui anzi si è nel tempo andata affermando una tendenziale incompatibilità tra patti parasociali e

to the holders of the share capital of the offeree company” (*New Rule 29B* allegata allo *statement* 1972/2).

(³⁷) “the Directive was, in many respects, modelled on the Code, including the General Principles (slightly modified) and, critically, the mandatory bid rule”: Muston (nt. 35), 78.

(³⁸) Ovvero la soglia dell’OPA di consolidamento (*Rule 9.1(b)*).

(³⁹) Sezione C1 del *City Code*.

(⁴⁰) Il riferimento è, ad esempio, all’istituto del *trust* (presunzioni n. 2, 5 e 6, Sezione C1, *definition acting in concert*), ai fondi pensione (presunzione n. 3) e ai fondi di investimento costituiti secondo la tipica struttura dell’*investment company* di diritto inglese (presunzione n. 4).

(⁴¹) La definizione italiana aggiunge a quella inglese un inciso relativo all’accordo a base della cooperazione (che nel testo italiano si precisa poter essere anche “invalido o inefficace”) e una “finalità” (l’accordo, oltre che volto all’acquisto o rafforzamento del controllo, può essere anche finalizzato a mantenerlo). Si tratta peraltro di differenze apprezzabili su un piano quasi esclusivamente lessicale, soprattutto ove si consideri che il *Panel* dà una applicazione estesa alla definizione di “accordo”: “the nature of acting in concert requires that the definition be drawn in deliberately wide terms. It covers an understanding as well as an agreement, and an informal as well as a formal arrangement, which leads to co-operation to purchase shares to acquire control of a company. This is necessary, as such arrangements are often informal, and the understanding may arise from a hint. The understanding may be tacit, and the definition covers situations where the parties act on the basis of a ‘nod or a wink’. Unless persons declare this agreement or understanding, there is rarely direct evidence of action in concert, and the Panel must draw on its experience and common sense to determine whether those involved in any dealings have some form of understanding and are acting in co-operation with each other”: cfr. *Statement* del *Panel* 1989/13; vedi anche il recente *statement* 2015/15.

quotazione in borsa ⁽⁴²⁾. Ciò non significa, naturalmente, che accordi tra azionisti di una società quotata che disciplinino il voto o la circolazione delle azioni siano del tutto estranei all'esperienza inglese, ma è raro che una coalizione di azionisti governi stabilmente un emittente in virtù di un patto parasociale nell'accezione italiana. Ne deriva che, in presenza di un accordo tra soci, il *City Code* riconoscerà l'esistenza di un'azione concertata solo laddove sussista la finalità di acquisire il controllo dell'emittente sulla scorta della clausola generale; con la conseguenza, tra l'altro, che una convenzione di voto destinata ad esaurire i propri effetti in uno specifico consesso assembleare non costituirà concerto ⁽⁴³⁾, salvo il caso in cui la delibera abbia ad oggetto la nomina della maggioranza del consiglio di amministrazione dell'emittente e, anche in questo caso, solo ove sussistano indici da cui possa presumersi una volontà di controllo concertato ⁽⁴⁴⁾.

5. *Il concerto nel sistema italiano: una disciplina stratificata, con un vizio d'origine.* — In Italia, diversamente dall'esperienza inglese (ma anche dal modello comunitario), concerto e patto parasociale hanno invece finito per identificarsi l'uno nell'altro, dando vita ad un rapporto simbiotico che si è dimostrato inscindibile soprattutto nell'applicazione concreta della disciplina ad opera della nostra autorità di mercato ⁽⁴⁵⁾. Del resto, per quanto l'impianto del t.u.f. in materia d'OPA trasse ispirazione dal *City Code* ⁽⁴⁶⁾, la disciplina italiana rispecchiava, ovviamente, anche le specificità, economiche e culturali, del mercato azionario italiano. In particolare, era all'epoca diffusa la preoccupazione, nella comunità finanziaria ma anche accademica ⁽⁴⁷⁾, che l'obbligo di OPA rappresentasse un onere particolarmente gravoso per il mercato italiano, percepito come fragile per la scarsa patrimonializzazione dei suoi principali attori ⁽⁴⁸⁾; di conse-

⁽⁴²⁾ Cfr. l'analisi effettuata dalla Consob nelle Note tecniche in materia di trasparenza dei patti parasociali del 7 agosto 1998.

⁽⁴³⁾ Cfr. *Practice Statement* n. 26 del 9 settembre 2009: "the following factors would not of themselves lead the Executive to conclude that a concert party had come together [...] (c) the agreement by shareholders to vote in the same way on a particular resolution at a general meeting".

⁽⁴⁴⁾ Ossia in presenza di una c.d. "board-control seeking resolution" secondo i canoni delineati nel *Practice Statement* n. 26, su cui vedi, diffusamente, Mosca, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e azione di concerto*, in *Riv. soc.*, 2013, 118 *et passim*.

⁽⁴⁵⁾ Come osserva Guizzi (nt. 24), 122 e ivi anche nota n. 25, sottolineando "l'enorme ampiezza che assume la fattispecie del concerto presunto iuris et de iure — che è poi quella cui tipicamente ricorre la Consob nella sua esperienza applicativa, addivenendo quasi sempre all'affermazione del concerto ragionando attraverso il termine medio del patto occulto", con la conseguenza che, in punto di fatto, "è stato questo, almeno fino al recente passato, il percorso privilegiato dalla Consob" ogniqualvolta si è trattato di imporre un obbligo di offerta per azione concertata.

⁽⁴⁶⁾ Cfr. WEIGMANN (nt. 14), 910, che sottolineava come il modello londinese del *City Code* avesse non solo ispirato le norme del t.u.f., ma fosse anche alla base della disciplina francese e della (futura) Direttiva OPA.

⁽⁴⁷⁾ Cfr., tra gli altri, MARCHETTI, *Osservazioni sui profili societari della bozza di Tu dei mercati finanziari*, *Riv. soc.*, 1988, 143 *et passim*.

⁽⁴⁸⁾ Osservava WEIGMANN (nt. 14), 913, che: "la soluzione [del prezzo medio], in grado di dare ai soci di minoranza una tutela soddisfacente, è stata anche adottata per alleggerire lo sforzo finanziario a cui è tenuto chi intenda scalare una società quotata: si è pensato che, se si fosse insistito sul più rigoroso modello britannico, si sarebbero emarginati tutti quei gruppi imprenditoriali non sufficientemente provvisti di risorse e che pure, con una regola meno impegnativa, come è quella

guenza, il governo, in veste di legislatore delegato, si premurò, innanzi tutto, di mitigarne il costo, ricorrendo ad un meccanismo di compromesso ⁽⁴⁹⁾ in luogo della *best price rule* inglese che verrà adottata in Italia solo nel 2007 con la trasposizione della Direttiva OPA. Analogamente, anche la materia del concerto ⁽⁵⁰⁾ ha finito per distaccarsi dal modello inglese, ad esito di una *dinamica legislativa* chiaramente influenzata dalla *cauta diffidenza* con cui molte delle *constituency* del mondo finanziario guardavano all'obbligo di offerta. Il primo testo che il governo sottopose al Parlamento ⁽⁵¹⁾ prevedeva, infatti, che gli obblighi di offerta fossero "solidalmente a carico di coloro che, agendo di concerto, [venissero] a detenere, a seguito di acquisti compiuti anche da taluno di essi nei dodici mesi precedenti, una partecipazione superiore [alla soglia OPA]"; e stabiliva poi che il concerto fosse presunto (ma solo *iuris tantum*) "tra un soggetto e le società da esso controllate, tra le società a comune controllo e tra una società e i suoi amministratori o direttori generali" ⁽⁵²⁾. Mancava in effetti una definizione di "concerto", ma l'adesione alla formula inglese dell'*agire concertato* era palese. Tuttavia, nel corso delle audizioni parlamentari propedeutiche all'approvazione definitiva del t.u.f. ⁽⁵³⁾, la proposta del governo incontrò le critiche delle rappresentanze del mondo imprenditoriale ⁽⁵⁴⁾ e finanziario ⁽⁵⁵⁾,

vigente, avrebbero potuto candidarsi meritatamente alla guida di imprese quotate gestite in modo inefficiente".

(⁴⁹) Come è noto, sino alla trasposizione della Direttiva OPA nel nostro ordinamento, il prezzo dell'OPA obbligatoria era pari alla media aritmetica tra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi e il prezzo più elevato pagato dall'offerente nello stesso periodo).

(⁵⁰) A differenza della legge n. 149/92 che non conteneva una disciplina del concerto, il t.u.f. ha creato un collegamento funzionale tra acquisti di concerto e obbligo di offerta. Tuttavia, già prima del t.u.f., il tema del concerto aveva più volte sfiorato il diritto delle società quotate: "agli accordi per l'acquisto concertato faceva cenno l'art. 101, 5° comma, della legge n. 149/1992. Ancor prima, agli accordi scritti per l'esercizio concertato dei diritti di voto faceva riferimento l'art. 1/5-bis, 2° comma, legge n. 216/1974, in tema di comunicazione delle partecipazioni rilevanti. In queste disposizioni il «concerto» era un semplice contenuto degli accordi cui la legge s'interessava (accordi di «acquisto concertato», di «esercizio concertato dei diritti di voto»). Il vero antesignano dell'art. 109 t.u.f. deve però considerarsi l'art. 8 della legge n. 474/1994 (la legge sulle privatizzazioni), in cui si stabiliva che «l'apporto, entro due anni dal collocamento per offerta pubblica di vendita, ad un patto di sindacato di voto o di consultazione in qualsiasi forma concluso, desumibile anche dal comportamento concertato, di azioni di società di cui al presente decreto [...] determina l'obbligo di procedere ad offerta pubblica»: cfr. Giurici (nt. 14), 493. Il vero antesignano dell'art. 109 t.u.f. deve però considerarsi l'art. 8 della legge n. 474/1994 (la legge sulle privatizzazioni), in cui si stabiliva che «l'apporto, entro due anni dal collocamento per offerta pubblica di vendita, ad un patto di sindacato di voto o di consultazione in qualsiasi forma concluso, desumibile anche dal comportamento concertato, di azioni di società di cui al presente decreto [...] determina l'obbligo di procedere ad offerta pubblica».

(⁵¹) Per averne il parere, così come richiesto dalla legge delega; cfr. art. 8, secondo comma, della legge n. 52 del 1996.

(⁵²) Cfr. art. 129 dello schema presentato dall'esecutivo al Parlamento, in Riv. soc., 1998, 105.

(⁵³) Per un'ampia ricostruzione dell'iter di approvazione del t.u.f. in relazione al tema del concerto, cfr. Basso, *Acquisto di concerto*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Tomo Secondo, Padova, Cedam, 1998, 1015 ss.; e ENRIQUET, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, Il Mulino, 2002, 99 ss.

(⁵⁴) V. *Indagine conoscitiva sull'evoluzione del mercato mobiliare italiano della Commissione Finanze della Camera, Audizione del Direttore generale della Confindustria del 27 gennaio 1998*, in Riv. soc. 1998, 243: "l'introduzione della nozione di azione di concerto (che si ha nel caso di acquisti piani effettuati da più soggetti, anche singolarmente, ma in modo concertato, in un

preoccupate che una *formulazione aperta*, sulla scorta del sistema inglese o francese, potesse ampliare eccessivamente il novero delle situazioni suscettibili di ingenerare un obbligo di offerta. Di queste preoccupazioni si rese interprete la Commissione Finanze e Tesoro del Senato, che, nel proprio parere al governo, raccomandò di "definire la nozione di concerto, ad esempio inserendo dopo le parole: «agendo di concerto» le seguenti: «sulla base dei patti di cui agli articoli 146⁽⁵⁶⁾ e 147, anche se nulli, o di altri accordi comunque intesi ad esercitare unitariamente i diritti di voto»⁽⁵⁷⁾. Questa è la genesi dell'originario articolo 109 del t.u.f., che, nel testo all'epoca vigente⁽⁵⁸⁾, rinunciava, pertanto, a

determinato periodo di tempo, per acquisire il controllo congiunto di una società) posta con sé elementi di incertezza giuridica. Questa nozione, infatti, basandosi su presunzioni, consente una eccessiva discrezionalità nell'applicazione pratica, essendo nella prassi le situazioni di controllo congiunto, in mancanza di accordi espressi, non facilmente individuabili. È quindi necessaria che vengano individuate delle modalità e dei criteri che consentano di definire i casi in cui tale azione ricorra". Ivi, cit. a pag. 251. *Audizione del Direttore generale dell'Associazione del 27 gennaio 1998*: "sempre in tema di offerta pubblica d'acquisto la schema di Testo Unico introduce l'obbligo solidale di procedere all'OPA a carico dei soggetti che acquistano una partecipazione superiore alla soglia fissa predeterminata di concerto (c.d. azione di concerto). Al proposito, riteniamo che in assenza sia di una specifica determinazione delle ipotesi di azione di concerto sia di parametri sui quali fondare il giudizio circa la sussistenza in concreto di una siffatta figura, potrebbero determinarsi incertezze per gli operatori e, ciò che è più grave, intrescarsi frequenti contenziosi (l'esempio dell'ordinamento francese che conosce una altrettanto sfuocata consimile nozione è affatto eloquente, essendosi ivi verificate numerose e significative vertenze giudiziarie), con inevitabili ripercussioni negative sulle quotazioni dei titoli e, quindi, in ultima analisi, con pregiudizio delle ragioni degli investitori. Sulla base di tali considerazioni, riteniamo che la disciplina riguardante l'azione di concerto vada riformata, procedendo a una chiara ed esatta individuazione delle ipotesi che ne integrano gli estremi. In particolare, andrebbe chiarito che, ai fini della qualificazione della fattispecie, assume rilievo non solo il mero fatto dell'acquisto concertato, ma, come più logico, anche la volontà di dar luogo a seguito dell'acquisto ad una determinata situazione, quale la messa in atto di una strategia gestionale comune o la nomina concordata degli amministratori".

⁽⁵⁶⁾ V. ancora l'indagine conoscitiva sull'evoluzione del mercato mobiliare italiano della Commissione Finanze della Camera, *Audizione del Presidente dell'Associazione Bancaria Italiana del 29 gennaio 1998*, in *Riv. soc.*, 1998, 263: "La norma di cui all'art. 129 impone l'OPA anche a coloro che agiscono di concerto, dettando alcuni casi in cui detta situazione è presunta. In tale contesto, la norma prevede che il concerto sia desumibile anche dal comportamento successivo degli interessati. Al riguardo, pur apprezzando l'introduzione nel nostro ordinamento giuridico di siffatta disposizione, anche al fine di evitare elusioni alla normativa, desta perplessità la circostanza che l'azione di concerto sia desumibile dal comportamento successivo degli interessati, essendo vaghi sia i criteri in base ai quali detta deduzione può operarsi sia, soprattutto, il soggetto legittimato a dedurre. Inoltre, la norma tace sulla possibilità di operare reclamo avverso la decisione relativa all'esistenza del concerto. Per tutti questi motivi, sarebbe opportuno eliminare la possibilità di individuare il concerto per deduzione o, in subordine, chiarire chi è il soggetto competente a rilevare detta situazione e le modalità con cui è possibile reclamare avverso la sua decisione".

⁽⁵⁷⁾ Articolo che nell'elaborato governativo corrispondeva all'art. 122 della versione definitiva del t.u.f.

⁽⁵⁸⁾ Cfr. parere delle Commissioni riunite III (Giustizia) e VI (Finanze e Tesoro) al Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica dell'11 febbraio 1998, 8.

⁽⁵⁹⁾ Questo era il testo dell'articolo 109 del t.u.f. ante recepimento della Direttiva OPA: "1. Sono solidalmente tenuti agli obblighi previsti dagli articoli 106 e 108, quando vengano a detenere, a seguito di acquisti a titolo oneroso effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore alle percentuali indicate nei predetti articoli: a) gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall'articolo 122; b) un soggetto e le società da esso controllate; c) le società sottoposte a comune controllo; d) una società e i suoi amministratori o direttori generali. 2. L'obbligo di offerta pubblica sussiste in capo ai soggetti indicati nel comma 1, lettera a), anche quando gli acquisti siano stati effettuati nei dodici mesi precedenti la stipulazione del patto ovvero contestualmente alla stessa".

disciplinare l'azione di concerto in termini di autonoma fattispecie⁽⁵⁹⁾ e ne sussumeva, di fatto, l'esistenza nel paradigma del patto parasociale, ossia in quella che, sul mercato italiano, era percepita come la più probabile manifestazione del concerto⁽⁶⁰⁾. In una prospettiva necessariamente "storica", la simbiosi tra concerto e patti parasociali, che è nel tempo divenuta un elemento strutturale nel panorama dell'OPA obbligatoria italiana, nasce dunque da un dato obiettivo (l'importanza che i patti parasociali hanno sempre avuto in Italia ai fini del controllo delle nostre società quotate⁽⁶¹⁾) cui si è sovrapposto un preciso disegno di politica legislativa, che nei voti ma non nel risultato conseguito⁽⁶²⁾, intendeva circoscrivere la fattispecie del concerto ad ipotesi tassative, riducendo anche la facoltà di apprezzamento discrezionale dell'interprete⁽⁶³⁾. L'obiettivo era in sé condivisibile, ma il tentativo di raggiungerlo con l'asettico rinvio alle formule definitorie dell'articolo 122 del t.u.f. — volutamente ampie e sin anche generiche perché destinate ad una finalità propria, quella della trasparenza degli assetti proprietari, che ne giustificava un ampio spettro applicativo — ha sortito un effetto ben diverso da quello perseguito dal legislatore. Infatti, non solo il novero delle ipotesi di concerto, ben lungi dall'essere tassativo, si è rivelato tendenzialmente aperto (in virtù della possibilità di ricondurre alle fattispecie dell'art. 122 del t.u.f. la quasi totalità dei comportamenti che assumono rilievo nella materia del concerto), ma, soprattutto, si è introdotto un meccanismo di

(⁵⁹) Così SERSALE (nt. 14), 186: "al momento dell'inserimento del t.u.f., il legislatore aveva tuttavia rinunciato ad una definizione di concerto, limitandosi a prevedere una elencazione di casi specifici legati ad indici di collegamento per così dire formali", e cioè incentrati su specifiche relazioni tra gli agenti — contrattuali, organiche o di controllo — tali da giustificare l'imposizione, con presunzione *iuris et de jure*, dei rigorosi obblighi solidali di offerta previsti dall'art. 109 t.u.f. Si voleva così circoscrivere a casi eccezionali l'applicazione di una disposizione così invasiva della libertà di iniziativa economica ed al tempo stesso assicurare maggiore certezza ed effettività alla disposizione in questione".

(⁶⁰) In aggiunta, ovviamente, ai tre casi di concerto endosocietario, in sé e per sé incontrovertibili, contemplati dalla norma.

(⁶¹) V. CAVAZZUTI, *Bricolage nei quarant'anni della Consob e dintorni*, in *Moneta e Credito*, vol. 68 n. 272, 2015, 445 il quale segnala che ancora "nel 2014 [...] appena l'11% delle società [italiane] quotate era potenzialmente contendibile sul mercato; che più della metà erano controllate di diritto, il 20% di fatto e il rimanente 17% da un patto di sindacato; che il primo azionista deteneva una quota del capitale intorno al 45-46%. Molte di queste società quotate sono incluse in gruppi piramidali la cui capitalizzazione di borsa sfiora il 47% del totale".

(⁶²) Come già all'epoca venne immediatamente avvertito: "i patti di cui all'art. 122 [...] coprono gran parte dei casi in cui si può avere cooperazione tra più soggetti (soprattutto per la rilevanza dei patti volti ad esercitare un'influenza dominante), la qual cosa da una parte spiega perché il legislatore abbia ritenuto di poter rinunciare alla nozione generale di azione di concerto, dall'altra, tuttavia, ripropone il problema, se non della vaghezza, quantomeno dell'estensione della fattispecie. Quest'ultima è ora talmente ampia da poter ricomprendere, salvo esenzione, comportamenti neutri nei confronti delle dinamiche del controllo societario, quale potrebbe essere un accordo di preventiva consultazione in occasione dell'elezione dei sindaci, intercorrente tra soci che, pur detenendo una partecipazione superiore al 30 per cento, siano comunque di minoranza": cfr. BASSO (nt. 53), 1017. Analogamente, TAROZZI, in AA.VV., *Le offerte pubbliche di acquisto. La nuova disciplina delle opa*, Milano, Giuffrè, 2000, 183.

(⁶³) Così espressamente, WEIGMANN (nt. 14), 933: "nel testo definitivo [...] si è preferito sgravare la Consob dal delicato compito di accertare un fenomeno sfuggente e suscettibile di contenzioso. Si sono dunque indicate quattro ipotesi tipiche di azione di concerto. Per chi rientra in una di esse, scatta un'obbligazione solidale di presentare un'offerta [...] in altre parole, le ipotesi legali pongono una presunzione assoluta e invincibile di azione concordata, ma nel contempo fissano rigidamente i confini in cui è ravvisabile quest'ultima". Analogamente, BRUNETTA (nt. 14), 209.

obbligo di offerta suscettibile di trovare applicazione, imperativa e automatica, anche in funzione di patti parasociali che pure, per contenuto oggettivo, sarebbero del tutto inidonei ad incidere sugli assetti di controllo dell'emittente; e dunque in situazioni in cui la *ratio* dell'OPA non lo giustificerebbe affatto ⁽⁶⁴⁾.

6. Segue: *l'attuale architettura delle presunzioni di concerto*. — L'esito (finale) ⁽⁶⁵⁾ del recepimento della Direttiva OPA non ha corretto questo vizio d'origine, poiché il legislatore ha mantenuto l'originario impianto delle presunzioni assolute, cui ha affiancato una *nozione generale* di azione di concerto sulla scorta del modello comunitario. Il quadro che ne è derivato, per come oggi vigente, è costruito su una definizione generale di "persone che agiscono di concerto" ⁽⁶⁶⁾, affiancata da alcune fattispecie in cui l'azione di concerto: (i) si presume *iuris et de iure* ⁽⁶⁷⁾; (ii) si presume, salvo prova contraria ⁽⁶⁸⁾; (iii) non è configurabile, nonostante la collaborazione tra più soggetti ⁽⁶⁹⁾. A chiusura del sistema, l'articolo 109 del t.u.f. stabilisce poi che l'obbligo di offerta, in caso di concerto, consegue al superamento della soglia per effetto di acquisti effettuati anche da uno solo dei soggetti che agiscono di concerto; tuttavia, mentre nell'ipotesi del concerto che discenda da un patto parasociale rilevano sia gli acquisti contestuali o successivi alla sottoscrizione del patto sia gli acquisti effettuati nei dodici mesi precedenti, per le altre fattispecie di concerto l'obbligo di OPA scatta solo quando il superamento della soglia avvenga per effetto di acquisti perfezionati nel contesto dell'azione concertata ⁽⁷⁰⁾. Elemento temporale a parte, la definizione generale di concerto e la fattispecie del concerto derivante da patto parasociale corrono parallele, ma la differenza tra le due ipotesi resta

⁽⁶⁴⁾ "[si ha] conferma [dei] dubbi [...] sui rischi di una eccessiva dilatazione delle fattispecie che comporterebbero l'obbligo di opa, sì da ritenere opportuna una lettura della norma quanto più possibile restrittiva. Se è pur vero che una disciplina adeguata delle offerte pubbliche obbligatorie deve tenere in debito conto le possibilità di manovre elusive da parte dei destinatari della norma, non è tuttavia corretto allontanarsi dalle finalità che tale disciplina deve avere, mediante un allargamento ingiustificato delle fattispecie che impongono l'obbligo di opa": cfr. TAROZZI (nt. 62), 171.

⁽⁶⁵⁾ Tralascio, in quanto non rilevante per il tema trattato in questo articolo, la breve *parentesi di interregno* tra il decreto n. 229 del 2007 di recepimento della Direttiva OPA e il d.lgs. n. 146 del 2009 in cui il catalogo delle presunzioni assolute di concerto era stato ampliato con l'aggiunta di una nuova ipotesi (che era rubricata alla lettera e) dell'art. 101-bis, quarto comma del t.u.f.: "soggetti che cooperano tra loro al fine di ottenere il controllo della società emittente"), che, in quanto "aperta", era strutturalmente inconciliabile con i requisiti di una presunzione assoluta: cfr. MOSCA (nt. 4), 94 e la stessa relazione illustrativa del d. lgs. n. 146 del 2009, ove si legge che l'ulteriore presunzione assoluta introdotta nel 2007 e poi abrogata nel 2009 "è stata oggetto di critiche da parte del mercato: la fattispecie di cui all'articolo 101 bis, comma quattro, lettera e) è stata considerata non sufficientemente definita, in contrasto con la natura di presunzione assoluta tipica delle ipotesi di concerto". Per un'analisi della disciplina vigente il decreto n. 229 del 2007, vedi, tra gli altri, BRUNETTA (nt. 14), 205 *et passim*.

⁽⁶⁶⁾ Art. 101-bis, comma 4 del t.u.f.

⁽⁶⁷⁾ Art. 101-bis, comma 4-bis del t.u.f.

⁽⁶⁸⁾ Per combinato disposto degli artt. 101-bis, comma 4-ter, del t.u.f. e 44 quater, comma 1, del Regolamento Emittenti.

⁽⁶⁹⁾ Per combinato disposto degli artt. 101-bis, comma 4-ter, del t.u.f. e 44 quater, comma 2, del Regolamento Emittenti.

⁽⁷⁰⁾ Diffusamente sul punto, tra gli altri, MUCCIARELLI, in *Commentario t.u.f.*, a cura di Vella, Tomo II, Torino, Giappichelli, 2010, 1100; BRUNETTA (nt. 14), 230 *et passim*; MOSCA (nt. 4), 161 *et passim*.

sfuggente. Infatti, per quanto sia in astratto condivisibile l'affermazione secondo cui il *genus* "accordi volti ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo di un emittente" dettata dall'articolo 101-bis, quarto comma, del t.u.f. sia più ampia della *specie* "patti parasociali" come enucleabile dal successivo comma, lettera a), dello stesso articolo ⁽⁷¹⁾, l'esemplificazione delle fattispecie appartenenti al *genus* ma non alla *species* appare, in concreto, del tutto residuale, richiamando figure che ricadrebbero comunque nel vasto catalogo del parasociale ex art. 122 del t.u.f. o tutt'al più accordi di co-investimento nel contesto di offerte di acquisto ⁽⁷²⁾. Pur concordando con la possibilità che un accordo di co-investimento propedeutico al lancio di un'offerta rientri nella fattispecie dell'articolo 101-bis, quarto comma, del t.u.f. e non integri, di per sé, un patto parasociale ⁽⁷³⁾, mi pare che proprio questo esempio mostri la totale residualità della categoria generale dettata dall'art. 101-bis, quarto comma, del t.u.f. (ove la norma sia intesa come contenitore di accordi di natura o contenuto ulteriore rispetto alla definizione *passpartout* di "patto parasociale" contenuta nel t.u.f.). Se infatti la principale finalità della disciplina del concerto è quella di imporre un obbligo di offerta in

⁽⁷¹⁾ Così Mosca (nt. 4), 96-97 e 122.

⁽⁷²⁾ SERSALE (nt. 14), 191, nota 33, osserva, ad esempio, che "tra gli accordi potenzialmente rilevanti si potrebbero citare, ad esempio, accordi di coinvestimento e di stand still propedeutici ad una offerta per il controllo"; ma rileva nel contempo che "l'applicabilità della disciplina del concerto andrà comunque verificata caso per caso, sulla base della ratio della norma e del concreto contenuto dell'accordo in questione. Ad esempio, sulla scorta dell'indirizzo già adottato in passato dalla Consob in tema di accordi di lock up e di garanzia [...], si dovrà ragionevolmente escludere l'applicabilità del concerto laddove la prestazione dedotta nel contratto sia tipica di chi la fornisce, quale ad esempio quella di finanziamento o di consulenza finanziaria da parte di soggetti autorizzati, e non abbia finalità sottostanti diverse"; eguale esemplificazione anche da parte di MUCCIARELLI, in *Commentario T.U.F.*, a cura di VELLA, Torino, Giappichelli, 2012, 1099.

⁽⁷³⁾ Ma l'analisi dei precedenti mostra — e non avrebbe potuto essere diversamente — che gli accordi di co-investimento disciplinano pressoché inamovibilmente, al proprio interno o più frequentemente tramite la previsione di patti *ad hoc* funzionalmente collegati all'accordo di investimento, anche il *posterius* dell'offerta, e dunque la gestione della *target* e la disciplina dei suoi assetti proprietari; sicché, ove si consideri l'insieme delle pattuizioni, anche gli accordi di co-investimento rientrano a pieno titolo nell'area del parasociale. Si vedano ad esempio: (1) offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria su Save S.p.A. nel settembre 2017, (2) offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria di MIC Bideo S.p.A. su Engineering - Ingegneria Informatica S.p.A. del maggio 2016, (3) offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria di Marco Polo Industrial Holding S.p.A. e ChemChina China National Tire & Rubber Co., Ltd. sulla Pirelli & C. S.p.A. del settembre 2015, (4) offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria di LEM S.p.A. su Alba Private Equity S.p.A. del luglio 2015, (5) offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria di Lauro Sessantuno S.p.A. sulla Camfin S.p.A. del settembre 2013, (6) offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria di Cristallo S.p.A. su Marcolin S.p.A. del febbraio 2013, (7) offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria di Giorgione Investimenti S.p.A. su Gruppo Coin S.p.A. dell'agosto 2011, (8) offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria di San Giacomo s.r.l. su Mediterranea delle Acque S.p.A. del luglio 2010, (9) offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria di Performance Motorcycles S.p.A. sulla Ducati Motor Holding S.p.A. del maggio 2008, (10) offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria di Polimeri Speciali S.p.A. sulla Polynt S.p.A. del marzo 2008, (11) offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria di V.I.I.T. - Veicolo Italiano Investimenti Tecnologici S.p.A. sulla Sirti S.p.A. del gennaio 2008, (12) offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria di GCL Holdings s.r.l. su Guala Closures S.p.A. dell'agosto 2008, (13) offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria di Red & Black s.r.l. su Valentino Fashion Group del luglio 2007, (14) offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria di Bellini Investimenti S.p.A. su Gruppo Coin S.p.A. del giugno 2005, (15) offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria di AC Partners S.p.A. su Trevisan Cometel S.p.A. del maggio 2005 e (16) offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria di Giro Investimenti I S.p.A. su Saeco International Group S.p.A. del maggio 2004.

presenza di acquisti collettivi legati da un *fil rouge*, riconoscere la natura di concerto ad accordi che abbiano per oggetto l'organizzazione di un'offerta pubblica di acquisto o scambio nulla aggiunge, in realtà, alla disciplina del concerto (se non al limitato fine di estendere la regola del *best price* e le altre regole procedurali a tutti i partecipanti all'offerta concertata). Mi pare, dunque, che la reale differenza tra il genere e la specie possa essere rinvenuta non tanto in una tassonomia che consenta di collocare le differenti tipologie convenzionali in un comma piuttosto che nell'altro nella norma, quanto, invece, nel differente grado di precisione e completezza che un patto parasociale (seppure occulto) richiede, ai fini della sua esistenza, rispetto ad "un accordo, espresso o tacito, sulla cui base più soggetti cooperino per acquisire (o mantenere o rafforzare) il controllo di un emittente" (74). Del resto, laddove un patto parasociale fosse debitamente formalizzato e pubblicato, la clausola generale ex art. 101-bis, quarto comma, t.u.f. non assumerebbe ovviamente alcun rilievo; qualora invece il patto fosse *occulto*, il suo accertamento discenderebbe, con ogni probabilità, non da prove puntuali sulla sua stipulazione e ancor meno sul suo specifico contenuto, ma dal ricorso a presunzioni semplici (nell'accezione dell'articolo 2729 c.c. che rimette al prudente accertamento del giudice l'uso di presunzioni non stabilite dalla legge, purché gravi, precise e concordanti) se non a semplici indici comportamentali (75). In queste situazioni, la clausola generale di concerto riacquista invece un suo spazio applicativo, perché idonea a catturare situazioni in *odore di concerto*, ma rispetto alle quali sia obiettivamente difficile fornire la prova, ancorché indiziaria, dell'esistenza di un accordo connotato da sufficiente precisione di contenuto sì da poter essere ricondotto alla (pur ampia) definizione di patto parasociale ex art. 122 del t.u.f. E proprio perché la differenza tra clausola generale e fattispecie parasociale tipizzata ha più a che vedere con il tema della prova che non con l'intrinseca natura delle due ipotesi, la Consob, in presenza di un concerto pattizio occulto, tende ad applicare congiuntamente la clausola generale e la presunzione assoluta, senza vincolarsi

(74) Espressamente in questo senso, Mosca (nt. 4), 124-125: "solo in presenza di un patto la qualificazione ai fini del "concerto" è diretta ed automatica, ancorché la possibilità di utilizzare correttamente il meccanismo presuntivo dipenda strettamente dalle prove a disposizione circa l'esistenza di un patto parasociale. Di converso, la clausola generale autorizza la valutazione di accordi connotati da un legame meno stabile e da un contenuto impreciso, ma che si rivelino, ciò nonostante, significativi nella conformazione degli assetti proprietari dell'emittente. In questa prospettiva, anche accordi informali e tendenzialmente non vincolanti (non suscettibili nella categoria dei patti parasociali, sono compresi nell'area del "concerto" dettata dal comma 4 dell'art. 101-bis t.u.f.)".

(75) Così SERSALE (nt. 14), 187. E vorrei richiamare qui un passaggio di una recente decisione del *Takeover Appeal Board* (re: Rangers International Football Club PLC & Mr. David Cunningham King 2017/1, 22; disponibile sul sito del *Panel*) che, con il consueto pragmatismo anglosassone, sottolinea come, nella generalità dei casi, l'accertamento di un concerto sia necessariamente induttivo: "direct evidence of what has passed between those alleged to have acted in concert is rare. The existence and nature of an understanding between persons and whether their actions were concerted or co-incidental are often matters calling for the use of common sense and relevant experience in making reasonable inferences from all the surrounding circumstances in evidence in the case".

ad una ricostruzione univocamente riferibile all'una piuttosto che all'altra ipotesi ⁽⁷⁶⁾.

7. *Limiti e disfunzioni di una presunzione assoluta fondata su di una fattispecie (il patto parasociale) dai labili confini.* — A ben vedere, pur nella diversità del meccanismo presuntivo (assoluto in Italia, sempre soggetto a prova contraria in Inghilterra e Francia ⁽⁷⁷⁾), gli effetti complessivi delle singole discipline nazionali non sarebbero poi così distanti, sul piano concretamente applicativo, se non fosse per la presunzione *iuris et de iure* che l'ordinamento italiano associa ai patti parasociali. In effetti, la presunzione assoluta è riservata, in Italia, a quattro ipotesi, tutte contenute nell'articolo 101-bis, comma 4-bis, di cui due sono espressione di concerto endosocietario ⁽⁷⁸⁾, una relativa per l'appunto ai patti parasociali e l'ultima in forza di una specifica figura di concerto relazionale (ossia tra una società e i suoi consiglieri e simili figure apicali). E se è vero che in Inghilterra e Francia la presunzione è sempre superabile per prova contraria, che ciò possa in concreto avvenire nel contesto di un gruppo di società o nella relazione tra una società e i suoi amministratori è in realtà ipotesi assai remota e comunque residuale. Per quanto le società controllate restino soggetti autonomi e indipendenti rispetto alla controllante, il potere di controllo si esplicita proprio nel condizionamento che il controllante è in grado di esercitare sulle decisioni delle proprie consociate; ed è un dato di comune esperienza che l'autonomia è inversamente proporzionale al rilievo strategico delle decisioni da assumere. Che più società del medesimo gruppo possano dunque decidere, in totale autonomia e libera autodeterminazione, di acquisire quote dello stesso emittente è un caso di scuola, più che problema pratico su cui interrogarsi. Tanto più che la disciplina sulla trasparenza degli assetti proprietari ⁽⁷⁹⁾ obbliga ogni acquirente di titoli quotati ad una tempestiva *disclosure* dei propri acquisti se superiori alle soglie progressive del 5%, 5%, 10%, ecc., sicché la stessa eventualità di "acquisti reciprocamente inconsapevoli" è evento davvero improbabile nella vita reale. Più criticabile, forse, è la presunzione assoluta di concerto tra una società e le sue figure apicali (soprattutto ove si consideri il ruolo degli amministratori indipendenti, che è obiettivamente improprio considerare come partecipi di un unico centro decisionale) ⁽⁸⁰⁾, ma, di nuovo, occorre contestualizzare la portata di

⁽⁷⁶⁾ Cfr. la Delibera Consob n. 20177 del 18 settembre 2017 in cui l'accertamento ha ad oggetto "l'esistenza di un patto parasociale [...] rilevante ai sensi dell'art. 122, commi 1 e 5, lett. c) del t.u.f., avente ad oggetto l'acquisto di azioni e il successivo esercizio del voto [...] e comunque di un'azione di concerto ai sensi dell'art. 101-bis, comma 4, del t.u.f. [...] per acquisire il controllo".

⁽⁷⁷⁾ Cfr. VIANDER (nt. 29), 298.

⁽⁷⁸⁾ Come già ricordato in precedenza, il concerto è presunto senza possibilità di prova contraria tra: (a) un soggetto, il suo controllante e le società da esso controllate (lettera b)) e (b) tra le società sottoposte a comune controllo (lettera c)).

⁽⁷⁹⁾ Cfr. combinato disposto dell'articolo 120 del t.u.f. e degli artt. 117 e seguenti del Regolamento Emittenti.

⁽⁸⁰⁾ Come annota SESSALE (nt. 14), 195-196: "sulla carta, si tratta anche qui di una ipotesi di logica intuibile la quale assume che dove vi sia un rapporto organico tra società e amministratori vi siano anche probabili fenomeni di interposizione e di convergenza di comportamenti. Tuttavia, l'applicazione pratica della norma può portare a conseguenze drastiche e paradossali per la società, in assenza di adeguati controlli e contromisure: si pensi ad esempio all'amministratore nominato dalla

questa presunzione, perché il concerto diviene gravido di conseguenze solo nel caso di acquisti che eccedano, complessivamente, la soglia rilevante; e dunque, perché un problema si ponga, occorre che, nel medesimo ristretto arco temporale che separa un acquisto rilevante dalla sua comunicazione al mercato⁽⁸¹⁾, un amministratore e la società nel cui consiglio egli sieda acquistino e vengano pertanto complessivamente a detenere, inconsapevoli l'uno dell'operato dell'altro, titoli quotati oltre la soglia del 30% (o del 25% nel caso di società a larga capitalizzazione). Perché ovviamente, se la società ed il suo amministratore fossero invece reciprocamente consapevoli degli acquisti, diverrebbe difficile, a prescindere da ogni tema di potenziale abuso di informazione privilegiate ex artt. 184 e 187-bis t.u.f., accogliere una prospettazione di azione indipendente; e comunque, non mi pare che sia censurabile una scelta di politica legislativa che imponga di considerare unitariamente, al di là di ogni dimostrazione circa l'effettiva esistenza di un accordo di acquisto concertato o meno, i possessi azionari di una società e quelli di chi, sia pure con il necessario concorso di altri, sia in grado, in funzione del proprio ruolo, di determinarne la volontà. Certamente non si può escludere, in astratto, che l'amministratore di una società che eventualmente già detenga una partecipazione prossima alla soglia acquisti, in forza di una iniziativa totalmente autonoma di investimento personale, titoli in misura tale da oltrepassare il limite, ma, in questo caso, così come nella speculare evenienza di acquisti da parte della società, il soggetto "incolpevole" potrebbe forse invocare (come è stato suggerito)⁽⁸²⁾ l'applicazione dell'esenzione dall'obbligo di offerta per superamento della soglia in presenza di cause indipendenti dalla propria volontà⁽⁸³⁾ o comunque far ricorso all'esenzione per superamento temporaneo della soglia⁽⁸⁴⁾ (con eventuale preventivo scioglimento, da una parte o dall'altra, del rapporto di amministrazione da cui discenda la presunzione di concerto).

Non sono dunque le presunzioni assolute relative al *concerto endosocietario e relazionale* a determinare una rigidità della disciplina italiana del concerto rispetto ad altri sistemi più flessibili (in quanto fondati su un regime probatorio di presunzioni semplici); e, per il vero, il punto dolente non è neppure rappresentato dalla presunzione (assoluta) di *concerto pattizio* in sé e per sé considerata, ma piuttosto dal pedissequo ricorso, al fine di stabilire i confini applicativi della presunzione, ad una definizione di patto parasociale — quella contenuta nel

minoranza in una società quotata che, ove esegua acquisti di azioni, può ingenerare obbligo solidale di offerta per la società amministrata a prescindere dalla sua (eventuale) qualifica di indipendente". Analogamente, Mosca (nt. 4), 56. Per una critica alla natura assoluta della presunzione, vedi anche MUCCIARELLI (nt. 1), 196.

(⁸¹) Iato temporale che non può eccedere i quattro giorni di mercato aperto; cfr. art. 121, comma 1, del Regolamento Emittenti.

(⁸²) Cfr. Mosca (nt. 4), 58 ss.

(⁸³) Sebbene il caso non ricada in alcuna delle esenzioni tipizzate dal Regolamento Emittenti, Consob potrebbe concedere nondimeno un'esenzione per analogia in base al combinato disposto dei commi sesto e quinto (lettera c) dell'articolo 106 del t.u.f.; cfr. Mosca (nt. 4), 59.

(⁸⁴) Al sensi dell'articolo 49, primo comma, lettera e), del Regolamento Emittenti "l'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 [del t.u.f.] non sussiste se le soglie previste dall'articolo 106, commi 1, 1-bis, 1-ter e 5 del testo unico sono superate e il soggetto si impegna a cedere a parti non correlate i titoli [...] in eccedenza entro dodici mesi e non esercitare i medesimi diritti".

primo comma e nel quinto comma ⁽⁸⁵⁾ dell'art. 122 del t.u.f. — dettata per tutt'altro scopo. Non stupisce, infatti, che l'art. 122 del t.u.f. abbia carattere tendenzialmente omnicomprensivo, atteso che la funzione della norma è quella di assicurare piena trasparenza ad *ogni* accordo che abbia ad oggetto, direttamente o indirettamente, il governo di un emittente o che incida comunque sui suoi assetti proprietari ⁽⁸⁶⁾. Da qui la rinuncia, per certi versi necessitata ⁽⁸⁷⁾, a dettare una definizione generale di accordo parasociale e il ricorso a formule caratterizzate, nel progredire dell'ordine espositivo, da crescente genericità e indeterminatezza: (1) *accordi di voto* (peraltro senza distinguere tra voto in sede ordinaria o straordinaria; cfr. art. 122, comma 1, t.u.f.); (2) *accordi di consultazione obbligatoria per l'esercizio del voto* (di nuovo, a prescindere dalla tipologia di assemblea) (art. 122, comma 5, lettera a), t.u.f.); (3) *accordi che pongono limiti alla circolazione dei titoli* (art. 122, comma 5, lettera b), t.u.f.); (4) *accordi che prevedono l'acquisto dei titoli* (art. 122, comma 5, lettera c), t.u.f.); e (5) *accordi aventi per oggetto o per effetto l'esercizio di una influenza dominante sull'emittente* (art. 122, quinto comma, lettera d), t.u.f.) ⁽⁸⁸⁾. L'art. 122 t.u.f. opera dunque, intenzionalmente, come *rete a strascico*, al punto che, a due anni dall'entrata in vigore della norma, l'autorità di mercato si vide costretta ad intervenire ⁽⁸⁹⁾ per fugare il dubbio, da più parti paventato, che, in forza del

⁽⁸⁵⁾ Con la sola esclusione della fattispecie pattizia descritta nella lettera *d-bis*), ossia accordi “volti a favorire o a contrastare il conseguimento di un'offerta pubblica di acquisto o scambio, ivi inclusi gli impegni a non aderire ad un'offerta”.

⁽⁸⁶⁾ Così FELLER, in *Le leggi commentate*, Commentario delle Società a cura di Grippo, III, Torino, Utet, 2009, 1837: “la meritevolezza della protezione giuridica e l'opportunità di una disciplina dei patti parasociali trovano dunque giustificazione nei diritti sociali che attraverso di essi vengono regolamentati e negli effetti che l'esistenza di questi accordi dispiega sulla vita societaria. Diviene pertanto essenziale, al fine di garantire un mercato mobiliare efficiente e garante dei diritti dei risparmiatori, che vengano offerte al pubblico informazioni esaustive, chiare e veritiere”. Analogamente, PICCIAU, sub art. 122, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. Commentario*, a cura di Marchetti e Bianchi, I, Milano, Giuffrè, 199, 823 che rileva come la conoscenza dei patti parasociali sia “tassello essenziale per disvelare la struttura e le modalità di proprietà dell'ente ed in generale del comando su esso”. Alla trasparenza si aggiungono poi le ulteriori finalità ben sintetizzate dalla Consob nella nota comunicazione DIS/29486 del 18 aprile 2000: “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”.

⁽⁸⁷⁾ Osserva la Consob, proprio nella comunicazione DIS/29486 del 18 aprile 2000, che “nel Testo Unico, in base ad una precisa scelta legislativa, non è stata data una definizione generale di accordo parasociale [...] Non può escludersi [...] che la scelta di non adottare una definizione generale di patto parasociale sia stata determinata [...] 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 patti di sindacato”.

⁽⁸⁸⁾ Con un lessico che riecheggia la nota formula di quello che un tempo era l'articolo 85 del Trattato CEE (ora art. 101 del TFUE) (“sono incompatibili con il mercato interno tutti gli accordi che abbiano per oggetto o per effetto di impedire, restringere o falsare il gioco della concorrenza”), capostipite della normativa anti trust europea a conferma della prossimità con la materia del concerto: cfr. Mosca (nt. 5), 135.

⁽⁸⁹⁾ Con la comunicazione dianzi citata, DIS/29486 del 18 aprile 2000.

tenore letterale della norma, la disciplina dei patti potesse essere estesa anche a contratti (di *lock up* in sede di prima quotazione, di opzione, di compravendita a termine, ecc.) che con le pattuizioni parasociali nulla hanno a che fare ⁽⁹⁰⁾. Esportare una definizione così ampia e aperta nel contesto della disciplina OPA e, soprattutto, costruire su di essa una presunzione assoluta di concerto è operazione che presenta limiti evidenti e che genera altrettanto evidenti disfunzioni. Se infatti l'obbligo di offerta per superamento collettivo della soglia si giustifica, sul piano della *ratio*, per la necessità di offrire ai soci di minoranza eguale tutela a prescindere dal fatto che l'assetto, proprietario o di governo, di un emittente muti per effetto di un fenomeno individuale oppure collettivo, una presunzione assoluta di concerto dovrebbe comunque garantire un adeguato filtro rispetto agli inevitabili *falsi positivi*, assicurando che accordi pur sussumibili nella categoria parasociale vadano esenti dall'obbligo di OPA quando il loro contenuto sia pacificamente inidoneo ad incidere, anche solo potenzialmente, sull'assetto di controllo dell'emittente. E non faccio riferimento qui alla necessità di accertare un elemento psicologico comune ai concertisti ⁽⁹¹⁾ come sarebbe laddove si volesse applicare anche alla presunzione assoluta il fine dell'acquisizione del controllo che costituisce uno dei requisiti ⁽⁹²⁾ per l'esistenza del concerto secondo la definizione generale *ex art. 101-bis*, comma 5, del t.u.f.; ancor prima, mi pare che la cernita dovrebbe essere tra ciò che, sul piano oggettivo, può essere strumento per veicolare il fine ultimo della volontà di influenza sul controllo e ciò che, invece, è strutturalmente inidoneo a tal fine. Esistono, infatti, accordi che rientrano a tutti gli effetti nella definizione di patto

⁽⁹⁰⁾ Come la stessa Consob ebbe a chiarire nella propria successiva comunicazione DEM/3077483 del 28 novembre 2003: "l'art. 122 t.u.f. non detta una definizione generale di patto parasociale individuando in modo specifico gli elementi strutturali che devono necessariamente essere presenti per potersi avere un patto di sindacato, ma elenca 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 è apparso individuare l'ambito di applicabilità delle disposizioni di cui al comma 5, lettere b), c), d), considerata l'ampia formulazione utilizzata. Ciò considerato, al fine di evitare che, in forza del tenore letterale della norma, la disciplina dei patti potesse essere estesa anche a contratti che nulla avevano a che fare con le pattuizioni di natura parasociale, con la [comunicazione DIS/29486 del 18 aprile 2000] si è, in sintesi, precisato 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 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)".

⁽⁹¹⁾ Ipotesi interpretativa che era stata avanzata nell'immediatezza dell'entrata in vigore del t.u.f., ma che (quanto meno a livello di affermazione di carattere generale) è rimasta isolata: cfr. CALLEGARI, *sub art. 109*, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, a cura di Cottino, Torino, Utet, 1999, 68.

⁽⁹²⁾ Sebbene la lettura prevalente dell'articolo 101-bis, quarto comma, del t.u.f. privilegi l'oggettivizzazione del requisito teleologico, guardando dunque all'astratta idoneità del patto ad incidere sul controllo dell'emittente, piuttosto che allo stato soggettivo dei pattisti - cfr. successiva nota n. 102.

parasociale ex art. 122, primo e quinto comma, del t.u.f. — e sin anche nella categoria *principe del parasociale*: i sindacati di voto — e che, tuttavia, non hanno alcuna vocazione ad incidere sul bene protetto dalla disciplina del concerto, nella sua duplice declinazione del controllo sul governo o sull'assetto proprietario dell'emittente⁽⁹³⁾, ferma restando l'opportunità per il mercato di avere comunque conoscenza e consapevolezza della loro esistenza. La divaricazione più evidente tra la funzione delle due discipline (quella OPA e quella della trasparenza) si rinviene nell'ipotesi dei patti parasociali, di voto o di consultazione, che attengano ad una singola assemblea (assumendo, per ora, per semplicità di ragionamento, che il relativo consesso abbia ad oggetto decisioni diverse dalla nomina del consiglio di amministrazione)⁽⁹⁴⁾: non avrei dubbi quanto al fatto che l'occasionalità del patto non esima in alcun modo i suoi sottoscrittori dall'obbligo di pubblicazione, atteso che lo scopo primario dell'articolo 122 del t.u.f. è quello di assicurare che il mercato abbia conoscenza di ogni accordo relativo al voto o alla "circolazione" del capitale dell'emittente⁽⁹⁵⁾. Questione del tutto diversa è se un patto occasionale debba, sempre e necessariamente, condurre all'accertamento di un'azione di concerto. A dubitare della possibilità di applicare la presunzione assoluta di concerto ai patti "monouso" è, tra gli altri⁽⁹⁶⁾, proprio la nostra autorità di mercato⁽⁹⁷⁾, che pure, non appena dal "particolare" ci si sposta all'enunciazione dei principi generali, è custode dell'or-

(93) Come già osservava Basso (nt. 53), 1017, a commento del t.u.f. appena entrato in vigore: "i patti di cui all'art. 122 [...] coprono gran parte dei casi in cui si può avere cooperazione tra più soggetti [...], la qual cosa spiega perché il legislatore abbia ritenuto di poter rinunciare alla nozione generale di azione di concerto, dall'altra tuttavia, ripropone il problema, se non della vaghezza, quantomeno dell'estensione della fattispecie. Quest'ultima è ora talmente ampia da poter ricomprendere, salvo esenzione, comportamenti neutri nei confronti delle dinamiche del controllo societario, quale potrebbe essere un accordo di preventiva consultazione in occasione dell'elezione dei sindaci, intercorrente tra soci che, pur detenendo una partecipazione superiore al 30 per cento, siano comunque di minoranza".

(94) Il tema verrà ripreso più avanti; basti qui anticipare che, anche in assenza di un comportamento coordinato di voto, già la semplice collaborazione tra azionisti per la presentazione di una lista in sede di nomina del consiglio di amministrazione che non sia programmaticamente di minoranza — si dà beneficiare della presunzione negativa di concerto ex art. 44-*quater*, comma 2, lettera d.2) del Regolamento Emittenti — si presenta come particolarmente problematica; cfr. Mosca (nt. 4), 102 e Mosca (nt. 44), 155-156. Per una disamina delle posizioni espresse in dottrina sul tema del rapporto tra concerto e accordo per la presentazione di una lista, cfr. GARGANTINI, *(Coordinamento (extra)-assembleare dei soci e azione di concerto nella S.p.A. quotata*, in *Società, banche e crisi di impresa*, Liber amicorum Pietro Abbadessa, a cura di CAMPORASSO, Torino, Utet, 2014, Vol. 3, 2143.

(95) Così espressamente POMELLI, in *Commentario t.u.f.*, a cura di Vella, Tomo II, Torino, Giappichelli, 2012, 1273.

(96) Per la possibilità, a perimetro legislativo vigente, di "arrivare a riconoscere che il coordinamento per la singola assemblea, qualunque ne sia l'oggetto, e anche ove esso sia finalizzato a consentire la nomina della maggioranza del consiglio, non configura mai, in nessun caso, un'ipotesi di concerto", cfr. Guizza (nt. 24), 125.

(97) Cfr. Documento di consultazione della Consob sul recepimento della Direttiva OPA del 6 ottobre 2010, Allegato n. 6, Azione di Concerto: "in particolare, si ritiene che non siano da considerarsi ricomprese nella nozione di azione di concerto le attività di coordinamento e consultazione tra azionisti di minoranza volte a facilitare l'esercizio dei loro diritti, a promuovere migliori prassi di *governance* ovvero a sollecitare, mediante il dialogo con i vertici della società, cambiamenti gestionali o strategici. In altri termini, si ritiene che l'attuazione di iniziative e intese occasionali tra azionisti di minoranza finalizzate a coordinare i comportamenti in concomitanza di specifici eventi societari, non configurino un'azione concertata, in quanto finalizzate ad esaurire i propri effetti uno *actu* e non a influire stabilmente sulla gestione della società".

todossia (intesa come inviolabilità dell'assioma per cui ad un patto parasociale, quale che ne sia il contenuto, corrisponde necessariamente e invariabilmente una presunzione assoluta di concerto) ⁽⁹⁸⁾. La ragione di tale apparente contraddizione è legata alla diffusa preoccupazione, che ha preso le mosse a livello comunitario ed è stata poi avvertita anche a livello nazionale, che una applicazione formalistica o troppo rigorosa della disciplina del concerto possa pregiudicare il fenomeno, considerato come virtuoso e dunque da incoraggiare, di coordinamento degli investitori istituzionali (altrimenti noto come “attivismo”) ⁽⁹⁹⁾; e come già in altre circostanze ⁽¹⁰⁰⁾, la Consob, anche nel caso

⁽⁹⁸⁾ Cfr. Comunicazione DEM/1081336 del 26 ottobre 2001: “è [...] opinione prevalente in dottrina che le presunzioni di concerto previste nell'art. 109 del t.u.f. siano tassative e non ammettano prova contraria. Ciò viene variamente argomentato richiamando la genesi della norma di legge, sottolineando la circostanza che la disposizione in parola, ai fini della sussistenza degli obblighi di OPA, si limita ad attribuire rilevanza ad acquisti posti in essere da determinati soggetti, non richiedendo peraltro che tali acquisti siano riconducibili ad una strategia comune o programmata, sia in considerazione che il dettato della norma medesima, per come è formulato, non consente una valutazione di tipo finalistico. È evidente che distinguere, ai fini dell'applicazione dell'art. 109 del t.u.f., le finalità e gli intendimenti connessi agli acquisti effettuati dagli aderenti al patto implicherebbe la necessità di procedere ad indagini complesse, anche psicologiche, non previste dalla legge, assolutamente discrezionali e suscettibili di creare disparità di trattamento tra i soggetti interessati”.

⁽⁹⁹⁾ La Commissione Europea, nel suo documento programmatico del 2012, aveva inserito, tra le priorità di intervento, proprio il coinvolgimento degli azionisti nel governo societario: Commissione Europea, Piano d'Azione: diritto europeo e governo societario — una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili, disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0740&from=it> (su cui, vedi BRUNETTA, *Il nuovo action plan 2012 sul governo societario: un rinnovato ruolo del socio nella grande società per azioni europea?*, in *N. leggi civ. comm.*, 2014, 443); nel giugno 2017, coerentemente con il programma delineato nell'*action plan*, è divenuta efficace la Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento e del Consiglio Europeo che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti. In argomento, cfr. SANDEI, *Attivismo degli azionisti e nuove forme di partecipazione*, Milano, Giuffrè, 2016; GUETI, (nt. 14), I, 754; MOSCA (nt. 4), 99 *et passim*; GARGANTINI, (nt. 94), 2135 ss.; e ancora MOSCA, (nt. 44), 118.

⁽¹⁰⁰⁾ Il riferimento è, in particolare, al caso del cd. *sindacato di sostegno*, termine con cui mi pare di poter definire la situazione del socio di controllo che ceda ad altro soggetto una parte della propria quota, mantenendo una partecipazione superiore al 30% e sottoscrivendo con il cessionario un patto parasociale che gli garantisca di conservare comunque il controllo dell'emittente. Ora, anche in questo caso occorre distinguere l'aspetto sostanziale da quello formale: partendo dal primo, la decisione della Consob di escludere un obbligo di OPA in tale fattispecie è fondata sulla considerazione che sarebbe illogico far discendere automaticamente dall'articolo 109 t.u.f. “un obbligo di OPA ogniqualvolta un azionista di controllo ceda, senza rinunciare ad esercitare una posizione dominante, una parte della sua partecipazione ad azionisti che concludono un patto parasociale con lui, vale a dire casi in cui non sorgerebbero gli interessi che la normativa italiana sulle OPA intende tutelare [ossia senza che sia intervenuto quel mutamento nell'assetto di controllo cui è legata l'exit offerta dall'OPA]”: cfr. Comunicazione DCL/DEM/85385 del 16 novembre 2000. L'appiglio formale a sostegno dell'orientamento sostanziale è tuttavia debole: la Consob fa perno, infatti, su di una considerazione di ordine lessicale (la norma dice: soggetti che vengano a detenere una partecipazione superiore alla soglia) per porre la posizione individuale del cedente e del cessionario a separato raffronto col dato normativo, verificando cioè, in capo a ciascuno di essi, autonomamente considerati, l'eventuale detenzione di una partecipazione superiore alla soglia; così facendo le due posizioni vengono però analizzate in modo per l'appunto esclusivamente atomistico, laddove, invece, l'essenza stessa della disciplina del concerto, che è per l'appunto quella di fungere da collante tra più soggetti, imporrebbe semmai di procedere in direzione opposta. Guardando invece dapprima (solo) a chi abbia ceduto le azioni (o comunque ridotto la propria quota nel contesto dell'operazione), il nostro regolatore, nella citata comunicazione, osserva che “non può ritenersi che venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia un azionista che già la deteneva prima dell'operazione”; e parimenti, volgendo poi lo sguardo al cessionario (o come nel caso specifico, ai cessionari), rileva che “d'altra parte non può ritenersi che vengano a detenere la medesima partecipazione azionisti che,

dell'attivismo, si è dimostrata (lodevolmente) incline a favorire interpretazioni normative che evitino un ingessamento degli assetti proprietari o del governo societario senza alcuna utilità rispetto alla ratio dell'OPA obbligatoria.

8. *A favore di una ricostruzione della presunzione assoluta di concerto coerente con la ratio della disciplina OPA.* — Prima di ragionare sulla possibilità, quanto meno rispetto ad alcune fattispecie, di orientare ⁽¹⁰¹⁾ l'interpretazione della presunzione assoluta di *concerto patizio* anche sulla base del requisito teleologico previsto nella definizione generale dell'azione di concerto ⁽¹⁰²⁾, vorrei tuttavia procedere ad una ricognizione dell'*esistente*, ripercorrendo, in particolare, le scelte legislative del 2009 ⁽¹⁰³⁾ che già oggi smentiscono, *in parte qua*, il postulato della automatica e inevitabile coincidenza tra patto parasociale e concerto. Ed è sufficiente procedere ad una lettura coordinata dei commi 4, 4-bis

rimandandovi, singolarmente e unitariamente considerati, al di sotto, si aggregino al precedente controllante/sindacato, che mantenga una posizione di influenza dominante all'interno della società". Il problema di una tale ricostruzione è evidente: il fenomeno del concerto (tramite patto di sindacato) ha natura collettiva e impone una considerazione unitaria dei possessi azionari individuali, sicché, rispetto alla lettera dell'articolo 109 t.u.f., ciò che conta, per verificare se vi sia stato un superamento concertato della soglia, è unicamente se, ad operazione avvenuta, la partecipazione rilevante sia nelle mani di soggetti diversi da quelli che la detenevano in precedenza (senza che la norma preveda o consenta un trattamento differenziato a seconda che la variazione soggettiva riguardi tutti gli attori o solo alcuni di essi). Ciò non ha precluso, tuttavia, il consolidamento di un indirizzo interpretativo rispetto al quale, evidentemente, la ragionevolezza delle finalità che lo ispirano ha prevalso sulla debolezza della costruzione giuridica: è indubbio, del resto, che vi sia stata ampia condivisione sull'opportunità di evitare interpretazioni normative da cui potesse conseguire un ingessamento degli assetti proprietari senza alcuna utilità rispetto alla ratio dell'OPA obbligatoria.

⁽¹⁰¹⁾ Come suggerito da Cassanese, (nt. 94), 2133.

⁽¹⁰²⁾ Orsini, al fine dell'acquisto, mantenimento o rafforzamento del controllo ex art. 101-bis, quarto comma, del t.u.f., con la precisazione, peraltro, che nel prosieguo dell'articolo l'aspetto teleologico verrà considerato non sotto il profilo soggettivo dell'intento che muove i patisti, ma piuttosto per l'oggettiva inadeguatezza del patto a fungere da strumento contrattuale attraverso il quale i patisti possano incidere sull'assetto di controllo dell'emittente, sì da escludere dall'ambito del concerto quei patti parasociali (di voto o di consultazione) la cui portata oggettiva sia obiettivamente estranea al fenomeno (della ricerca) del controllo. Questa impostazione mi pare speculare, del resto, alla prevalente interpretazione della fattispecie generale del concerto ex art. 101-bis, quarto comma, del t.u.f., secondo cui la prova del concerto non richiede un'analisi dello stato soggettivo dei partecipanti all'accordo, ma una valutazione della idoneità oggettiva dell'accordo ad influire sul controllo: "il riferimento teleologico contenuto nell'art. 101-bis, comma 4, t.u.f. — il quale, come si è visto, richiede che l'accordo sia volto a acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio — solleva il dubbio se esso incarna l'elemento soggettivo della fattispecie o se, viceversa, si limiti a descrivere gli effetti che (sul piano giuridico-fenomenico) l'accordo deve essere in grado di produrre. L'accoglimento della prima soluzione comportando la necessità dell'accertamento di uno stato soggettivo, avrebbe l'effetto di rendere la prova dell'esistenza del concerto maggiormente difficoltosa, a meno di ritenere che gli effetti concretamente prodotti (ed empiricamente riscontrabili) in seguito all'azione congiunta siano un elemento di per sé idoneo a far presumere la sussistenza della comune volontà degli agenti; se così fosse, però, la questione diventerebbe meramente nominalistica e, a quel punto, l'ago della bilancia finirebbe sicuramente per pendere in favore della prospettiva oggettivista, in grado di fornire un più sicuro appiglio all'opera dell'interprete. La difficoltà di ammettere che l'applicazione di tale disciplina possa dipendere dall'accertamento (sicuramente non semplice ed alquanto delicato) di uno stato soggettivo, porta a concludere che oggetto di valutazione debba essere l'effettiva portata dell'accordo". — LEONARDI, *Due pronunce del Tribunale di Milano in tema di OPA obbligatoria da concerto*, in *RIS*, 2013, 104; analogamente, SERSALE (nt. 14), 191. COSTA TESI, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di Frattini e Gasparri, Vol. II, Torino, Utet, 2012, 1225.

⁽¹⁰³⁾ Il riferimento è ovviamente al d.lgs. n. 146 del 25 settembre 2009.

e 4-ter dell'art. 101 bis del t.u.f. e dell'art. 44-quater del Regolamento Emittenti per averne conferma proprio dal dato legislativo e regolamentare vigente. Il primo snodo per una ricostruzione sistematica del quadro normativo è costituito dall'articolo 101-bis, comma 4-ter, lettera b), che delega la Consob a stabilire, con regolamento, "i casi nei quali la cooperazione tra più soggetti non configura un'azione di concerto"; l'*incipit* dell'articolo impone tuttavia un preciso limite alla potestà regolamentare della nostra autorità di mercato, cui non è consentito introdurre deroghe alle presunzioni assolute dettate dal comma 4-bis: "fermo restando il comma 4-bis, la Consob individua con regolamento i casi [...] nei quali la cooperazione [...] non configura un'azione di concerto [ai sensi della definizione generale di concerto di cui al] comma 4". Il rapporto tra le due previsioni è inequivoco: da un lato, il comma 4-bis elenca quattro fattispecie che costituiscono presunzioni assolute di concerto; dall'altro lato, il comma 4-ter affida alla Consob il compito di individuare ipotesi di coordinamento tra azionisti, *diverse dalle fattispecie oggetto di presunzione assoluta*, suscettibili, in astratto, di essere attratte all'interno della definizione generale di concerto stabilita dal T.U.F., ma che, in quanto ritenute meritevoli di tutela ⁽¹⁰⁴⁾, ne sono dichiarate estranee in virtù di apposita presunzione negativa. Spostando ora lo sguardo all'esercizio della delega — come riflesso nell'articolo 44-quater del Regolamento Emittenti ⁽¹⁰⁵⁾ — risulta di immediata evidenza che la Consob ha ritenuto di (poter legittimamente) prevedere una presunzione negativa di concerto rispetto ad una pluralità di casi ⁽¹⁰⁶⁾ che pur rientrerebbero, per tipologia,

⁽¹⁰⁴⁾ La finalità delle presunzioni negative è chiarita dalla Consob nel Documento di consultazione sul recepimento della Direttiva OPA del 6 ottobre 2010, Allegato n. 6. Azione di Concerto: "il rischio che la disciplina dell'azione di concerto possa frenare l'azione degli investitori istituzionali è stato evidenziato anche dal Comitato ESME (*European Securities Market Expert Group*) della Commissione europea, in un rapporto avente ad oggetto la definizione di *acting in concert*. Nel rapporto, l'ESME ha rilevato come la definizione di persone che agiscono di concerto contenuta nella Direttiva OPA risulti molto generica ed ampia, generando incertezze tra gli investitori istituzionali rispetto ai comportamenti da tenere nell'esercizio dei diritti sociali. Il problema sollevato dall'ESME ed evidenziato anche da investitori istituzionali internazionali, appare di indubbia rilevanza anche nel contesto normativo italiano. Si ritiene che la previsione di specifiche presunzioni assolute negative di azione di concerto possa essere utilizzata per superare i dubbi interpretativi e creare un quadro regolamentare favorevole al coordinamento e alla comunicazione tra azionisti non interessati ad acquisire il controllo delle società ma a svolgere un ruolo attivo, proprio delle minoranze qualificate, nell'ambito della corporate governance".

⁽¹⁰⁵⁾ Fermo restando che, come osserva Guizzi (nt. 24), 114, che la presunzione negativa è comunque soggetta ad un *caveat*: "è importante notare come in tutte in queste ipotesi la Commissione escluda che il coordinamento implichi di per sé concerto; il che significa, allora, che anche il nostro regolatore non esclude in via di principio che, a causa di peculiari circostanze del caso concreto, anche in tale evenienze si possa aprire la strada a una diversa qualificazione del coordinamento degli azionisti".

⁽¹⁰⁶⁾ L'art. 44-quater del Regolamento Emittenti, al comma 2, prevede, *inter alia*, che "i seguenti casi di cooperazione tra più soggetti non configurano di per sé un'azione di concerto ai sensi dell'articolo 101-bis, comma 4, del Testo unico: c) la cooperazione tra azionisti per contrastare l'approvazione di una delibera di assemblea straordinaria o di una delibera di assemblea ordinaria avente ad oggetto: 1) i compensi dei componenti degli organi sociali, le politiche di remunerazione o i piani di compensi basati su strumenti finanziari; 2) operazioni con parti correlate; 3) autorizzazioni ai sensi dell'articolo 2390 del codice civile o dell'articolo 104 del Testo unico; d) la cooperazione tra azionisti per: 1) favorire l'approvazione di una delibera assembleare avente ad oggetto la responsabilità dei componenti degli organi sociali o di una proposta all'ordine del giorno ai sensi dell'articolo 2367 del codice civile o dell'articolo 126-bis del Testo unico; 2) far confluire voti su una lista che

nel paradigma astratto dei patti di consultazione o voto. Non vedo infatti in che modo o misura “la cooperazione tra azionisti per far confluire voti su una lista [di minoranza]” si differenzi da un patto di voto, se non per l'utilizzo di una diversa terminologia per descrivere il medesimo fenomeno sostanziale (coordinamento tra azionisti per far confluire voti su una lista anziché patto tra azionisti per votare una lista) ⁽¹⁰⁷⁾; o, per fare un secondo esempio, non mi pare possa negarsi la natura di patto parasociale (quanto meno di consultazione, se non di voto) alla cooperazione tra azionisti per contrastare ⁽¹⁰⁸⁾ l'approvazione di una delibera assembleare o, al contrario, per favorire ⁽¹⁰⁹⁾ l'approvazione di una delibera di azione di responsabilità nei confronti degli amministratori (cui peraltro, ove approvata con il voto favorevole di almeno un quinto del capitale sociale, consegue la revoca dall'ufficio degli amministratori in questione ⁽¹¹⁰⁾), con diretta incidenza, quindi, della cooperazione tra gli azionisti sugli assetti di governo dell'emittente). Ciò che consente di distinguere le fattispecie parasociali previste dall'articolo 44-*quater*, secondo comma, lettere c) e d) del Regolamento Emittenti dai patti soggetti alla presunzione *iuris et de iure* ex art. 101-*bis*, lett. a), del t.u.f., rendendo dunque “possibile” la coesistenza della presunzione regolamentare negativa e della presunzione assoluta di legge, è, in effetti, la diversità, quasi in un rapporto di genere a specie, tra la generalità dei patti parasociali considerati come tipologia astratta e un (ampio) sottoinsieme che assume specifico rilievo ai fini dell'articolo 101-*bis* del t.u.f. (con conseguente soggezione alla presunzione assoluta di concerto) ⁽¹¹¹⁾; diversità che mi pare debba essere rinvenuta nella presenza, all'interno del sottoinsieme rilevante ai fini della presunzione assoluta di concerto pattizio, di uno specifico elemento — l'idoneità (almeno potenziale) ad incidere sul governo o sugli assetti proprietari dell'emittente — che non necessariamente ricorre in tutti i patti che pur rientrano nello schema astratto del negozio parasociale. Se, infatti, le presunzioni negative stabilite dall'art. 44-*quater* del Regolamento Emittenti fossero fondate sulla non riconducibilità della cooperazione tra azionisti ad uno schema negoziale, non se ne comprenderebbe allora la ragion d'essere, atteso che, in base alla definizione generale ex art. articolo 101, comma 4, del t.u.f., il concerto presuppone necessariamente la *cooperazione sulla base di un accordo* (per di più finalizzato ad acquisire,

candidi un numero di soggetti inferiore alla metà dei componenti da eleggere o sia programmaticamente preordinata all'elezione di rappresentanti della minoranza, anche tramite la sollecitazione di deleghe di voto finalizzata alla votazione di tale lista”.

⁽¹⁰⁷⁾ La Consob, nel Documento di consultazione sul recepimento della Direttiva OPA del 6 ottobre 2010, Allegato n. 6. Azione di Concerto, si esprime in termini di “cooperazione tra azionisti [...] per votare una lista di minoranza”, mantenendo quindi aperta la possibilità che la cooperazione si concretizzi in una consultazione o si estenda sino ad un impegno reciproco di voto.

⁽¹⁰⁸⁾ Nei casi previsti dai nn. 1-3 della lettera c) dell'articolo 44-*quater*, secondo comma, del Regolamento Emittenti.

⁽¹⁰⁹⁾ Cfr. lettera d-2), sempre del secondo comma dell'articolo 44-*quater* del Regolamento Emittenti.

⁽¹¹⁰⁾ Cfr. art. 2393, comma 5 c.c.

⁽¹¹¹⁾ Per la possibilità che uno schema negoziale possa configurare un patto parasociale senza che ciò tuttavia determini una automatica riconducibilità alle fattispecie previste dall'articolo 122 del t.u.f., cfr. CAMPOBASSO, *Voto di lista e patti parasociali nelle società quotate*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 128.

mantenere o rafforzare il controllo su di un emittente). Dunque, delle due l'una: o le presunzioni negative dettate dal Regolamento Emittenti sono ontologicamente prive di utilità (poiché escludono che costituisca concerto ciò che concerto comunque non sarebbe già in base alla norma di legge) oppure se ne deve riconoscere l'utilità proprio perché escludono che determinate fattispecie di cooperazione, che pure sarebbero sussumibili nello schema negoziale dei patti di consultazione o voto, ricadano nella presunzione assoluta *ex art. 101-bis*, comma 4-bis, del t.u.f., in ragione della presenza di elementi differenziali che giustificano un diverso trattamento. Ma se l'elemento differenziale non è costituito dalla natura contrattuale o meno della cooperazione, la distinzione tra i patti parasociali assoggettati alla presunzione assoluta di concerto e le figure (pattizie) di cooperazione che beneficiano della presunzione negativa non può, evidentemente, che discendere da elementi intrinseci dell'una tipologia che non ricorrono nell'altra (o viceversa). E mi pare che questa riflessione si ponga in assoluta continuità con la linea interpretativa che la Consob ha esplicitato sin dagli esordi del t.u.f., allorché, con le comunicazioni DIS/29486 del 18 aprile 2000 e (soprattutto) DEM/3077483 del 28 novembre 2003, ha contribuito a contestualizzare la portata dell'articolo 122 del t.u.f., evitandone una applicazione pericolosamente espansiva come sarebbe invece stato se avesse prevalso un'interpretazione letterale della norma. Prescindendo, infatti, dalle tipologie pattizie che hanno formato oggetto specifico delle due comunicazioni, ciò che da esse si desume è un indirizzo esegetico, di carattere generale⁽¹¹²⁾, così articolato: (a) l'articolo 122 t.u.f. non definisce gli elementi strutturali di un patto parasociale, ma, da un lato, individua alcuni patti *tipici* (di voto e di consultazione) e, dall'altro lato, procede ad una "categorizzazione" per effetti (patti che pongono limiti al trasferimento di titoli, patti che prevedono l'acquisto dei titoli e patti che hanno per oggetto o per effetto l'esercizio di una influenza dominante sulla società); (b) perché un patto possa essere qualificato come parasociale ai sensi dell'art. 122 del t.u.f. occorre, innanzi tutto, che esso produca uno o più degli effetti previsti dalla norma; (c) pur in presenza degli effetti tipici, un accordo rimarrebbe tuttavia privo della qualificazione parasociale ove mancasse la funzione tipica di un patto parasociale che consiste nel "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 esempio attraverso accordi di blocco, di prelazione o di covendita)"⁽¹¹³⁾. Non solo: la Consob sottolinea come le conclusioni da essa raggiunte in ordine agli elementi costitutivi di un patto parasociale siano poi state recepite dal legislatore nella definizione della fattispecie "patto parasociale" introdotta nel codice civile nel contesto della riforma del diritto societario del 2003⁽¹¹⁴⁾; ed in effetti, l'articolo 2341-bis c.c. riprende, in

⁽¹¹²⁾ Del resto, la stessa Consob nella Comunicazione DEM/3077483 del 28 novembre 2003 precisa di aver "effettuato un'approfondita e complessiva valutazione delle tipologie di patti indicati nell'art. 122 t.u.f. al fine di individuare, in via generale, i limiti di applicabilità di tale disciplina".

⁽¹¹³⁾ Cfr. Comunicazione Consob dianzi citata.

⁽¹¹⁴⁾ Il riferimento è ovviamente al d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6.

buona sostanza, proprio le categorie descrittive dell'art. 122 del t.u.f., completandole però con il requisito teleologico della "stabilizzazione degli assetti proprietari o del governo della società". E per quanto, ovviamente, l'articolo 2341-bis c.c. non sia destinato a trovare applicazione ai patti su società quotate (in quanto regolati in via esclusiva dalla speciale disciplina del t.u.f.⁽¹¹⁵⁾), la Consob desume⁽¹¹⁶⁾ dalla formulazione codicistica una conferma del proprio orientamento secondo cui la qualificazione di un accordo come patto parasociale richiede il concorso di due elementi, un effetto tipico (secondo il decalogo dell'art. 122 del t.u.f.) e un fine altrettanto tipico (in termini di idoneità ad incidere sul governo dell'emittente o sul controllo dei suoi assetti proprietari)⁽¹¹⁷⁾. È pur vero che i principi enucleati (in via generale) dalla Consob hanno poi trovato applicazione (in concreto) soltanto in fattispecie relative alla circolazione delle azioni; ed è altrettanto vero che tutte le comunicazioni dell'autorità, ancorché non si esprimano in modo diretto sul punto, sembrano riservare un diverso trattamento ai patti parasociali tipizzati dall'articolo 122 del t.u.f. (ossia patti di voto o consultazione) rispetto alle altre categorie individuate dalla norma, come se, in presenza di un patto di voto o di consultazione, la *finalità parasociale qualificata* ricorresse *in re ipsa* e non fosse quindi necessaria alcuna ulteriore verifica sulla funzione dell'accordo. Tuttavia, non mi pare che da questa constatazione si possano trarre conclusioni definitive in un senso o nell'altro,

⁽¹¹⁵⁾ Cfr. art. 122, comma 5-bis, del t.u.f.

⁽¹¹⁶⁾ Cfr. la Comunicazione DEM/3077485 del 28 novembre 2003: "le conclusioni raggiunte dalla Consob in merito agli elementi qualificanti i patti parasociali sono state recepite nella nuova definizione di patto parasociale introdotta nel codice civile dal d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6 e che entrerà in vigore dall'1 gennaio 2004. Si fa riferimento alla definizione contenuta nel nuovo art. 2341-bis c.c. (Patti parasociali) secondo il quale «I patti, in qualunque forma stipulati, che al fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società: a) hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società per azioni o nelle società che le controllano; b) pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o di quelle delle loro controllanti; c) hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società non possono avere durata superiore a cinque anni e si intendono stipulati per questa durata anche se le parti hanno previsto un termine maggiore; i patti sono rinnovabili alla scadenza». Ai fini che qui interessano risulta rilevante anche quanto scritto con riguardo a tale norma nella relazione illustrativa al d.lgs. n. 6/2003. In particolare, nel par. 2 intitolato patti parasociali si legge: "Si è mirato a cogliere la comune funzione delle diverse fattispecie di patti parasociali, individuandola nel fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo delle società, e ciò anche per scongiurare il rischio, già manifestatosi in relazione alle società quotate, di un'impropria estensione delle norme sui patti parasociali a fattispecie che nulla hanno a che vedere con questi". Ciò posto, benché la disciplina civilistica dei patti parasociali potrebbe non essere ritenuta applicabile alle società quotate e alle loro controllanti per le quali è prevista la disciplina speciale di cui agli articoli 122 e 123 t.u.f., la stessa risulta comunque importante per avvalorare le conclusioni raggiunte dalla Consob nella citata Comunicazione rispetto all'ambito di applicazione della disciplina dei patti parasociali prevista dal Testo Unico della Finanza".

⁽¹¹⁷⁾ Sulla stessa linea della nostra autorità di mercato, vedi POMELLI (nt. 95), 127 I: "per quanto non dichiarato espressamente, il fine della stabilizzazione degli assetti proprietari o del governo della società finisce per essere implicitamente e naturalmente rilevante anche per i patti relativi alle società quotate"; analogamente, GIUDICI (nt. 14), 498 *et passim*; BRUNETTA (nt. 14), 227 (nota 121); TUCCI (nt. 14), 915; GUZZI (nt. 24), 125; MACRÌ, *Durata dei patti e diritto di recesso*, in *Le Società per azioni*, diretto da Abbadessa e Portale, Tomo II, Milano, Giuffrè, 2016, 3859 ss., con una interessante precisazione sulla differenza tra finalità della stabilizzazione (requisito necessario per l'assoggettamento dell'accordo alla disciplina dell'art. 122 del t.u.f.) e persistenza nel tempo del patto (che non costituisce, invece, elemento strutturale della fattispecie, posto che anche patti occasionali possono incidere sugli assetti dell'emittente).

anche perché l'iter espositivo delle comunicazioni è inevitabilmente influenzato dall'analisi dei casi specifici sottoposti all'attenzione dell'autorità (e nessuno di questi riguardava accordi aventi ad oggetto l'esercizio del diritto di voto o consultazioni tra azionisti). Prova ne sia che da un successivo documento dell'autorità, questa volta relativo proprio ai temi del voto assembleare e della consultazione tra soci, mi pare possa desumersi una chiara, per quanto giustamente cauta, apertura ad applicare i principi delineati con le comunicazioni DIS/29486 del 18 aprile 2000 e DEM/3077483 del 28 novembre 2003 a *tutte* le categorie parasociali (e dunque anche ad accordi di consultazione o voto), qualora se ne debba vagliare la rilevanza ai fini della disciplina del concerto: "si ritiene che non siano da considerarsi ricomprese nella nozione di azione di concerto le attività di coordinamento e consultazione tra azionisti di minoranza volte a facilitare l'esercizio dei loro diritti, a promuovere migliori prassi di *governance* ovvero a sollecitare, mediante il dialogo con i vertici della società, cambiamenti gestionali o strategici. In altri termini si ritiene che l'attuazione di iniziative e intese occasionali tra azionisti di minoranza finalizzate a coordinare i comportamenti in concomitanza di specifici eventi societari non configurino un'azione concertata, in quanto finalizzate ad esaurire i propri effetti e non a influire stabilmente sulla gestione della società" ⁽¹¹⁸⁾. Senza voler qui troppo enfaticizzare un singolo *passaggio* di un documento complesso in cui la Consob ricerca un difficile equilibrio tra l'obiettivo, condiviso a livello europeo, di favorire l'attivismo degli investitori istituzionali e i vincoli immanenti alla disciplina italiana del concerto ⁽¹¹⁹⁾, il principio di fondo che se ne desume è inequivoco: un'intesa tra azionisti volta a coordinare l'esercizio del diritto di voto (ossia, un patto parasociale di consultazione o voto) su base occasionale non concretizza un'azione di concerto se e nella misura in cui si tratti di un'iniziativa che, in quanto destinata ad esaurire i propri effetti *uno actu*, sia inidonea ad incidere stabilmente sull'assetto di governo dell'emittente. L'idea che la presunzione assoluta del concerto pattizio costituisca un argine invalicabile per l'interprete non è, dunque, monolitica e si apre al contrario uno spazio, esiguo ma non irrilevante, per assicurare che la presunzione trovi un'applicazione coerente con la finalità dell'OPA di concerto, sì da escludere dall'obbligo di offerta quelle situazioni in cui, pur in presenza di un patto parasociale astrattamente suscettibile nelle categorie elencate dall'articolo 122 del t.u.f., la cooperazione tra gli aderenti al patto sia strutturalmente priva di una finalità di influenza sul governo societario dell'emittente o sul suo assetto proprietario. Beninteso, uno spazio che discende non già da una valutazione in ordine all'elemento psicologico che muove gli aderenti al patto, ma solo ed esclusivamente dalle caratteristiche oggettive del patto. La forbice tra la presunzione assoluta (che non consente indagini sulle finalità soggettive dei pattisti) e la definizione generale dell'azione di concerto (che si concretizza solo nei casi in cui chi agisca di concerto sia ispirato da una finalità di acquisto del controllo) permane invariata, ma l'impor-

⁽¹¹⁸⁾ Cfr. il già citato Documento di consultazione sul recepimento della Direttiva OPA del 6 ottobre 2010, Allegato n. 6. Azione di Concerto.

⁽¹¹⁹⁾ Diffusamente, in argomento, Mosca (nt. 44), 118 *et passim*.

tazione della categoria del parasociale ex art. 122 del t.u.f. nella disciplina del concerto diviene soggetta, quanto meno in talune circostanze, ad un *filtro preliminare* che consenta di escludere dalla fattispecie dell'OPA obbligatoria accordi tra azionisti che siano, sul piano del loro contenuto oggettivo, irrilevanti rispetto alla *ratio* dell'obbligo di offerta.

9. L'ESMA "*rema in questa direzione*". — E per comprendere quali siano le specifiche circostanze che legittimano il ricorso ad un filtro preventivo in sede di applicazione della presunzione pattizia, è utile volgere nuovamente lo sguardo al contesto europeo e, in particolare, al *Public Statement first update*) dell'ESMA ⁽¹²⁰⁾ del 20 giugno 2014 in cui è riflessa la posizione assunta dall'autorità comunitaria, in collaborazione con i singoli regolatori nazionali, sul tema della *difficile relazione* ⁽¹²¹⁾ tra attivismo e concerto. Sebbene non siano mancate voci critiche sui limiti intrinseci di un atto che, per quanto di autorevole provenienza, non ha alcuna efficacia giuridica in senso stretto ⁽¹²²⁾, non ne sottovaluterei la portata, soprattutto perché la logica che lo ispira è sovrapponibile a quella delle presunzioni negative di concerto dettate dall'art. 44-*quater*, secondo comma, del Regolamento Emittenti. E poiché il documento precisa che "the public statement represents the collective view of the members of the TBN ⁽¹²³⁾ who stand behind it", mi pare indubbio che il suo contenuto, peraltro

⁽¹²⁰⁾ Come è noto, l'ESMA (acronimo inglese con cui è universalmente conosciuta l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati istituita con Regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento Europeo e del Consiglio) fa parte del sistema europeo di vigilanza finanziaria ed è espressione delle singole autorità di vigilanza nazionali; uno dei compiti dell'ESMA è per l'appunto quello di contribuire all'applicazione uniforme delle direttive in materia di mercato finanziario.

⁽¹²¹⁾ ⁽¹²¹⁾ È la stessa ESMA ad esplicitare, in apertura, *background* e finalità del proprio intervento: "In its report [s] to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the application of Directive 2004/25/EC on Takeover Bids (the TBD), the European Commission (the Commission) suggested that clarification of the concept of acting in concert at EU level would help to lessen uncertainty for international investors who wish to cooperate with each other on corporate governance issues but who feel inhibited from doing so for fear that they might risk having to make a mandatory bid. This public statement has been prepared for investors in response to the Commission's suggestion on the basis of information collected by the members of the Takeover Bids Network (the TBN) about national practices and application of the TBD. The public statement represents the collective view of the members of the TBN, who stand behind it".

⁽¹²²⁾ Osserva GHETTI, (nt. 14), 785, che: "la Commissione ha deciso di cercare di attenuare l'interferenza tra attivismo e concerto senza modificare direttamente la normativa applicabile, sollecitando piuttosto l'emaneazione di una *guidance* dell'ESMA. Alla luce dell'analisi svolta è possibile formulare alcune considerazioni sul contenuto di tale documento, che non sembra idoneo a porre rimedio ai visti problemi di chiarezza, coerenza e selettività che affliggono le diverse nozioni europee di concerto. L'atto è formalmente qualificato come dichiarazione pubblica. Si tratta pertanto di un documento non vincolante che, come anticipato nel paragrafo che precede, può sì essere adottato con maggiore celerità, ma non è idoneo ad incidere in alcun modo né sulle nozioni europee di concerto, né su quelle adottate dagli stati membri. L'azione di concerto ai fini o.p.a. continuerà pertanto ad essere regolata dalle divergenti normative in vigore negli Stati membri. Il documento è stato elaborato dal *Takeover Bid Network*, un comitato composto dalle autorità dei singoli Stati membri competenti per la regolamentazione delle offerte pubbliche e coordinato dall'ESMA. I principali destinatari del provvedimento non sono già le autorità medesime, [...] ma piuttosto gli investitori bisognosi di essere rassicurati circa la valenza attribuita ai loro comportamenti. Sembra, in altre parole, un documento avente natura informativa piuttosto che normativa".

⁽¹²³⁾ Ossia i singoli regolatori di mercato degli stati membri.

temporalmente successivo all'adozione delle presunzioni negative del Regolamento Emittenti, confermi la necessità di orientare la presunzione assoluta di natura pattizia in una direzione coerente con la *ratio* della disciplina del concerto e fornisca, a tal fine, un'ulteriore chiave interpretativa. Lo *statement* dell'ESMA individua infatti un'area franca, la "*white list*" di attività all'interno della quale gli azionisti di un emittente possono confrontarsi e collaborare tra loro senza che la reciproca cooperazione possa, per ciò solo ⁽¹²⁴⁾, dar luogo ad un'azione di concerto, chiarendo nel contempo, ove mai fosse rimasto qualche dubbio al riguardo, che la collaborazione può legittimamente assumere anche la forma di *un vero e proprio accordo di voto* ⁽¹²⁵⁾, laddove l'impegno sia limitato ad una specifica delibera assembleare e verta su materie che — come si desume dall'esemplificazione fornita dall'ESMA ⁽¹²⁶⁾ — siano strutturalmente insuscettibili di incidere sull'assetto di governo dell'emittente. Il fatto che la Consob sia partecipe dello *statement* dell'ESMA (*«members of the TBN [...] stand behind it»*) ha poi una duplice valenza, perché se da un lato si pone in continuità con la logica delle presunzioni negative *ex art. 44-quater*, comma 2 del Regolamento Emittenti, dall'altro lato ne arricchisce l'ambito applicativo. L'elenco di attività ricomprese nella *white list* dell'ESMA è infatti più ampio del catalogo di presunzioni negative del Regolamento Emittenti, ma soprattutto ha natura esemplificativa e non esaustiva ⁽¹²⁷⁾, sicché assume rilevanza non soltanto l'elenco in sé ma anche il *minimo comune denominatore* che accomuna le attività in franchigia d'OPA. Tutte le ipotesi ricomprese nella *white list* dell'ESMA, ma l'osservazione vale anche per le presunzioni negative del Regolamento Emittenti, sono infatti caratterizzate dall'occasionalità dell'accordo ⁽¹²⁸⁾ e dall'estraneità della decisione assembleare, oggetto della cooperazione, a tematiche di controllo. Affinché un patto di voto o consultazione possa sfuggire alla presunzione assoluta del concerto è dunque necessario che ricorrano sia l'occasionalità dell'accordo sia la sua oggettiva inidoneità ad incidere sul controllo, ancorché i

⁽¹²⁴⁾ Naturalmente, la cd. *white list* (che identifica i comportamenti di collaborazione che beneficiano di una presunzione negativa di concerto) non garantisce un "lasciapassare" incondizionato, ma indica soltanto che alcuni comportamenti non costituiscono di per sé "azione concertata"; laddove gli stessi comportamenti, in funzione degli elementi specifici di ogni situazione concreta, fossero finalizzati all'acquisto del controllo sull'emittente, l'obbligo di OPA diverrebbe ineludibile (cfr. paragrafi 3.3 e 3.4 del Documento ESMA).

⁽¹²⁵⁾ "Agreeing to vote the same way": cfr. Paragrafo 4.1 del Documento ESMA.

⁽¹²⁶⁾ Cfr. paragrafo 4.1 del Documento ESMA: "when shareholders cooperate to engage in any of the activities listed below, that cooperation will not, in and of itself, lead to a conclusion that the shareholders are acting in concert: [...] (d) other than in relation to a resolution for the appointment of board members and insofar as such a resolution is provided for under national company law, agreeing to vote the same way on a particular resolution put to a general meeting, in order, for example: (A) to approve or reject: (i) a proposal relating to directors' remuneration; (ii) an acquisition or disposal of assets; (iii) a reduction of capital and/or share buy-back; (iv) a capital increase; (v) a dividend distribution; (vi) the appointment, removal or remuneration of auditors; (vii) the appointment of a special investigator; (viii) the company's accounts; or (ix) the company's policy in relation to the environment or any other matter relating to social responsibility or compliance with recognised standards or codes of conduct; or (B) to reject a related party transaction".

⁽¹²⁷⁾ Cfr. paragrafo 4.2 del documento.

⁽¹²⁸⁾ Fattore cui, nel contesto delle presunzioni negative contenute nel Regolamento Emittenti, annettono decisiva importanza Guizzi-Tucci (nt. 14), 268.

due fattori assumano poi un peso diverso nell'analisi della fattispecie. Il cuore della valutazione risiede infatti nella disamina della portata oggettiva del patto, ovvero sia nell'accertamento della sua inidoneità, sul piano degli effetti che discendono dalle intese consacrate nell'accordo, ad incidere sull'assetto di controllo dell'emittente. Una volta che l'analisi dell'accordo ne mostri l'estraneità rispetto alle dinamiche del controllo, si potrebbe forse, già su tali basi, ritenere che la fattispecie fuoriesca dalla presunzione assoluta di concerto pattizio; all'opposto l'occasionalità dell'accordo non consentirebbe, di per sé sola, di trarre alcuna conclusione, posto che anche un accordo (di voto o consultazione) concluso per un'unica assemblea può influire sugli assetti di governo dell'emittente, come certamente sarebbe laddove, per limitarsi all'esempio più facile, l'assemblea avesse ad oggetto la nomina degli organi sociali⁽¹²⁹⁾. Tuttavia, l'occasionalità, pur non essendo elemento sufficiente per farne direttamente discendere conseguenze in ordine all'orientamento della presunzione assoluta di concerto, resta comunque un elemento importante sul piano interpretativo, perché consente di isolare uno specifico momento assembleare rispetto al quale effettuare la valutazione degli effetti dell'accordo sugli assetti dell'emittente. In questo senso, l'occasionalità completa il test di estraneità alla materia del controllo, perché permette all'interprete di circoscrivere l'analisi, in ordine agli effetti dell'accordo sul controllo dell'emittente, ad un singolo evento identificato con precisione e piena cognizione di causa. In effetti, laddove il patto non fosse occasionale, il fatto che l'accordo possa vertere su più decisioni future, ancorché singolarmente inidonee, *ratione materiae*, ad incidere sugli assetti di controllo, renderebbe incerte le conclusioni sui potenziali effetti, anche indiretti, di una cooperazione ripetuta nel tempo.

10. *Una nota conclusiva su patti parasociali e concerto: una metonimia o una relazione non necessariamente biunivoca?* — Più si diffonderanno sul listino società a proprietà frazionata o comunque contendibili (secondo il modello della

(129) Cfr. MACRÌ (nt. 117), 3861: "il requisito della stabilizzazione potrebbe essere inteso, con riferimento ai sindacati di voto ed ai patti di consultazione come implicante una destinazione a più momenti assembleari. In effetti, però, anche un accordo di voto stipulato per un'unica assemblea può rientrare nell'ambito di tale disciplina, se idoneo ad incidere sugli assetti di governo o proprietari della società (a parte sta il caso di una pluralità di patti *una tantum* monoassembleari — stipulati dalle stesse parti con il fine eludere la disciplina legislativa; in questo caso sarebbero comunque applicabili le norme degli artt. 122 e 123 t.u.f., qualora si riuscisse ad accertare l'esistenza di un unico disegno parasociale che si è intrinsecato attraverso un unico accordo di durata, sia pur dissimulato attraverso una fittizia pluralità di accordi). Ad esempio, un patto per la nomina degli amministratori potrebbe certamente assolvere la funzione stabilizzatrice". Del resto, il tema della cooperazione tra azionisti in sede di assemblea di nomina del consiglio di amministrazione è assai delicato anche nei sistemi che non conoscono la presunzione assoluta di concerto pattizio. Ne è testimonianza il paragrafo 5 del Documento ESMA in cui l'autorità dà atto delle significative differenze nell'approccio dei singoli regolatori nazionali rispetto al tema della collaborazione tra soci per la nomina di membri del consiglio di amministrazione e della conseguente impossibilità di consolidare un orientamento comune in sede ESMA. L'analisi più approfondita e sofisticata del tema si deve certamente al Panel, che ha esplicitato i propri criteri interpretativi nel *Practice Statement* n. 26 (disponibile sul sito dell'autorità).

public company) ⁽¹³⁰⁾ più diverranno frequenti fenomeni di coordinamento tra azionisti, ascrivibili al filone dell'attivismo azionario ma non solo. Sarebbe auspicabile che ciò avvenisse alla *luce del sole* e, dunque, all'interno di un quadro regolamentare che favorisca l'emergere, con trasparenza e immediatezza, delle intese che i soci dovessero raggiungere, senza consentire alla disciplina del concerto di occupare uno spazio non suo laddove le intese dovessero essere circoscritte a singoli eventi assembleari non suscettibili, *ratione materiae*, di incidere sul governo di un emittente o sulla cristallizzazione dei suoi assetti proprietari. Le presunzioni negative del Regolamento Emittenti, prima, e il *public statement* dell'ESMA, poi, hanno tracciato una linea di tendenza che, pur senza porsi in contrasto con la lettera della legge, apre di fatto una *breccia* nel *dogma* della ineludibile coincidenza tra patto parasociale e azione di concerto, sicché già oggi, a perimetro legislativo e regolamentare vigente, mi pare esista la possibilità di una applicazione degli articoli 122 e 101-bis, comma 4-bis, lett. a), che escluda una automatica interdipendenza delle due norme e ne rispecchi invece le differenti finalità, assicurando una lettura ampia della fattispecie parasociale ove si tratti di disciplinarne la *disclosure*; ma garantendo, al contempo, che l'obbligo di OPA per concerto sorga soltanto in presenza di accordi che, oltre ad appartenere alla astratta tipologia del parasociale, siano, per contenuto oggettivo, suscettibili di incidere sul controllo dell'emittente (nel duplice aspetto della sua gestione e del suo assetto azionario). E non importa quanto grande o piccolo sia lo spazio di manovra in franchigia d'OPA, ciò che rileva è la coerenza del sistema e la sua capacità di adattarsi, con flessibilità, ad operazioni di mercato sempre differenti e mutevoli nel tempo. La soluzione al problema non risiede dunque in un elenco, destinato a crescere nel tempo, di presunzioni negative, ma inevitabilmente nell'esplicitazione, ad opera dell'autorità di mercato, di una linea interpretativa che offra un certo grado di prevedibilità *ex ante*, nella consapevolezza, tuttavia, che il preventivo confronto con il regolatore resta comunque indispensabile laddove manchi una serie consolidata di precedenti. Del resto, già scorrendo la lista delle presunzioni negative oggi disponibile, risulta evidente come ogni elenco, per quanto articolato, si riveli alla

(¹³⁰) Per quanto sia ormai avviato un "percorso revisionista", che rivaluta anche la proprietà concentrata in passato quasi universalmente "demonizzata"; così, ad esempio, WYMEERSCH, *A New look at the Debate about the Takeover Directive*, 2012, Ghent University, Financial Law Institute Working Paper No. 2012-05, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1988927>: "the 2004 Directive was conceived in times where the company paradigm was based on the dispersed ownership model in which since individual shareholders are unable to exercise power, the management mainly dominates the company, and the takeover instrument was needed to discipline that management. Conversely, the concentrated ownership model was disfavoured [...] Since then much has changed: the corporate governance movement was still in its infancy and its ideas are most entirely absent from the Directive. The financial crisis has shaken our belief in several aspects of the prevailing thinking of the late 1990s: the efficient market hypothesis is put into doubt or at least is not the only explanation theory to put forward [...] The role of the shareholder as part of the company decision-making process has come to the forefront by strengthening his legal position or facilitating the exercise of his vote (Shareholder Rights Directive) and the beneficial influence of block holders and even controlling shareholder as elements of growth, stability and long term investment are being rediscovered".

fine incompleto ⁽¹³¹⁾. Penso, per un facile esempio, all'eventuale accordo di voto che dovesse essere formalizzato da più soci per proporre e votare, nell'assemblea straordinaria di una quotata, una conversione di azioni di risparmio in ordinarie, secondo un *trend* di semplificazione della struttura del capitale oggi prevalente in più di una giurisdizione e sulla base di una struttura dell'azionariato che comporti una diluizione proporzionale dei soci (tra cui i pattisti) per effetto della conversione. Ebbene, ancorché tale fattispecie non sia contemplata dalle presunzioni negative del Regolamento Emittenti (che esentano l'accordo occasionale di voto solo se volto a *contrastare* l'adozione di una delibera in sede straordinaria) né dalla *white list* dell'ESMA (che pure contempla l'accordo di voto per l'approvazione di più d'una materia che ha ad oggetto la struttura del capitale), mi parrebbe difficile, in presenza di un percorso interpretativo che autorizza una conclusione di segno opposto, sostenere che, da tale accordo, *uno actu* ed estraneo ad ogni finalità di controllo, possa realmente sorgere un obbligo d'OPA. Certo, in assenza di una specifica presunzione negativa al riguardo, diverrebbe indispensabile, per chi si apprestasse ad agire in tal senso, aprire un dialogo preventivo con il regolatore ⁽¹³²⁾, sollecitandone il potere di orientare l'applicazione della disciplina OPA obbligatoria conformemente alla *ratio* sottostante (di cui le presunzioni negative sono espressione evidente). Che, in fin dei conti, è ciò che l'autorità ha sempre (lodevolmente) fatto in sede di risposta ai quesiti degli operatori di mercato, formalmente in funzione solo chiarificatrice ⁽¹³³⁾ ma so-

⁽¹³¹⁾ E del resto, l'ESMA dà espressamente atto che la *white list* è esemplificativa e non esaustiva (cfr. paragrafo 4.2).

⁽¹³²⁾ Come del resto l'ESMA espressamente suggerisce: "whenever there is any uncertainty about proposed shareholder cooperation, including, in particular, when the proposed cooperation relates to voting on a resolution which is not included in the list in paragraph 4.1(d), parties concerned are encouraged to consult the relevant national competent authority for guidance as early as possible".

⁽¹³³⁾ La Consob ha precisato di non disporre di un potere discrezionale e di essere dunque unicamente legittimata ad una verifica formale circa la sussistenza dei requisiti previsti dalla legge per l'obbligo di offerta: cfr. Comunicazione n. DEM/8076186 dell'8 agosto 2008. Tuttavia, è sufficiente porre mente alla vasta produzione pretoria della Consob in tema di variazioni soggettive delle coalizioni di controllo per aver prova del reale ruolo della nostra autorità di mercato nel creare un indispensabile tessuto connettivo tra gli spazi interstiziali del paradigma normativo dell'OPA. Ne sono un chiaro esempio gli orientamenti dell'autorità sui patti a geometria variabile e di sostegno (su cui vedi anche la precedente nota n. 100), in relazione ai quali si è parlato di "interpretazione correttiva del dato legislativo": BRUNETTA (nl. 14), 219. Del resto, la materia dell'OPA sollecita le autorità di controllo ad ruolo di interpretazione e integrazione del dettato normativo (sia esso primario o regolamentare) che fuoriesce dai confini dell'attività tipicamente regolamentare (che, per quanto certamente più agevole della produzione legislativa, ha anch'essa finalità generali svincolate dalla soluzione del caso singolo e ha comunque tempi inconciliabili con lo svolgimento delle singole operazioni di mercato: cfr. ENRIQUES, *Il ruolo delle Autorità di vigilanza sui mercati mobiliari nelle controversie economiche*, Intervento al convegno "il Contenzioso in Italia e in Europa" Roma 26 settembre 2008, 5 — disponibile sul sito Consob); anche la Consob si è dunque inevitabilmente trovata ad assolvere, *tramite gli strumenti delle comunicazioni o della risposta ai quesiti*, ad una funzione para normativa/para giudiziale — cfr. MINTO, *Brevi riflessioni sul rapporto tra precedente giurisprudenziale e funzione "paragiudiziale" dell'autorità amministrativa nella disciplina dei mercati finanziari*, in *Mondo bancario*, 2011, vol. 2, 29-35; ROMAGNOLI, *Diritti dell'investitore e dell'azionista nell'OPA obbligatoria*, Padova, Cedam, 2005, 119 *et passim*. L'attività interpretativa della Consob — che talora si muove su un piano propriamente eseguitico, ma talora assume anche funzione (discrezionalmente) suppletiva di un vuoto normativo — trae origine dalla soluzione offerta a casi specifici e particolari, con comunicazioni che spiegano i loro effetti su un duplice piano: nella

stanzialmente in veste suppletiva degli inevitabili buchi normativi e regolamentari. Peraltro, mi pare che, a seguito della riscrittura dell'articolo 110 del t.u.f. effettuata dal d.lgs. n. 299 del 2007, le risposte che la Consob fornisce ai quesiti in materia di OPA obbligatoria abbiano assunto una diversa veste e coerenza ⁽¹³⁴⁾, essendo divenute, post 2007, espressione di un potere tipico, sia pur esercitato *a contrario*. Ai sensi dell'articolo 110, comma 1-bis, del t.u.f., la Consob, infatti, può, con provvedimento motivato, ordinare la promozione di un'OPA obbligatoria totalitaria ove chi vi sia tenuto non vi abbia provveduto ed il lancio dell'OPA risulti, nel caso concreto ed in funzione degli elementi previsti nella norma ⁽¹³⁵⁾, soluzione preferibile rispetto all'ordine di cessione della partecipazione eccedente la soglia. E se la Consob, secondo un percorso tipico che passa attraverso il preventivo vaglio e accertamento delle circostanze da cui discenda l'obbligo di offerta ⁽¹³⁶⁾, ha il potere di ordinarne la promozione ove ne ricorrano le condizioni, mi pare che anche la conferma dell'autorità circa l'assenza di un obbligo di offerta, esplicitata nella risposta ad un quesito, trovi oggi, un addentellato normativo; nel vagliare se le circostanze che le sono prospettate integrino un obbligo di offerta o meno, la Consob, ove concluda in senso negativo, assume infatti, implicitamente, una decisione che attiene ai suoi poteri ex art. 110 del t.u.f., il cui esercizio viene *ex ante* escluso nella fattispecie. Naturalmente, resta fermo ed inviolabile il principio per cui non compete alla Consob, al di fuori dei limitati ambiti espressamente previsti dal legislatore, un potere discrezionale di amministrazione dell'obbligo di offerta ⁽¹³⁷⁾. Peraltro, l'assenza di un potere

concreta operatività di chi abbia formulato il quesito alla Consob (qualora, come di norma avviene, ritenga di improntare il proprio comportamento alla risposta ricevuta) e nella valenza generale e astratta che le risposte finiscono per acquisire (soprattutto qualora l'orientamento si consolidi e stratifichi nel tempo, sicché diverrebbe difficile per gli operatori assumersi il rischio di discostarsene).

⁽¹³⁴⁾ La stessa Consob, a breve distanza dall'entrata in vigore del t.u.f., contestualizzò in questi termini la propria attività di risposta ai quesiti: "la risposta a quesiti relativi a materie di competenza istituzionale, pur non rientrando tra le attività dovute, rappresenta uno strumento che concorre allo svolgimento delle proprie attribuzioni istituzionali; sebbene inidonea a produrre effetti vincolanti, tale attività consente di fornire indirizzi interpretativi e applicativi di norme contribuendo a rendere più omogenei i comportamenti degli operatori e ad assicurare una migliore tutela degli investitori. Tale attività è peraltro limitata a quelle norme la cui corretta applicazione da parte dei soggetti destinatari è sottoposta, per espressa previsione legislativa, a valutazioni della Consob. In materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio tali norme sono quelle concernenti la pubblicazione dell'offerta e delle notizie ad essa relative, lo svolgimento dell'operazione, la correttezza e trasparenza dei comportamenti dei soggetti interessati, l'offerta obbligatoria e quelle disposizioni in ordine alla cui violazione spetta alla Consob formulare proposte sanzionatorie, secondo le regole procedurali previste dalla legge" - cfr. Comunicazione n. DIS/99017019 dell'11 marzo 1999 — sul punto, vedi anche DE CANTELLIS-GIUDICI-TERRILE, *Rassegna delle comunicazioni Consob in materia di offerte pubbliche di acquisto*, Riv. Soc., 2001, 522.

⁽¹³⁵⁾ Cfr. art. 110, comma 1-bis del t.u.f.: "la Consob, in alternativa all'alienazione di cui al comma 1, con provvedimento motivato, avuto riguardo tra l'altro alle ragioni del mancato adempimento, agli effetti che conseguirebbero all'alienazione e alle modifiche intervenute nella compagine azionaria, può imporre la promozione dell'offerta totalitaria al prezzo da essa stabilito, anche tenendo conto del prezzo di mercato dei titoli".

⁽¹³⁶⁾ Cfr., *ex multis*, la delibera n. 20117 del 17 novembre 2017, con cui la Consob dapprima accerta l'esistenza di un obbligo di offerta in presenza di circostanze che qualifica come patto occulto connesso superamento della soglia del 30% (art. 1) e poi ordina la promozione dell'OPA.

⁽¹³⁷⁾ A differenza dell'esperienza inglese, gli ambiti in cui il legislatore ha attribuito alla Consob poteri connotati da discrezionalità non solo tecnica ma anche amministrativa sono estremamente limitati. Infatti, mentre in Inghilterra il *City Code* concede al *Panel* un generale potere di

discrezionale, come si è visto, non ha in realtà impedito alla nostra autorità, ricorrendone l'utilità in un'ottica di mereato, di orientare l'interpretazione della disciplina in funzione della sua *ratio*, piuttosto che del suo stretto tenore letterale, sicché non c'è ragione per cui, tenuto conto delle posizioni già più volte esplicitate dalla Consob nella materia dei patti parasociali e delle indicazioni dell'ESMA, ciò non possa e non debba avvenire anche in relazione al perimetro applicativo della presunzione assoluta di concerto pattizio.

ALESSANDRO TRISCORNIA

Abstract

Shareholders' agreements and acting in concert have long been reciprocally entangled in the Italian mandatory tender offer regime. This article gives an overview of how "acting in concert" is construed in Italy and offers a comparison with concert rules under the Takeover Bid Directive and the UK City Code on Takeovers and Mergers. Focus is placed on the Italian set of non rebuttable presumptions of acting in concert, amongst which the shareholders' agreement pattern stands out in a crowd. In particular, the article discusses the extent by which the Italian presumption of acting in concert derived from the mere existence of a shareholders' agreement departs from the element that is generally regarded as the "building block" of concert: a common aim to acquire control over an offeree company. Directions from the Italian securities regulator and ESMA public statement on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bid Directive suggest there is scope to construe and interpret the shareholders' agreement pattern so as to override the obligation to launch a mandatory offer in circumstances where the shareholders' agreement is anything but a tool for a control-seeking cooperation.

deroga discrezionale ("The Panel may derogate or grant a waiver to a person from the application of a rule [...] either: (i) in the circumstances set out in the rule; or (ii) in other circumstances where the Panel considers that the particular rule would operate unduly, harshly or in an unnecessarily restrictive or burdensome or otherwise inappropriate manner (in which case a reasoned decision will be given"; *The City Code. Introduction*, punto (c), pag. A2), la Consob non dispone di discrezionalità amministrativa se non in pochi casi selettivamente previsti per legge, tra cui, il più rilevante è, per l'appunto, il potere, previsto dall'articolo 106, sesto comma, t.u.f. di accordare esenzione all'obbligo di offerta nei casi riconducibili a quelli previsti dalla norma primaria (salvataggio, fusione, superamento involontario della soglia, trasferimento intra-gruppo, ecc.) ma che non ricadano espressamente nella disciplina regolamentare attuativa (si potrebbe pensare, ad esempio, all'ipotesi del conferimento in natura di un'azienda come fattispecie da esentare per analogia con la fusione). In realtà, allo stato, la Consob ha fatto uso molto parco di questo "potere discrezionale" e, in ogni caso, se non mi è sfuggito qualche precedente, non in fattispecie "critiche o controverse". Un esempio di provvedimento *ex art. 106*, sesto comma, t.u.f. è contenuto nella Delibera n. 18330 del 26 settembre 2012 in cui è stata riconosciuta l'esenzione per analogia del caso in esame con la disciplina sui trasferimenti intra-gruppo.