

V CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI
UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"L'IMPRESA E IL DIRITTO COMMERCIALE: INNOVAZIONE, CREAZIONE DI VALORE,
SALVAGUARDIA DEL VALORE NELLA CRISI"

Roma, 21-22 febbraio 2014

RICCARDO GHETTI

**L'azione di concerto nel diritto societario europeo:
interferenze con i diritti degli azionisti e prospettive di riforma ***

SOMMARIO: - 1. Attivismo ed azione di concerto. - 2. L'effetto deterrente di una definizione troppo ampia di "concerto". - 3. La nozione di concerto nel diritto societario europeo. - 3.1. L'esercizio concertato dei diritti di voto nella direttiva *Transparency*. - 3.2. L'azione di concerto nella direttiva *Acquisizioni*. - 3.3. L'azione di concerto nella direttiva *O.p.a.* - 3.4. Analisi comparata delle nozioni di concerto nel diritto societario europeo: la flessibilità prevale sulla certezza del diritto. - 4. L'attuazione della nozione di concerto della direttiva *O.p.a.* in alcuni Stati membri. - 4.1. Germania e Francia: il requisito della "durevole politica comune". - 4.2. Regno Unito, Paesi Bassi ed Italia: la nozione di "controllo". - 4.3. Analisi comparata delle definizioni attuate dagli Stati membri: contenuti e tecniche normative. - 5. I risultati della consultazione del 2011 sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario. - 6. Conclusioni e prospettive di riforma. - 6.1. Per l'introduzione di una lista di attività escluse dalla nozione di concerto nella normativa europea secondaria. - 6.2. La "dichiarazione" dell'ESMA: una misura provvisoria?

1. *Attivismo ed azione di concerto.* - Se gli azionisti di società quotate riescono a vincere la loro apatia¹ possono decidere di esercitare i loro diritti in modo coordinato. Tale coordinamento può avvenire in due modi.

* Le traduzioni in italiano sono mie; salvo diversa indicazione i documenti citati sono disponibili sul sito www.europa.eu.

¹ Il concetto di apatia razionale è stato introdotto da Berle e Means, che l'annoveravano tra le conseguenze della separazione tra proprietà e controllo nelle grandi società per azioni. Infatti, "poiché il suo voto personale conta poco o niente, a meno che egli non sia proprietario di un grosso pacchetto di azioni, all'azionista restano in pratica due sole

In primo luogo, gli azionisti possono cooperare per proteggere i propri interessi, controllando l'operato degli amministratori e tentando di "modificare lo *status quo* usando il loro potere di *voice*, senza dare luogo ad alcun trasferimento del controllo sulla società"²: si tratta dei c.d. attivisti³. Questo tipo di coordinamento è espressamente incoraggiato dal diritto dell'Unione europea tramite la direttiva sui diritti degli azionisti⁴ la quale, al suo terzo considerando, stabilisce chiaramente che "un controllo effettivo da parte degli azionisti [sull'operato degli amministratori] è una condizione preliminare per un buon governo societario e dovrebbe quindi essere agevolato e incoraggiato"⁵. A questo fine la direttiva ha

alternative: quella di non votare affatto, oppure quella di *cedere il suo voto a persone sulle quali non ha nessuna influenza e alla cui scelta non ha partecipato*. In nessun caso egli sarà in grado di esercitare il benché minimo controllo" (in corsivo nell'originale): A. BERLE-G. MEANS, *Società per azioni e proprietà privata*, Einaudi, Torino, 1966, 86. Sull'apatia razionale si vedano anche R. CLARK, *Corporate Law*, Little Brown, Boston, 1986, 390 ss. e B. BLACK, *Shareholder Passivity Reexamined*, in *Michigan Law Review*, 1990, 520 ss.

² S. GILLAN-L. STARKS, *A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence*, in *Contemporary Finance Digest*, 1998, 11.

³ L'attivismo degli azionisti è finalizzato a ridurre il conflitto di *agency* tra azionisti ed amministratori, sul quale si veda M. JENSEN-W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial behaviour, Agency Costs and capital Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, 305 ss. e H. HANSMANN-R. KRAAKMAN, *Problemi di «agency» e strategie normative*, in AA. VV. (a cura di), *Diritto societario comparato*, Il Mulino, Bologna, 2004, 29 ss. La dottrina statunitense ha riflettuto a lungo su questi temi: per una panoramica storica si rimanda a S. GILLAN-L. STARKS, *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 2007, 55 ss.

⁴ Direttiva 2007/36/CE, pubblicata in G.U.U.E. n. L 184, 14 luglio 2007, 17 ss.

⁵ La Commissione ha affermato chiaramente che tale controllo è esercitato tramite "il dialogo con il consiglio di amministrazione e l'esercizio dei propri diritti di azionista, incluso, eventualmente, il diritto di voto e la cooperazione con altri azionisti al fine di migliorare il governo della società di cui detengono le azioni per favorire la creazione di valore a lungo termine": COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde. Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, Bruxelles, 5 aprile 2011, COM(2011) 164 definitivo, 12 s. "Coinvolgere gli azionisti" è una delle principali "linee di intervento" individuate dalla Commissione in COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario - una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, Strasburgo, 12 dicembre 2012, COM(2012) 740 final, 4, per un commento al quale si veda S. ALVARO-B. LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, in *Quaderni giuridici Consob*, 3, aprile 2013, disponibile su www.consob.it. Lo stesso principio è fatto proprio dall'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OECD) quando afferma che "l'effettiva partecipazione degli azionisti nell'assunzione delle principali decisioni societarie [...] dovrebbe essere facilitata": OECD, *Principles of Corporate Governance*, 2004, 18, disponibile su www.oecd.org. La discussione della validità di tali affermazioni valica i limiti di questo studio.

armonizzato i requisiti relativi all'esercizio in assemblea di alcuni diritti inerenti alle azioni di società quotate dotate di diritto di voto⁶.

L'attivismo degli azionisti può, nella pratica, assumere diverse forme: dalle c.d. *proxy fight*⁷ alla semplice discussione prima di un'assemblea, dalla sua convocazione alla proposizione di argomenti all'ordine del giorno, così come alla sensibilizzazione dei media sulle tematiche di governo societario⁸.

Questa attività, pertanto, è finalizzata esclusivamente a monitorare la gestione sociale, e, quando è posta in essere da una pluralità coordinata di azionisti⁹, può essere definita "cooperazione di sorveglianza"¹⁰. Tale

⁶ La direttiva prevede norme concernenti l'informazione agli azionisti prima e durante l'assemblea (artt. 5 e 9), il loro diritto di iscrivere argomenti all'ordine del giorno e formulare proposte di delibera (art. 6), così come regole riguardanti la partecipazione all'assemblea (artt. 7 e 8), voto e deleghe (artt. 10-14). Per un'analisi critica si rimanda a D. ZETZSCHE, *Shareholder Passivity, Cross-Border Voting and the Shareholder Rights Directive*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2008, 289 ss. e, con riferimento all'attuazione della direttiva nell'ordinamento italiano, AA. VV., *Il recepimento della Direttiva sui diritti degli azionisti*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 955 ss.

⁷ Per cui si veda, per quanto riguarda l'ordinamento italiano, E. RICCIARDIELLO, *La nuova disciplina italiana delle deleghe di voto: verso una stagione italiana dei proxy fights?*, in *Giur. comm.*, 2012, 151 ss.

⁸ Queste tecniche sono usate frequentemente dai c.d. attivisti offensivi (tipicamente fondi speculativi che detengono una partecipazione di piccole dimensioni, e che seguono una strategia pianificata prima di effettuare l'investimento). Essi vanno distinti di c.d. attivisti difensivi (che detengono una partecipazione rilevante in una società e ricorrono all'attivismo solamente una volta che la gestione diventa insoddisfacente): cfr. M. KAHAN-E. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, 1069 ss. L'efficacia di queste tecniche dipende da diversi fattori, su cui si veda nt. 9.

⁹ La necessità di cooperazione tra azionisti risente dell'influsso di due variabili: (i) la dimensione della loro partecipazione nella società (se un azionista non è da solo in grado di raggiungere le soglie previste dalla legge per esercitare i diritti riservati alla minoranza dispone di meno strumenti per influenzare la gestione sociale) e (ii) il loro potere reputazionale (che è utilizzato dai grandi investitori istituzionali che detengono piccole partecipazioni). Per un'analisi sull'importanza della reputazione in alcune forme di attivismo si vedano S. GILLAN-L. STARKS, *Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors*, in *Journal of Financial Economics*, 2000, 275 ss. Ciò implica che facilitare la cooperazione tra azionisti aumenta gli strumenti che sia i piccoli attivisti sia gli investitori istituzionali possono impiegare per influire sulla gestione sociale.

¹⁰ In questo articolo i termini "cooperazione di sorveglianza" ed "attivismo" s'intendono sinonimi.

comportamento (i) può avere effetti positivi sulla gestione sociale¹¹, (ii) non pregiudica gli altri soci, e (iii) viene quindi incoraggiato.

La cooperazione di sorveglianza non è l'unica modalità di interazione tra azionisti. Anziché vagliare l'operato degli amministratori, infatti, essi possono adottare una linea comune per aumentare la propria influenza sulla società fino ad ottenerne il controllo. Questo diverso tipo di interazione è finalizzato ad evitare l'applicazione delle onerose obbligazioni gravanti sugli azionisti che *uti singuli* raggiungano determinate soglie di partecipazione, e richiede tipicamente l'esercizio congiunto dei diritti di voto. Si fa in particolare riferimento agli obblighi di notificazione previsti dalla direttiva *Transparency*¹² e dalla direttiva *Acquisizioni*¹³, nonché all'offerta d'acquisto obbligatoria prevista dalla direttiva O.p.a.¹⁴.

È possibile tentare di aggirare queste norme coinvolgendo un numero di azionisti individualmente titolari di un numero di azioni inferiore a quello necessario per la loro applicazione, coordinando il loro comportamento come fossero un unico soggetto. Questa tecnica va sotto il nome di "azione di concerto", e viene attuata tramite comportamenti simili a quelli visti per la cooperazione di sorveglianza. Il diritto dell'Unione europea pone rimedio al rischio di elusione estendendo le obbligazioni di notificazione e di lancio dell'o.p.a. a tutti gli azionisti coinvolti, esattamente come se ad agire fosse un'unica persona¹⁵.

¹¹ Studi empirici recenti dimostrano la sussistenza di una correlazione positiva tra attivismo degli azionisti e risultati della gestione: M. BECHT-J. FRANKS-C. MAYER-S. ROSSI, *Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund*, in *The Review of Financial Studies*, 2009, 3093 ss. (che analizzano i dati a favore dell'efficienza dell'attivismo, sostenendo che il contesto giuridico può avere un effetto molto importante sul suo sviluppo); *contra*, con uno sguardo critico sulle conseguenze delle attività di monitoraggio da parte degli investitori istituzionali R. ROMANO, *Less is More: Making Shareholder Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance*, Yale Law & Economics Research Paper No. 241, 14 maggio 2000, disponibile su www.ssrn.com (che suggerisce, interpretando una diversa base di dati, che l'attivismo abbia un effetto risibile sulla *performance* d'impresa).

¹² Direttiva 2004/109/CE, pubblicata in *G.U.U.E.* n. L 390, 31 dicembre 2004, 38 ss., sulla quale si veda il paragrafo 3.1.

¹³ Direttiva 2007/44/CE, pubblicata in *G.U.U.E.*, n. L 247 del 21 settembre 2007, 1 ss., sulla quale si veda il paragrafo 3.2.

¹⁴ Direttiva 2004/25/CE, pubblicata in *G.U.U.E.* n. L 184, 14 luglio 2007, 17 ss., sulla quale si veda il paragrafo 3.3.

¹⁵ Cfr. *infra* paragrafi 3.1, 3.2 e 3.3.

L'ampliamento dell'ambito di soggetto di applicazione della normativa di riferimento avviene tramite diverse nozioni di concerto.

È dunque necessario chiarire che, benché il linguaggio comune attribuisca al termine "concerto" un significato essenzialmente neutro¹⁶, in quest'ambito esso è impiegato per qualificare un comportamento diverso, negli intenti, dalla cooperazione di sorveglianza. Esso è finalizzato non già alla verifica dell'operato degli amministratori, ma piuttosto ad evitare l'applicazione di norme imperative, e può pertanto essere definito "cooperazione elusiva"¹⁷.

L'azione di concerto, quindi, (i) beneficia esclusivamente gli azionisti coinvolti, (ii) può danneggiare gli altri soci e (iii) deve essere chiaramente individuata e soggetta alla disciplina applicabile.

Questo articolo analizza le definizioni di azione di concerto oggi vigenti nel diritto europeo delle società, nonché la loro attuazione da parte di alcuni ordinamenti nazionali, fornendo alcuni suggerimenti per migliorarle. Il paragrafo 2 descrive l'interferenza che una definizione imprecisa di azione di concerto può esercitare sull'attivismo degli azionisti; il paragrafo 3 analizza, individualmente ed in ottica comparata, le nozioni di azione di concerto fornite da tre direttive europee in materia societaria; il paragrafo 4 si concentra sulla nozione di concerto fornita dalla direttiva O.p.a., dando conto del suo recepimento da parte di alcuni Stati membri; il paragrafo 5 analizza i risultati della consultazione del 2011 sul quadro dell'Unione europea in materia di diritto societario con riferimento all'azione di concerto, per comprendere se le regole sull'azione di concerto possono, in pratica, disincentivare l'attivismo, e il paragrafo 6 conclude con alcuni suggerimenti per migliorare la definizione europea di concerto, considerando criticamente le recenti linee guida dell'ESMA sul punto.

¹⁶ Per quanto riguarda l'uso comune, il termine italiano significa "accordo, intesa comune" (si veda la voce "*concerto*" nel *Vocabolario Italiano*, E. De Felice e A. Duro (a cura di), SEI, Torino, 1993, 445); similmente l'*Oxford English Dictionary* definisce "concert" come "agreement of two or more persons or parties in a plan, design, or enterprise" (disponibile su www.oed.com). Nel linguaggio del diritto societario, invece, il termine acquisisce un'accezione negativa, e viene ricondotto all'azione fraudolenta di chi cerca di eludere una norma imperativa.

¹⁷ In questo articolo i termini "azione di concerto" e "cooperazione elusiva" s'intendono sinonimi.

2. *L'effetto deterrente di una definizione troppo ampia di "concerto"*. - Il confine tra cooperazione di sorveglianza (attivismo) e cooperazione elusiva (concerto) può essere difficile da individuare poiché, come si è detto, le due attività assumono forme simili. Tale confine è, di fatto, tracciato dalla nozione di azione di concerto.

Detta definizione, infatti, deve essere in primo luogo sufficientemente ampia da includere ogni comportamento rilevante, al fine di impedire l'elusione dell'obbligazione sottostante. Chi partecipa ad accordi di concerto tenta di mantenerli celati, rendendone difficile l'individuazione: questa difficoltà ha suggerito al legislatore dell'Unione europea di formulare la nozione di concerto nel modo più ampio possibile.

In secondo luogo, però, la nozione di concerto deve essere strutturata in modo da svolgere una funzione di spartiacque tra cooperazione elusiva e di sorveglianza, escludendo chiaramente la seconda dal suo ambito applicativo. Essa deve garantire, in altre parole, un livello adeguato di selettività, consentendo agli azionisti di identificare *ex ante* quali comportamenti costituiscano o meno azione di concerto.

In questo senso, l'adozione di una nozione molto ampia pone un rilevante problema in termini di promozione dell'attivismo, poiché gli attivisti medesimi rischierebbero di essere soggetti ad una penetrante disciplina di trasparenza ed, addirittura, di o.p.a. obbligatoria. I costi connessi all'adempimento di tali obbligazioni rischierebbero di superare i potenziali benefici dell'esercizio responsabile dei diritti degli azionisti; l'apatia tornerebbe a presentarsi, ai loro occhi, come comportamento razionale. Di conseguenza il coinvolgimento di lungo periodo degli azionisti nella gestione della società sarebbe scoraggiato, e vani risulterebbero gli sforzi profusi dalla direttiva sui diritti degli azionisti per promuovere la cooperazione di sorveglianza. A ciò si deve aggiungere che il conseguente minor livello di controllo esercitato dagli azionisti sugli amministratori aumenterebbe il rischio di comportamenti opportunistici, danneggiando la società.

La rilevanza pratica di questo problema è stata colta sia dal Parlamento dell'Unione europea¹⁸ che dai risultati di alcune consultazioni¹⁹.

¹⁸ EUROPEAN PARLIAMENT, *Resolution of 29 March 2012 on a corporate governance framework for European companies*, 2011/2181(INI), 39, disponibile su www.europarl.europa.eu (che

Le nozioni di azione di concerto che qui rilevano si collocano su due livelli normativi diversi. Da un lato vi sono quelle contenute nelle direttive *Transparency*, *Acquisizioni* ed *O.p.a.* che, come vedremo, differiscono sostanzialmente tra loro, e potrebbero mancare di chiarezza, di coerenza o essere troppo ampie²⁰. Dall'altro lato, le medesime sono state trasposte dagli Stati membri: se questo recepimento non fosse avvenuto in maniera uniforme o fosse stato effettuato in modo approssimativo, potrebbe dare origine ad una molteplicità di discipline nazionali sostanzialmente diverse²¹. Il processo di armonizzazione della nozione di concerto, dunque, potrebbe confondere, anziché chiarire, il confine tra cooperazione di sorveglianza e cooperazione elusiva.

Si procederà dunque, innanzitutto, ad analizzare le nozioni di concerto fornite dal diritto societario europeo nell'ottica del dualismo tra cooperazione elusiva e di sorveglianza, per valutarne le caratteristiche e l'efficienza.

3. *La nozione di concerto nel diritto societario europeo.* – La normativa secondaria dell'Unione europea usa la nozione di azione di concerto in diversi ambiti del diritto societario, al fine garantire l'effettiva applicazione delle obbligazioni di trasparenza ed offerta pubblica. Tale nozione, tuttavia, differisce significativamente a seconda del settore d'impiego.

Prima di iniziare ad analizzare il contenuto delle disposizioni è necessario formulare due premesse. Innanzitutto, bisogna considerare che le direttive *Transparency* ed *O.p.a.* sono misure c.d. di armonizzazione minima, in quanto consentono agli Stati membri "di adottare o mantenere regole più rigide [...] di quelle richieste dall'armonizzazione"²². Di

identifica la mancanza di regole chiare ed uniformi in tema di azione di concerto come uno dei maggiori ostacoli alla cooperazione tra azionisti).

¹⁹ Si veda *infra*, paragrafo 5, ed in particolare nt. 129.

²⁰ Su cui al paragrafo 3.4.

²¹ Su cui al paragrafo 4.3.

²² K. LENAERTS-P. VAN NUFFEL, *European Union Law*, Sweet & Maxwell, Londra, 2011, 296, che specificano come, in carenza di riferimenti espliciti, il regime di armonizzazione minima deve essere dedotto dalla formulazione letterale, dalla finalità e dalla struttura della direttiva. Sulla direttiva *Transparency* come misura di armonizzazione minima si rimanda a nt. 45. Per un'analisi critica del rapporto tra armonizzazione massima e minima nel diritto europeo dei mercati finanziari cfr. C. GERNER-BEUERLE, *United in diversity: maximum versus minimum harmonization in EU securities regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 2012, 317 ss.

conseguenza, poiché gli Stati membri dispongono di una rilevante autonomia nell'attuare queste disposizioni, è possibile attendersi una formulazione più ampia delle relative nozioni di concerto. La direttiva Acquisizioni, invece, è una misura di armonizzazione massima, che, benché faccia uso della nozione di "concerto", non la definisce²³.

Tra la direttiva O.p.a., da un lato, e le direttive *Transparency* ed Acquisizioni dall'altro, sussiste un'altra rilevante differenza: nonostante entrambe disciplinino l'aumento della partecipazione (c.d. *stakebuilding*), la prima considera tale attività solamente ai fini del mercato del controllo societario²⁴, mentre le seconde riguardano il c.d. mercato dell'influenza societaria²⁵. Ciò implica che mentre le disposizioni in tema di o.p.a. si applicano solamente quando si verifichi un cambio nel controllo della società²⁶, le disposizioni in materia di trasparenza e stabilità includono anche eventi meno "traumatici", quale il coordinamento tra azionisti al fine di vagliare l'operato del *management*.

Da ciò consegue che, da un lato, può attendersi una qualche differenza tra i due tipi di nozione di concerto; dall'altro, però, non può negarsi che l'elemento della cooperazione tra diversi soggetti debba costituire la base di tutte le definizioni di concerto²⁷. Esse saranno quindi analizzate al fine di valutarne la chiarezza (la prevedibilità dei loro effetti da parte degli azionisti), la coerenza (se includono i medesimi comportamenti), e la selettività (in particolare con riferimento alla loro capacità di distinguere cooperazione di sorveglianza e cooperazione

²³ La definizione di concerto è fornita dalla *guidance* di terzo livello, su cui si veda il paragrafo 3.3.

²⁴ Si rimanda al classico studio di H. MANNE, *Mergers and the Market for Corporate Control*, in *Journal of Political Economy*, 1965, 110 ss. La letteratura in materia è copiosa: per tutti JENSEN, R. RUBACK, *The market for corporate control. The scientific evidence*, in *Journal of Financial Economics*, 1983, 5 ss. e, più di recente, M. MARTYNOVA-L. RENNEBOOG, *The Performance of the European Market for Corporate Control*, in *European Financial Management*, 2011, 208 ss.

²⁵ Il concetto di mercato dell'influenza societaria, che presuppone quello di attivismo offensivo (cfr. nt. 8), è di recente introduzione: B. CHEFFINS-J. ARMOUR, *The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*, in *Journal of Corporate Law*, 2011, 58 s. Dal punto di vista dell'azione di concerto il mercato del controllo societario non è che un sottoinsieme di quello dell'influenza, in quanto i comportamenti che rilevano per il primo riguardano necessariamente anche il secondo.

²⁶ Sulla nozione di controllo si rimanda a nt. 77.

²⁷ Per la quale si veda il paragrafo 1.

elusiva), per capire come possano incidere sull'esercizio dei diritti degli azionisti.

3.1. *L'esercizio concertato dei diritti di voto nella direttiva Transparency.* – Il termine “concerto” è utilizzato sia dalla direttiva sulle partecipazioni rilevanti del 1988²⁸ che dalla direttiva sull'ammissione alla quotazione di valori mobiliari del 2001²⁹. La definizione di concerto contenuta in quest'ultima direttiva è stata sostanzialmente confermata, con alcune modifiche, dalla direttiva *Transparency* del 2004, oggi in vigore³⁰ la quale, com'è noto, intende proteggere gli investitori e l'efficienza del mercato³¹.

L'art. 9 della direttiva *Transparency* prevede che, qualora un azionista venga a detenere un numero di diritti di voto superiore a soglie predeterminate, debba comunicarlo all'emittente³². L'art. 10 (a) estende detta regola ai soggetti che agiscono di concerto, specificando che, ai fini della verifica del raggiungimento di dette soglie, vanno computati anche i diritti di voto “detenuti da un terzo con il quale tale persona fisica o giuridica ha concluso un accordo che li obbliga ad adottare, con un esercizio concertato dei diritti di voto detenuti, una politica comune durevole nei confronti della gestione dell'emittente in questione”³³.

Per rientrare nella nozione di concerto è dunque sufficiente avere sottoscritto un accordo che contenga l'obbligazione di votare in maniera predeterminata, senza che sia richiesto alcun acquisto di azioni come specificato dal CESR³⁴. D'altro canto questa nozione non specifica il

²⁸ Direttiva 88/627/CEE, pubblicata in *G.U.C.E.* n. L 348, 17 dicembre 1988, 62 ss.

²⁹ Direttiva 2001/34/CE, pubblicata in *G.U.U.E.* n. L 184, 6 luglio 2001, 1 ss.

³⁰ Per riferimenti si rimanda a nt. 12.

³¹ Considerando 1 e 27 della direttiva *Transparency*.

³² Si tratta di un'obbligazione gravante collettivamente su tutte le parti del contratto ai sensi dell'art. 8.1 della direttiva 2007/14/CE, pubblicata in *G.U.U.E.* n. L 69, 9 marzo 2007, 27 ss.

³³ Questa formulazione differisce da quella di cui all'art. 92 (c) della direttiva sull'ammissione alla quotazione di valori mobiliari, poiché (i) il termine “società” è stato sostituito da “emittente” coerentemente con la definizione di cui all'art. 2.1(d) della direttiva *Transparency*, e (ii) il riferimento alla forma scritta dell'accordo è stato espunto. La seconda – e più rilevante – modifica è stata introdotta per ampliare la portata della nozione di concerto, finalità condivisa dalle definizioni contenute in altre direttive (cfr. paragrafo 3.4).

³⁴ CESR, *Final Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Transparency Directive*, CESR/05-407, giugno 2005, 30.

significato del termine “accordo”, il che, pur potendo destare incertezze³⁵, porta comunque ad escludere informali discussioni prima di un’assemblea che non si risolvano in un accordo di voto³⁶. L’uso del termine “obbligare”, inoltre, sembra implicare la natura vincolante dell’accordo³⁷, determinata sulla base del diritto nazionale applicabile.

A ben vedere, inoltre, non è necessario che si verifichi alcuna vera e propria “azione” di concerto, essendo sufficiente aver contratto un’obbligazione ai sensi dell’accordo: ciò perché i requisiti di trasparenza previsti dalla direttiva operano *ex ante*, al momento dell’acquisizione del diritto di voto, e non già al tempo dell’esercizio del medesimo. Per la stessa ragione, dunque, l’intenzione di acquistare azioni non rileva ai fini di questa definizione³⁸.

L’oggetto dell’accordo, poi, pur non essendo soggetto a particolari requisiti di forma, deve consistere nell’esercizio di diritti di voto e deve essere finalizzato all’adozione di “una politica comune durevole nei confronti della gestione dell’emittente”. Tale perifrasi costituisce il cuore della definizione, e dovrebbe implicare l’esclusione dalle obbligazioni di trasparenza sia degli accordi di breve periodo, sia di quelli che non sono diretti alla gestione della società. Può essere difficile, tuttavia, attribuire un significato preciso a termini quali “durevole”, “politica” e “gestione”: innanzitutto “durevole” può essere riferito alla politica o ad i suoi effetti, poiché anche una politica attuata in poco tempo può avere effetti di lungo termine³⁹; inoltre, la decisione di sostituire i membri del consiglio di

³⁵ L’European Securities Market Expert Group (ESME) ha suggerito di chiarificare la nozione di “accordo”: ESME, *Preliminary views on the definition of “acting in concert” between the Transparency Directive and the Takeover Bids Directive*, 17 novembre 2008, 5.

³⁶ MAZARS, *Transparency Directive Assessment Report. Prepared for the European Commission Internal Market and Services DG*, 109. Il report afferma che l’esistenza di un accordo tra azionisti è qualcosa di più di una semplice discussione, e “può essere un segnale del fatto che gli azionisti sono passati dalla semplice cooperazione all’attivismo”. Se è chiaro che discussione ed accordo sono comportamenti diversi, lo stesso non può dirsi per cooperazione ed attivismo, dove la prima può essere (ma non è necessariamente) un elemento del secondo. Attivismo e cooperazione, pertanto, non sono nozioni coestensive in questo contesto, poiché l’azione di concerto – così come sopra definita – è certamente una *species* del *genus* cooperazione tra azionisti, e va distinta dalla cooperazione di sorveglianza.

³⁷ La stessa indicazione viene dal termine inglese (*oblige*), tedesco (*verpflichtet*), francese (*oblige*), spagnolo (*obligue*).

³⁸ Diversamente da quanto previsto dalla nozione di cui alla direttiva Acquisizioni.

³⁹ MAZARS, cit. (nt. 36), 109.

amministrazione può essere qualificata come “politica durevole”⁴⁰? Ed infine, la politica in tema di dividendi – frequente oggetto di discussione tra azionisti – rientra nella “gestione” della società⁴¹?

Questi problemi, come si vedrà, possono essere risolti tramite un intervento a livello europeo o a mezzo di una saggia trasposizione da parte degli Stati membri⁴²; tuttavia, essi sembrano essere percepiti in maniera molto chiara dagli azionisti, che si sono espressi in una pluralità di occasioni lamentando la vaghezza della disposizione⁴³. Tali istanze, tuttavia, non sono state prese in considerazione dal legislatore comunitario che, nel corso del processo di revisione della direttiva *Transparency* non ha modificato l’art. 10 né prima proposta della Commissione⁴⁴ né nella versione da ultimo approvata dal Consiglio⁴⁵.

Ad ulteriore riprova della difficoltà che si incontrano a comprendere i limiti della descritta nozione, va menzionato che, come rilevato da un questionario CESR⁴⁶, alcuni Stati membri hanno sostituito la definizione di concerto della direttiva *Transparency* con quella della direttiva O.p.a.⁴⁷ o hanno persino usato le due in modo cumulativo⁴⁸.

⁴⁰ *Idem*.

⁴¹ *Idem*.

⁴² *Infra* paragrafi 4 e 6.1.

⁴³ In particolare nella consultazione per la revisione della direttiva *Transparency* (COMMISSIONE EUROPEA, *Feedback statement. Summary of responses to the consultation by DG Internal Market and Services on the modernization of the Transparency Directive (2004/109/EC)*, Bruxelles, 17 dicembre 2010, 40) e nell’*assessment report* (MAZARS, cit. (nt. 36), VII).

⁴⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and Commission Directive 2007/14/EC*, Bruxelles, 25 ottobre 2011, COM(2011) 683 final.

⁴⁵ Si veda la proposta di Direttiva che modifica la Direttiva 2004/109/EC, adottata dal Consiglio il 17 ottobre 2013 ai sensi dell’art. 294.4 del TFUE (procedure file no. 2011/0307 (COD), disponibile su www.register.consilium.europa.eu). La direttiva sarà pubblicata a breve e prevederà un nuovo regime di armonizzazione (cfr. nt. 22 ed il considerando 12 della proposta di direttiva) usando quella che può definirsi “armonizzazione massima selettiva”, sulla quale si vedano H. FLEISCHER-K. SCHMOLKE, *The Reform of the Transparency Directive: Minimum or Full Harmonisation of Ownership Disclosure?*, in *European Business Organization Law Review*, 2011, 121 ss.

⁴⁶ CESR, *Summary of responses to Questionnaire on Transposition of the Transparency Directive*, CESR/08-514-b, settembre 2008, 4, disponibile su www.esma.europa.eu.

⁴⁷ L’Articolo 8.1 della legge slovena sulle acquisizioni del 14 luglio 2006, ad esempio, usa una nozione generale di concerto molto simile a quella prevista dalla direttiva O.p.a. per i fini della *Transparency*.

In definitiva, la nozione di concerto contenuta nella direttiva *Transparency* è molto ampia, non contempla l'acquisizione di diritti di voto ma solo di un impegno vincolante ad una "durevole politica comune nei confronti della gestione dell'emittente", requisito che avrebbe potuto servire per distinguere la cooperazione di sorveglianza da quella elusiva; esso, invece, è formulato in modo da suscitare più di una perplessità, al punto da indurre alcuni Stati membri a disapplicare la definizione di questa direttiva, preferendole, come si vedrà, nozioni più restrittive.

3.2. *L'azione di concerto nella direttiva Acquisizioni*. – La direttiva Acquisizioni⁴⁹ intende impedire che i requisiti prudenziali richiesti per l'esercizio delle attività svolte dalle assicurazioni⁵⁰, dalle banche⁵¹ e dalle imprese di investimento⁵² siano aggirati mediante il trasferimento di partecipazioni nelle stesse⁵³. A questi fini la direttiva prevede che chiunque intenda acquistare delle partecipazioni in queste società (il "candidato acquirente") debba comunicare tale intento all'autorità competente qualora l'acquisto comporti il superamento di soglie predeterminate⁵⁴. In questo contesto il termine "concerto" è utilizzato per

⁴⁸ Il diritto belga ne fornisce un esempio: l'art. 3, § 1, 13° della legge 2 maggio 2007 include nella nozione di concerto: a) persone fisiche o giuridiche che cooperano con l'offerente, con la società *target* o con altri soggetti in base ad un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, finalizzato ad acquistare il controllo della società *target*, a mantenerlo o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica; b) i soggetti che hanno concluso un accordo finalizzato ad adottare, tramite l'esercizio concertato dei loro diritti di voto, una durevole politica comune nei confronti della società; c) le persone fisiche o giuridiche che hanno stipulato un accordo sull'acquisto, la vendita o il divieto di alienazione su azioni con diritto di voto. Questa definizione include (a) una versione ampia di quella di cui alle direttive O.p.a. e (b) *Transparency*, oltre ad (c) una nozione che include numerose tipologie di patto parasociale; tale ampia formulazione è consentita dal regime di armonizzazione minima applicabile alle due direttive (cfr. nt. 22).

⁴⁹ E si vedano i riferimenti a nt. 13.

⁵⁰ Direttiva 92/49/CEE, pubblicata in *G.U.C.E.* n. L 228, 11 agosto 1992, 1 ss (sulle assicurazioni rami non vita); direttiva 2002/83/CE, pubblicata in *G.U.C.E.* n. L 345, 11 agosto 1992, 1 ss. (sulle assicurazioni ramo vita); direttiva 2005/68/CE, pubblicata in *G.U.U.E.* L 323, 9 dicembre 2005, 1 ss. (sulla riassicurazione).

⁵¹ Direttiva 2006/48/CE, pubblicata in *G.U.U.E.* n. L 177, 30 giugno 2006, 1 ss. (in tema di attività bancaria).

⁵² Direttiva 2004/39/CE, pubblicata in *G.U.U.E.* n. L 145, 30 aprile 2004, 1 ss. (MiFID).

⁵³ Considerando 3 e 4 della direttiva Acquisizioni.

⁵⁴ Art. 1.2(a) per le assicurazioni rami non vita, art. 2.2(a) per le assicurazioni ramo vita, art. 3.2 per le imprese di investimento, art. 4.2 per la riassicurazione ed art. 5.2 per le istituzioni creditizie.

estendere la nozione di “candidato acquirente” (e dunque la portata soggettiva della relativa approvazione) ai soggetti che agiscano di comune accordo.

In primo luogo, il riferimento al “candidato” anticipa il comportamento rilevante dal momento dell’acquisizione dei diritti di voto (come previsto dalla direttiva *Transparency*) a quello della semplice intenzione di entrarne nella disponibilità. Le finalità dell’anticipazione sono evidenti: il vaglio sulle caratteristiche dell’acquisto e la conseguente autorizzazione devono precedere l’acquisto medesimo. Di conseguenza, la nozione di concerto non sarebbe applicabile senza un acquisto di nuove azioni⁵⁵.

Inoltre, benché la direttiva faccia uso della nozione di concerto, non ne chiarisce il contenuto. Una prima soluzione interpretativa al problema può essere quella di utilizzare la medesima definizione contenuta nella direttiva *Transparency*, all’art. 10 della quale la direttiva Acquisizioni fa espressamente riferimento⁵⁶. Questa interpretazione non è stata tuttavia adottata dalla *guidance* di terzo livello emanata da CESR, CEBS e CEIOPS⁵⁷, che ha preferito fornirne una nozione autonoma, in base alla

⁵⁵ Alcune autorità di vigilanza nazionali hanno adottato approcci diversi alla questione. La FSA, ad esempio, interpreta la nozione di concerto di cui alla direttiva Acquisizioni in modo molto ampio, applicandola indipendentemente da qualsivoglia “*contemplated acquisition*”: FSA, *Handbook notice 106*, 20 gennaio 2011, 14, disponibile su www.fsa.gov.uk.

⁵⁶ Artt. 1.1, 2.1, 3.1, 4.1, 5.1, 5.5 della direttiva Acquisizioni, che modifica le direttive di cui a nt. 13.

⁵⁷ La vecchia architettura di vigilanza consentiva al CESR di emanare *guidance* non vincolanti che gli Stati membri recepiranno nei propri ordinamenti su base volontaria: artt. 4.3 e 4.3(a) della *Charter of the Committee of European Securities Regulators*, Settembre 2008, CESR/08-375d, disponibile su www.esma.europa.eu. Dal 1° gennaio 2011 il CESR è stato sostituito dall’ESMA secondo quanto previsto dal regolamento (UE) 2095/2010, pubblicato in *G.U.U.E.* n. L 331, 15 dicembre 2010, 84 ss. (regolamento ESMA). L’art. 16 del regolamento ESMA conferisce all’autorità il potere di emanare raccomandazioni simili a quelle del CESR, ma le sottopone alla regola *comply or explain* per migliorarne l’efficacia. Il nuovo regime di vigilanza attribuisce all’ESMA poteri ulteriori: gli artt. 10 ss. del regolamento ESMA l’autorizzano a preparare versioni preliminari di atti normativi (c.d. norme tecniche) proposte alla Commissione perché le adotti ai sensi della procedura delegata di cui agli artt. 190 e 191 TFUE. Tali norme, se adottate dalla Commissione, divengono misure vincolanti di diritto comunitario secondario (ESMA, *Frequently asked questions. A guide to understanding ESMA*, 3 gennaio 2011, ESMA 2011/009, 4 s., disponibile su www.esma.europa.eu). Dal momento che l’ESMA è il successore del CESR e ne prende il posto ai sensi degli artt. 74.4 e 8.1(l) del regolamento ESMA, le *guidance* del CESR rimarranno in vigore a meno che non siano espressamente abrogate o sostituite. Esse, come frequentemente specificato dall’ESMA, continuano ad avere il valore

quale sussiste concerto quando “ciascun [soggetto] decide di esercitare i diritti incorporati nelle azioni che intende acquistare in base ad un accordo esplicito od implicito tra loro intercorso. È irrilevante che l’accordo sia stato concluso per iscritto od oralmente, o divenga manifesto solamente *de facto*, o se i soggetti che agiscono di concerto siano in altro modo legati tra loro”⁵⁸.

Le differenze tra questa nozione e quella prevista dalla direttiva *Transparency* sono evidenti e molteplici. Innanzitutto la prima definizione riguarda la decisione di esercitare i diritti incorporati in azioni ancora non acquistate sulla base di un accordo già concluso, mentre la seconda fa riferimento ad azioni già nella disponibilità del concertista. In base alla menzionata *guidance*, inoltre, il termine “decisione” sembra richiedere un comportamento ulteriore e successivo rispetto alla conclusione dell’accordo, e ciò implica che tale decisione può essere indifferentemente assunta prima o dopo quella riguardante l’acquisto delle azioni⁵⁹. Per rientrare nella nozione di concerto prevista dalla direttiva *Acquisizioni*, pertanto, non è richiesto l’effettivo esercizio dei diritti di voto oggetto dell’accordo, ed, inoltre, il generico riferimento ai “diritti incorporati nelle azioni” pare idoneo ad includere nella definizione qualunque tipo di diritto, non solo quelli di voto⁶⁰.

Per quanto riguarda l’accordo, invece, la definizione contenuta nella *guidance* non fornisce indicazioni utili: sembra pertanto che, ai fini della direttiva *Acquisizioni*, gli azionisti possano decidere di agire indipendentemente da qualsivoglia obbligazione in tal senso. Il contenuto e le finalità dell’accordo, infatti, non sono specificate, contribuendo ad

giuridico previsto dalla *Charter of the Committee of European Securities Regulators*, e precisamente (i) non sono vincolanti, potendo essere adottate dai destinatari solamente su base volontaria, e (ii) ad esse non si applica la regola *comply or explain* (e.g. ESMA, *Public statement on Israeli laws and regulations on prospectuses*, 23 marzo 2011, ESMA/2011/37, 1 nt. 1, disponibile su www.esma.europa.eu).

⁵⁸ CESR, CEBS, CEIOPS, *Guidelines for the prudential assessment of acquisitions and increase of holdings in the financial sector required by Directive 2007/44/EC*, 11 luglio 2008, disponibile su www.esma.europa.eu.

⁵⁹ Questa interpretazione è stata condivisa da diversi Stati membri nell’attuare la direttiva: si veda ad esempio FSA, *Handbook, SUP 11, Aggregation of holdings for the purpose of prudential assessment of controllers*, 2, disponibile su www.fsa.gov.uk.

⁶⁰ Cfr. FSA, *ibidem*, 1.

estendere l'ambito applicativo agli accordi di breve durata ed a quelli che non sono rivolti alla gestione dell'emittente⁶¹.

Come rilevato dalla consultazione della Commissione europea sul punto, l'ampiezza di questa nozione ha generato gravi incertezze per gli attivisti⁶². Data la sua formulazione, inoltre, era prevedibile che l'influenza della *guidance* sull'attuazione della nozione di concerto della direttiva Acquisizioni da parte degli Stati membri fosse risibile⁶³.

Può concludersi che la *guidance* di terzo livello traccia una nozione così generica da renderne difficile l'interpretazione, senza includere alcun utile spunto per distinguere la cooperazione di sorveglianza da quella elusiva, specialmente se si considera che gli accordi tra azionisti rilevano indipendentemente dal loro contenuto. In pratica, potrebbero rientrare nella nozione di concerto anche comportamenti accidentalmente congruenti.

3.3. *L'azione di concerto nella direttiva O.p.a.* – La direttiva o.p.a. è stato oggetto di un intenso dibattito⁶⁴, è stata adottata dopo decenni di

⁶¹ Ulteriori indicazioni sull'ampiezza di questa nozione di concerto vengono dall'espressa esclusione della rilevanza dei requisiti formali dell'accordo che, ai sensi della *guidance*, (i) può essere tacito od esplicito, (ii) orale o scritto, (iii) può essere riscontrabile anche solo *de facto*, ed (iv) è indipendente da ogni relazione intercorrente tra le parti.

⁶² COMMISSIONE EUROPEA, *Feedback statement on the public consultation on the application of Directive 2007/44 EC as regards acquisitions and increase of holdings in the financial sector*, 2. In particolare è stata rilevata l'incertezza di questa nozione di concerto e la mancanza di coerenza rispetto ad altre previste dal diritto europeo (EUMEDION, *Response to consultation on acquisitions and holdings in the financial sector*, 10 febbraio 2012, 2) ed auspicandone una chiarificazione che tenga conto delle diverse finalità proprie della nozione di concerto in ciascuna direttiva (LAW SOCIETY OF ENGLAND AND WALES-CITY OF LONDON LAW SOCIETY, *Response to consultation on acquisitions and holdings in the financial sector*, 8).

⁶³ La scarsa applicazione di questa nozione è da imputarsi tanto al regime di armonizzazione massima alla quale la direttiva è sottoposta, quanto alla sua ampiezza. Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione sull'applicazione della direttiva 2007/44/CE per quanto riguarda le regole procedurali e i criteri per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni nel settore finanziario*, Bruxelles, 11 febbraio 2013, COM(2013) 64 final, 5 s. che fa riferimento all'impegno della Commissione per elaborare una *guidance* sul tema, per la quale si rimanda ai paragrafi 6.1 e 6.2.

⁶⁴ L'efficienza della direttiva è stata posta in dubbio considerando l'ampia possibilità di *opt-out* lasciata agli Stati membri: L. ENRIQUES, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation?*, in *European and Financial Law Review*, 2004, 440 ss. (sostenendo che la direttiva ha aumentato i costi dell'acquisizione del controllo). Un'opinione più favorevole è quella espressa da G. HERTIG-J. MCCAHERY, *Optional rather than mandatory EU company law framework and specific proposals*, *European Company and Financial Law Review*, 2006, 341 ss. (che valutano positivamente la possibilità degli Stati

negoziazione⁶⁵ ed i suoi effetti sul mercato del controllo societario sono ancora dubbi⁶⁶.

La direttiva intende, tramite l'armonizzazione minima delle misure applicabili negli Stati membri⁶⁷, garantire l'applicazione del principio di parità di trattamento degli azionisti⁶⁸ quando, a seguito dell'acquisto di titoli⁶⁹, il controllo della società viene trasferito⁷⁰. Ogni azionista che venga a detenere una partecipazione superiore a certe soglie⁷¹ è obbligato a

membri di non applicare gli artt. 9 e 11 della direttiva). Per uno sguardo critico sugli effetti della direttiva si veda M. HUMPHERY-JENNER, *The Impact of the EU Takeover Directive on Takeover Performance and Empire Building*, in *Journal of Corporate Finance*, 2012, 245 ss. (i dati analizzati inducono a confermare l'ipotesi dell'aumento dei costi legati all'acquisizione del controllo).

⁶⁵ Quasi quindici anni sono passati tra la formulazione della prima proposta di direttiva e la sua adozione. Per un'analisi critica si rimanda a A. NILSEN, *The Takeover Bids Directive and the Competitiveness of European Industry*, The Oxford council on good governance economy analysis no. 1, novembre 2004, disponibile su www.oxfordgovernance.org (che individua il meccanismo del compromesso politico quale causa delle inefficienze della normativa in esame); per una descrizione dello sviluppo della direttiva O.p.a. cfr. V. EDWARDS, *The directive on takeover bids – Not worth the paper it's written on?*, in *European Company and Financial Law Review*, 2004, 416 ss.

⁶⁶ Sulle problematiche sollevate dall'attuazione della direttiva si veda COMMISSIONE EUROPEA, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, Bruxelles, 21 febbraio 2007, SEC(2007), 268. Per un'analisi comparata con il sistema vigente negli Stati Uniti, che non prevede l'o.p.a. obbligatoria, J. ARMOUR-D. SKEEL JR., *Who writes the rules for hostile takeovers, and why? The peculiar divergence of U.S. and U.K. takeover regulation*, in *The Georgetown Law Journal*, 2007, 1727 ss. Per uno studio sulle ragioni di tali divergenze si veda W. MAGNUSON, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, in *Pace International Law Review*, 205 ss. (individuando nel metodo legislativo basato sul compromesso politico – piuttosto che alla struttura proprietaria delle società – la ragione di dette divergenze); una diversa spiegazione del fenomeno è stata data da M. VENTORUZZO, *Europe's thirteenth directive and U.S. takeover regulation: regulatory means and political and economic ends*, *Texas International Law Journal*, 171 ss. (che mette in relazione la regolamentazione del mercato del controllo e la struttura proprietaria delle società quotate).

⁶⁷ Considerando 25 della direttiva O.p.a.

⁶⁸ L'art. 3(a) della direttiva O.p.a. afferma che "tutti i possessori di titoli di una società emittente della stessa categoria devono beneficiare di un trattamento equivalente; inoltre, se una persona acquisisce il controllo di una società, gli altri possessori di titoli devono essere tutelati".

⁶⁹ Secondo la definizione di cui all'art. 2.1(e), sono "titoli" i "valori mobiliari trasferibili che conferiscono diritto di voto in una società".

⁷⁰ Per le nozioni di controllo utilizzate nella direttiva O.p.a. si veda nt. 77.

⁷¹ L'art. 5.3 della direttiva O.p.a. stabilisce che la percentuale di diritti di voto l'acquisizione dei quali garantisce il controllo sulla società ed il relativo metodo di calcolo è determinato dallo Stato membro nel quale la società ha la sua sede legale. Versioni più risalenti della direttiva armonizzavano anche detta soglia: J. SIMON, *Adoption of the European Directive on takeover bids: an on-again, off-again story*, in M. Tison et al. (a cura di)

lanciare un'o.p.a. totalitaria ad un prezzo predeterminato⁷². L'o.p.a. garantisce a tutti gli azionisti il diritto di vendere le proprie partecipazioni a condizioni simili a quelle alle quali è stata alienata la partecipazione di controllo⁷³.

Dal punto di vista dell'acquirente, l'o.p.a. obbligatoria non è solo molto costosa⁷⁴, ma anche del tutto inutile dal momento in cui egli già controlla la società, e sussistono pertanto forti incentivi ad evitare l'applicazione di questa regola. L'azione di concerto costituisce un modo semplice di evitare il problema, ed è per questo che la direttiva rende applicabile l'o.p.a. obbligatoria anche ai concertisti tramite (i) una regola prescrittiva che detta le conseguenze del superamento della soglia rilevante, espressamente applicabile anche in caso di concerto, (ii) una definizione generica di concerto, ed (iii) una presunzione *iuris et de iure* di azione di concerto indipendente dalla nozione generale. Questa definizione di concerto è certamente la più strutturata di quelle viste sino ad ora, ed è anche quella la cui applicazione comporta i maggiori oneri finanziari.

Perspectives in company law and financial regulation, CUP, Cambridge, 2009, 360. Le soglie previste dai diversi Stati membri sono diverse: MARCCUS PARTNERS, *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 125 ss. Questa nozione è diversa sia da quella rilevante ai fini della presunzione assoluta di concerto prevista dalla direttiva O.p.a., sulla quale si veda *infra*, paragrafo 3.3 (iii), sia da quella usata per qualificare l'accordo di concerto, di cui a nt. 77.

⁷² *Infra* nt. 75.

⁷³ L'opportunità di adottare un approccio così ampio è stata oggetto di critiche, in particolare quando la società non è sottoposta al controllo di un azionista di maggioranza e dunque il controllo medesimo venga acquisito (e creato) *ex novo* acquistando partecipazioni di soggetti diversi e non in grado, da soli, esercitarlo. Ciò può avvenire non solo comprando azioni sul mercato, ma anche tramite aumenti di capitale, fusioni e stipulazione di patti parasociali (e dunque agendo di concerto). La medesima dottrina sostiene che questi casi dovrebbero essere esclusi dall'applicabilità della direttiva O.p.a. in quanto essa è finalizzata a tutelare chi era già socio prima dell'acquisto del controllo dall'acquisto del quale, in questo caso, nessuno trae benefici privati: E. WYMEERSCH, *A new look at the debate about the Takeover Directive*, Financial Law Institute working paper series, WP 2012-05, aprile 2012, 4, disponibile su www.law.ugent.be. Molti Stati membri hanno introdotto deroghe all'applicazione dell'o.p.a. obbligatoria (cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione sull'applicazione della direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche d'acquisto*, Bruxelles, 28 giugno 2012, COM(2012) 347 final, 7 ss.) impedendo, di fatto, la creazione del c.d. *level playing field*.

⁷⁴ L'obbligo di o.p.a. risulta particolarmente costoso per tre ragioni: (i) l'acquisto del controllo di una società quotata solitamente implica la disponibilità di diritti di voto significativamente inferiori alla maggioranza assoluta, (ii) il prezzo da pagare per le azioni oggetto di o.p.a. è più alto di quello di mercato e (iii) l'offerta può avere ad oggetto un numero di azioni più che doppio rispetto a quelle acquistate fino a quel momento.

(i) L'art. 5.1. della direttiva⁷⁵ estende l'o.p.a. obbligatoria ai soggetti che collettivamente acquisiscano il controllo di una società, prevedendo il superamento delle soglie rilevanti debba avvenire "per effetto di propri acquisti o dell'acquisto da parte di persone che agiscono di concerto con essa". L'acquisto di azioni è dunque un requisito per l'applicazione della nozione di azione di concerto, e la relativa obbligazione viene in essere al momento di detta acquisizione⁷⁶.

(ii) L'art. 2.1(d) definisce le persone che agiscono di concerto "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", dando espresso rilievo alla cooperazione ed all'accordo tra azionisti.

Diversamente da quanto avviene nella direttiva *Transparency*, il valore giuridico dell'accordo tra azionisti non è specificato, così come non si fa alcun riferimento né alla sua durata, né alla durata dei suoi eventuali effetti sulla gestione sociale. Esso è, d'altra parte, idoneo ad escludere comportamenti accidentalmente congruenti degli azionisti che potrebbero essere inclusi nella definizione della *guidance* alla direttiva Acquisizioni. Non sussiste invece, considerate le finalità antielusive della regola, alcuna ragione per escludere dall'ambito di questa definizione gli accordi non scritti.

Per quanto riguarda poi le finalità dell'accordo, esso deve essere volto ad ottenere il controllo della società o a contrastare un'offerta: individuare la nozione rilevante di controllo ai fini della definizione di concerto, tuttavia, non è semplice.

⁷⁵ L'art. 5.1 della direttiva O.p.a. prevede che "qualora una persona fisica o giuridica, per effetto di propri acquisti o dell'acquisto da parte di persone che agiscono di concerto con essa, detenga titoli di una società di cui all'articolo 1, paragrafo 1, che, sommati ad una partecipazione già in suo possesso e ad una partecipazione di persone che agiscono di concerto con essa, le conferiscano, direttamente o indirettamente, diritti di voto in detta società in una percentuale tale da esercitare il controllo della stessa, detta persona sia tenuta a promuovere un'offerta per tutelare gli azionisti di minoranza di tale società. L'offerta è promossa quanto prima ed è indirizzata a tutti i possessori dei titoli per la totalità delle loro partecipazioni, al prezzo equo definito nel paragrafo 4".

⁷⁶ Sembra invece ritenere irrilevante l'acquisto di una partecipazione ai fini dell'applicazione della nozione di concerto prevista dalla direttiva O.p.a. G. PSAROUDAKIS, *The Mandatory Bid and Company Law in Europe*, in *European Company and Financial Law Review*, 2010, 575 ss.

Non è applicabile la nozione quantitativa di controllo fatta propria dall'art. 5.3 della direttiva, che attribuisce agli Stati membri la possibilità di determinare le soglie rilevanti per il lancio dell'o.p.a. per due diverse ragioni: innanzitutto la sua applicabilità è espressamente limitata all'art. 5.1 della direttiva, mentre la definizione di concerto è contenuta nell'art. 2.1(d); inoltre, non tutti gli accordi conclusi tra azionisti che detengono cumulativamente più della soglia di volta in volta rilevante per far scattare l'obbligo di o.p.a. hanno necessariamente ad oggetto il controllo della società.

Dal momento che la direttiva non fornisce elementi specifici per identificare gli accordi concernenti il controllo, non è facile, di fatto, distinguere la cooperazione elusiva da quella di sorveglianza, e sarà necessario, in mancanza di armonizzazione, riferirsi alla normativa nazionale applicabile al caso di specie.

(iii) Infine la direttiva O.p.a. riconosce, seppur parzialmente, il ruolo cardine ricoperto dalla prova nell'accertamento dell'azione di concerto: all'art. 2.2 prevede una presunzione assoluta di concerto tra soggetti di diritto tra cui intercorra un rapporto di "controllo" ai sensi dell'art. 87 della direttiva 2001/34/CE⁷⁷. Si fa pertanto riferimento ad una

⁷⁷ La nozione di "impresa controllata" di cui all'art. 87.1 della direttiva sull'ammissione alla quotazione di valori mobiliari (di cui alla nt. 29), pur essendo molto ampia, non rimanda al diritto degli Stati membri. Include "ogni impresa nella quale una persona giuridica o un ente: (a) ha la maggioranza dei diritti di voto degli azionisti o dei soci, ovvero (b) ha il diritto di nominare o revocare la maggioranza dei membri dell'organo di amministrazione, di direzione o di vigilanza ed è allo stesso tempo azionista o socia di tale impresa, ovvero (c) è azionista o socia e esercita da sola, in virtù di un accordo concluso con altri azionisti o soci dell'impresa, il controllo sulla maggioranza dei diritti di voto degli azionisti o soci di quest'ultima". I riferimenti sono dunque, rispettivamente, al controllo di diritto e di fatto, esercitato direttamente o tramite patti parasociali. Il secondo comma, poi, specifica che "ai diritti di voto, di nomina o di revoca [degli amministratori] dell'impresa madre devono essere sommati i diritti di qualsiasi altra impresa controllata nonché delle persone o degli enti che agiscono a nome proprio ma per conto dell'impresa madre o di un'impresa controllata". Questa nozione di controllo, pertanto, differisce da quella prevista dall'art. 5, terzo comma della direttiva O.p.a., poiché la prima fa riferimento ad una percentuale di diritti di voto significativamente (la metà più uno) o, comunque, al diritto di nominare la maggioranza degli amministratori, mentre ai fini della seconda sono sufficienti percentuali sensibilmente inferiori (fino al 25% in alcuni Stati membri). Queste nozioni non possono essere comparate con quella rilevante ai fini dell'identificazione dell'accordo di concerto di cui alla direttiva O.p.a., poiché non è stata oggetto di armonizzazione.

terza nozione di controllo⁷⁸, che richiama una situazione nella quale il legame tra azionisti è talmente stretto da giustificare l'applicazione diretta della disciplina sul concerto sulla scorta della sola prova del rapporto.

Attribuire rilevanza anche all'ambito probatorio della nozione di concerto è indubbiamente un tentativo molto chiaro di estendere la portata dell'armonizzazione del diritto nazionale oltre i limiti del diritto sostanziale. Questo sforzo, tuttavia, non si traduce in un vantaggio dal punto di vista della selettività, in quanto una simile presunzione non fa altro che condannare irrimediabilmente i soggetti controllati all'applicazione della disciplina sull'o.p.a. obbligatoria.

La nozione di concerto della direttiva O.p.a., in definitiva, conferma che la preoccupazione principale del legislatore europeo è stata quella di assicurare un'ampia portata applicativa all'obbligo di o.p.a. Si tratta indubbiamente della nozione di concerto più complessa che sia stata elaborata nell'ambito del diritto societario europeo, sia perché richiede la stipulazione di un accordo, un comportamento di concerto e l'acquisizione di azioni, sia perché include regole che riguardano l'onere probatorio. La nozione di controllo che qualifica l'accordo, tuttavia, è alquanto vaga e non è stata armonizzata: la possibilità di distinguere la cooperazione di sorveglianza da quella abusiva dipende dunque in misura sostanziale dal recepimento di questa definizione da parte degli Stati membri.

3.4. Analisi comparata delle nozioni di concerto nel diritto societario europeo: la flessibilità prevale sulla certezza del diritto. – La disamina effettuata consente di trarre alcune conclusioni. Tutte le definizioni esaminate preferiscono fornire una nozione generale di concerto piuttosto che un catalogo esaustivo dei comportamenti rilevanti. Questa scelta è facilmente giustificata dall'intento di evitare l'elusione delle norme imperative delle quali la nozione di concerto intende fornire un'estensione soggettiva. In altri termini, tali definizioni sono sufficientemente flessibili per scoraggiare la cooperazione elusiva.

L'uso di nozioni ampie, tuttavia, rischia di disincentivare anche la cooperazione di sorveglianza, poiché il margine di incertezza che naturalmente connota una regola flessibile ne opacizza i confini, con tre conseguenze.

⁷⁸ Nozione che si aggiunge a quella quantitativa, determinata dagli Stati membri, e quella che serve per stabilire il contenuto dell'accordo di concerto.

In primo luogo, le definizioni analizzate non sono sufficientemente chiare: la direttiva Acquisizioni fornisce una nozione di concerto, e la *guidance* è ampia al punto da non consentire la distinzione dei diversi comportamenti. Sembra inoltre che regole non vincolanti non siano lo strumento più adatto per specificare il contenuto di una nozione inclusa in una direttiva di armonizzazione massima, nonostante queste misure siano assistite dal meccanismo *comply or explain* come introdotto dalla nuova architettura di vigilanza⁷⁹. Anche le altre direttive, inoltre, presentano problemi di chiarezza, in particolare con riferimento a concetti quali “durevole politica comune” e “controllo”, e tale genericità può essere motivata (anche se non giustificata) dalla necessità di lasciare spazio agli Stati membri per l’attuazione delle disposizioni nei relativi ordinamenti.

In secondo luogo, le definizioni sono ben lontane dall’essere coerenti tra di loro. La discrepanza di contenuto con riferimento ai requisiti di applicazione⁸⁰, alla natura dell’accordo⁸¹ ed alla rilevanza dell’effettivo acquisto dei diritti di voto⁸² è in qualche modo comprensibile considerata la divergenza delle obbligazioni sottostanti. Gli elementi costitutivi della cooperazione elusiva, tuttavia, dovrebbero essere comuni a tutte le nozioni di concerto, poiché, pur applicando regole diverse, hanno ad oggetto il medesimo comportamento, ossia una pluralità di azionisti che coopera per evitare l’applicazione di regole onerose. Prova ne è che una qualche forma di accordo sia requisito essenziale di molte delle definizioni viste⁸³.

Allo stesso modo, le finalità dell’accordo possono essere molto diverse tra loro, e si veda il riferimento alle nozioni di “durevole politica comune” e di “controllo” utilizzate rispettivamente dalla direttiva *Transparency* e dalla direttiva O.p.a. La finalità originaria di questa

⁷⁹ Si veda nt. 57.

⁸⁰ Solo la definizione contenuta nella direttiva O.p.a. fa riferimento all’acquisto di azioni (paragrafo 3.3).

⁸¹ La definizione contenuta nella direttiva *Transparency* fa riferimento ad obblighi di trasparenza applicabili prima che l’azione concertata abbia luogo, ed i relativi requisiti devono poter essere accertati *ex ante* con ragionevole certezza: questo spiega anche il requisito della vincolatività dell’accordo ai sensi del diritto applicabile.

⁸² Ai fini della direttiva Acquisizioni rileva anche l’acquisto potenziale di azioni poiché le caratteristiche dell’acquisizione devono poter essere vagliate dalla competente autorità di vigilanza prima che l’operazione abbia luogo.

⁸³ Diversamente da quanto avviene ai sensi della definizione di cui alla direttiva Acquisizioni (cfr. paragrafo 3.2).

distinzione può essere individuata tenendo a mente il menzionato dualismo tra mercato del controllo e dell'influenza societaria⁸⁴. Il secondo è, a ben vedere, una specie del primo, in quanto l'acquisizione del controllo necessita l'incremento dell'influenza di un soggetto sulla società, ma non è vero il contrario. Di conseguenza il legislatore europeo ha inteso fornire una definizione di concerto più ampia nella direttiva *Transparency* che nella direttiva O.p.a. Alla cooperazione di sorveglianza, tuttavia, dovrebbe essere garantita l'esclusione da dette normative, e nozioni così ampie non sono, da sole, in grado di assicurarla. Ciò porta a concludere che, se gli ambiti applicativi di queste definizioni dovessero differire, le ragioni e la misura di tale discrepanza dovrebbero essere espressamente chiarite.

In terzo luogo, per quanto riguarda la selettività, è evidente come la normativa europea in materia di concerto non sia stata predisposta tenendo in considerazione la differenza tra cooperazione elusiva e di sorveglianza. Sicuramente la direttiva Acquisizioni è quella che può disincentivare l'attivismo degli azionisti in maniera più netta, dal momento che non prevede alcun appiglio per applicare una diversa disciplina alle due situazioni. Le altre direttive, del resto, affidano detta distinzione a criteri tanto vaghi da metterne in dubbio la concreta efficacia. Si potrebbe sostenere che la nozione di "durevole politica comune" sia più ampia (e dunque eserciti un maggior effetto deterrente) di quella di "controllo", in quanto potrebbe includere non solamente i poteri tipici dell'azionista di maggioranza (quale la nomina della maggioranza del consiglio di amministrazione), ma anche azioni più subdole (come la minaccia dell'azione di responsabilità o la sensibilizzazione dei media su questioni relative alla gestione sociale). L'attività quotidiana degli azionisti attivisti, comunque, può rientrare in entrambe le definizioni.

Il legislatore europeo ha dunque fornito diverse nozioni di concerto astenendosi dal realizzare un'operazione di raffinata selezione dei comportamenti inclusi, lasciando, almeno in astratto, questa possibilità agli Stati membri. Un'analisi della trasposizione di alcune di queste regole a livello nazionale è pertanto necessaria per comprendere a pieno sia la loro reale portata applicativa, sia per verificare se un bilanciamento tra flessibilità e certezza sia stato infine raggiunto.

⁸⁴ Cfr. paragrafo 3, ed in particolare nt. 24 e nt. 25.

4. *L'attuazione della nozione di concerto della direttiva O.p.a. in alcuni Stati membri.* – L'analisi delle misure di attuazione della nozione di concerto è finalizzata a comprendere (i) se hanno raggiunto un sufficiente livello di uniformità nell'Unione europea, (ii) se le nozioni attuate sono coerenti con la definizione fornita dalla relativa direttiva, (iii) se il livello di selettività delle nozioni è stato migliorato e (iv) quali strumenti sono stati impiegati per raggiungere un compromesso tra flessibilità e certezza del diritto.

I paragrafi che seguono si concentrano principalmente sulla direttiva O.p.a. per tre motivi: come visto⁸⁵, non si tratta solamente della direttiva che fornisce la nozione di concerto più complessa e dettagliata, ma anche di quella la cui applicazione risulta più onerosa in termini finanziari per i suoi destinatari, ed è pertanto quella capace di disincentivare più intensamente la cooperazione di sorveglianza.

È inoltre necessario considerare che la rilevanza pratica della definizione data dalla *guidance* alla direttiva Acquisizioni è risibile, e non ha trovato applicazione al di fuori del suo ristretto ambito⁸⁶ proprio in ragione della sua ampia formulazione⁸⁷. La nozione contenuta nella direttiva *Transparency*, inoltre, è spesso stata impiegata dagli Stati membri anche per individuare la nozione applicabile ai fini dell'o.p.a. obbligatoria, e verrà pertanto considerata indirettamente⁸⁸.

Infine si ricorda che nel 2008 l'*European Securities Market Group* (ESME) ha affrontato il problema dell'interferenza tra nozione di concerto ed attivismo degli azionisti, fornendo suggerimenti per l'attuazione delle normative rilevanti a livello nazionale⁸⁹. Tra di essi si ricordano (i) l'aumento della convergenza tra leggi nazionali; (ii) un'attuazione della

⁸⁵ Cfr. paragrafo 3.3.

⁸⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione sull'applicazione della direttiva 2007/44/CE*, cit. (nt. 63), e ID., *Relazione sull'applicazione della direttiva 2004/25/CE*, cit. (nt. 73), 6.

⁸⁷ MARCCUS PARTNERS, *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, cit. (nt. 71), 133, che specifica che "l'amplessima definizione di cui alla *guidance* di livello 3 della direttiva Acquisizioni non è utilizzata dagli Stati membri a fini o.p.a. Questo può riflettere l'intenzione degli Stati membri di impiegare una definizione più ristretta, che garantisca maggiore chiarezza e prevedibilità".

⁸⁸ Si ricorda che anche l'attuazione della nozione di concerto di cui alla direttiva *Transparency* non è stata coerente in tutti gli Stati membri, dal momento che alcuni di essi hanno preferito utilizzare la definizione della direttiva o.p.a. in sua vece (si veda *supra* nt. 46 e nt. 48).

⁸⁹ ESME, cit. (nt. 35).

nozione di concerto più fedele possibile alle finalità della direttiva⁹⁰, tramite un approccio che, sostanzialmente, avrebbe dovuto condurre ad una armonizzazione massima⁹¹; (iii) in termini di selettività, la definizione di una chiara linea di confine tra attivismo e cooperazione di sorveglianza, specialmente in caso di detenzione di partecipazioni in diverse giurisdizioni⁹² e (iv) l'utilizzo di tecniche normative specifiche, quali "presunzioni negative (casi in cui il comportamento è sicuramente da NON considerarsi azione di concerto)"⁹³.

4.1. *Germania e Francia: il requisito della "durevole politica comune"*. – La nozione di concerto della direttiva O.p.a. è stata attuata da Germania e Francia usando elementi propri della nozione di cui alla direttiva *Transparency*.

Il § 30(2) della legge tedesca sulle acquisizioni (WpÜG), così come modificato nel 2008 con l'entrata in vigore della legge sulla limitazione del rischio⁹⁴, fornisce una nozione molto ampia di concerto: "ogni diritto di voto incorporato in azioni della società *target* di proprietà di terzi sarà attribuito all'offerente qualora quest'ultimo, direttamente o tramite una società controllata, coordini con detti terzi il proprio operato nei confronti della società *target* in base ad un accordo o in altro modo; restano esclusi gli accordi riguardanti singoli casi. Si ha condotta coordinata quando l'offerente o la sua società controllata ed il terzo raggiungono un accordo sull'esercizio di diritti di voto o collaborano in altro modo al fine di apportare una modificazione permanente e significativa nella strategia imprenditoriale della società *target*". Questa definizione non richiede pertanto un accordo tra azionisti, essendo sufficiente una qualunque

⁹⁰ ESME, cit. (nt. 35), 4, e, con particolare riferimento alla direttiva O.p.a., a nt. 6 suggerisce che la nozione di "controllo" dovrebbe essere impiegata solo nella nozione applicabile alle regole sull'o.p.a. obbligatoria.

⁹¹ ESME, cit. (nt. 35), 3, dove si esplicita che la direttiva o.p.a. "dovrebbe essere di fatto considerata da Stati membri ed autorità competenti come una direttiva di armonizzazione massima". L'ESME suggerisce, con un chiaro giudizio di valore sulle scelte tecniche operate dal legislatore europeo, di dotare la direttiva di una stringenza che non le è stata conferita in sede di approvazione.

⁹² ESME, cit. (nt. 35), 4.

⁹³ ESME, cit. (nt. 35), 5. Unitamente a queste presunzioni negative, poi, l'ESME ha previsto anche presunzioni "positive" di comportamenti che senz'altro costituiscono azione di concerto.

⁹⁴ Questa definizione è stata introdotta dalla legge sulla limitazione del rischio (*Risikobegrenzungsgesetz*), entrata in vigore il 19 agosto 2008.

attività di collaborazione, e non è nemmeno limitata ai soli diritti di voto. L'unico requisito necessario è la modificazione della strategia imprenditoriale della società, e da tale modifica debbono conseguire effetti di lungo periodo (questo è il significato da attribuire al termine "specifico"⁹⁵).

Si fa uso della nozione di "durevole politica comune" introdotta dalla direttiva *Transparency*, non già di quella di "controllo" che è impiegata dalla direttiva O.p.a., e ciò aumenta il rischio che agli attivisti di società tedesche venga richiesto di lanciare un'o.p.a. obbligatoria anche quando esercitano attività di cooperazione di sorveglianza. Un approccio così estensivo è stato introdotto a seguito della vicenda Deutsche Börse, dove un gruppo di attivisti guidato da un fondo d'investimento inglese è riuscito ad impedire l'acquisizione da parte di Deutsche Börse del *London Stock Exchange*: in questo caso l'azione degli attivisti ha condotto alle dimissioni del CEO e del presidente del consiglio di sorveglianza della società⁹⁶. Ai sensi delle regole allora applicabili la BaFin non ha riscontrato alcuna azione di concerto, e l'o.p.a. obbligatoria non trovò applicazione⁹⁷.

L'art. L. 233-10(I) del codice di commercio francese individua come soggetti che agiscono di concerto "le persone che hanno concluso un accordo finalizzato ad acquistare o vendere diritti di voto, esercitarli per attuare una determinata politica in relazione ad una società o per ottenerne il controllo". Questa nozione si concentra più chiaramente sulla nozione di accordo, e pare meno ampia di quella tedesca perché restringe il perimetro dell'azione di concerto all'ambito dei diritti di voto.

La nozione francese di concerto si compone di due parti: la prima si ispira alla direttiva *Transparency*, anche se non specifica che la politica comune dei concertisti deve essere indirizzata alla gestione della società; la seconda include la nozione di controllo che è tipica della direttiva o.p.a. e che è stata introdotta dalla legge in materia bancaria e finanziaria del

⁹⁵ P. MÄNTYSAARI, *The law of corporate finance: general principles and EU law. Volume III*, Springer, Heidelberg, 2010, 542.

⁹⁶ *Ibidem*.

⁹⁷ Si veda BAFIN, *BaFin did not ascertain acting in concert at Deutsche Börse*, comunicato stampa, 19 ottobre 2005, disponibile su www.bafin.de. Per le sentenze della Corte suprema tedesca (*Bundesgerichtshof*) cfr. in particolare BGH, 18 settembre 2006, II ZR 137/05, che escludeva dalla definizione di concerto allora applicabile l'accordo tra membri del consiglio di sorveglianza per eleggere il presidente del medesimo, su cui T. DIEKMANN, *Acting in Concert: Absprachen zur Besetzung des Aufsichtsrats - Besprechung des BGH - Urteils vom 18. 9. 2006*, in *DStR*, 2007, 445 ss.

2007⁹⁸ al fine di ampliarne il più possibile la portata. Similmente a quanto accade nel diritto tedesco, la *Cour de Cassation* ha chiarito, decidendo il noto caso *Gecina*, che la cooperazione limitata ad una singola occasione è esclusa dall'ambito dell'azione di concerto⁹⁹.

Il diritto francese prevede poi alcuni casi di presunzioni *iuris tantum* di azione di concerto, quando è la medesima relazione intercorrente tra concertisti a suggerirne la sussistenza¹⁰⁰.

L'approccio ispirato alla centralità della "durevole politica comune" è pertanto condiviso da Germania e Francia, che hanno attuato la nozione di concerto con elementi propri della direttiva *Transparency* e della direttiva O.p.a. Non tengono in alcun conto, tuttavia, né il limitato ambito applicativo originariamente previsto per le rispettive definizioni¹⁰¹, né le linee guida dell'ESME¹⁰². L'ampiezza di entrambe le nozioni, d'altro canto, ha indotto entrambi gli Stati membri ad escludere la cooperazione limitata nel tempo: tale esclusione, tuttavia, non è sufficiente per eliminare il rischio di includere la cooperazione di sorveglianza nel novero del concerto, in quanto essa può comunque prendere le forme di una "condotta coordinata" o una "politica in relazione alla società", specialmente considerando che il c.d. investimento responsabile richiede proprio un impegno di lungo periodo ed un durevole interessamento agli affari sociali.

4.2. *Regno Unito, Paesi Bassi ed Italia: la nozione di "controllo"*. – Il Regno Unito, i Paesi Bassi e l'Italia hanno seguito più fedelmente la definizione della direttiva O.p.a.

Il Regno Unito individua la nozione di concerto rilevante ai fini dell'o.p.a. obbligatoria nel *City Code on Takeover and Mergers* (c.d. *Takeover*

⁹⁸ Legge n. 2010-1249 del 22 ottobre 2010.

⁹⁹ *Cour de Cassation, Chambre commerciale, financière et économique, arrêt n. 975 du 27 octobre 2009 (08-18.819)*, che si pronuncia su di un caso di scissione transfrontaliera nel quale due azionisti hanno agito di concerto.

¹⁰⁰ Art. L. 233-10(II) afferma che "tale accordo è presunto: (1) tra una società, il presidente del suo consiglio di amministrazione, i suoi direttori generali, i membri del suo consiglio di gestione o i suoi soci; (2) tra le società controllate e la società che le controlla [...]; (3) tra le società controllate dal medesimo soggetto; (4) tra soci in una società per azioni semplificata e le società da essa controllate; (5) tra il fiduciario ed il beneficiario se quest'ultimo è il disponente".

¹⁰¹ *Supra*, paragrafo 3.4.

¹⁰² *Supra*, paragrafo 4.

Code), includendovi, sulla falsariga di quanto previsto dalla direttiva, soggetti che “sulla base di un accordo o di un’intesa (formale o informale), cooperano per ottenere o consolidare il controllo [...] di una società o per contrastare il conseguimento degli obiettivi di un’offerta sulla medesima”¹⁰³. Tale nozione prosegue indicando i casi di presunzione semplice di azione di concerto similmente a quanto previsto dalla nozione francese ed in accordo con il suggerimento dell’ESME.

Questa definizione di concerto delimita l’ambito applicativo della Rule 9.1 del *Takeover Code*, recante l’obbligo di o.p.a., e le note esplicative sulla medesima specificano ulteriormente come il *City Panel on Takeover and Mergers*¹⁰⁴ applica la regola al fine di garantire chiarezza e selettività. Dette note specificano come il *Panel* non consideri, nella generalità dei casi, il voto congruente di più azionisti su di un determinato argomento come azione di concerto, a meno che non si tratti di una proposta finalizzata ad ottenere il controllo del consiglio di amministrazione (c.d. *board control-seeking proposal*)¹⁰⁵. Il *Takeover Panel* individua dette proposte in base ad una serie di fattori, che tengono in considerazione non solamente il numero degli amministratori da eleggere o sostituire, ma anche la relazione che li lega agli azionisti chi li propongono, al fine di capire se tale rapporto può consentire loro di influire in maniera durevole sulla società¹⁰⁶. Il *Takeover Panel*, inoltre, ha emanato un comunicato avente ad oggetto proprio l’interferenza tra regole in materia di azione di concerto ed attivismo degli azionisti, esplicitando che, nella maggior parte

¹⁰³ Nella sezione “definizioni” del *City Code on Takeover and Mergers*.

¹⁰⁴ Organo indipendente deputato all’applicazione del *Takeover Code* ed alla supervisione delle offerte pubbliche.

¹⁰⁵ L’azione di concerto in questi casi si presume nel momento in cui è raggiunto l’accordo o l’intesa che ha ad oggetto il *board control-seeking proposal*, con la conseguenza che un acquisto di diritti su azioni da parte di un qualunque membro del gruppo potrebbe dare origine all’obbligo di o.p.a.: si vedano le *Notes on Rule 9.1 of the UK Takeover Code, regarding persons acting in concert*, disponibili su www.thetakeoverpanel.org.

¹⁰⁶ *Ibidem*. Le circostanze che il *Takeover Panel* tiene in considerazione per capire se una proposta è *board control-seeking* sono: (a) il rapporto tra gli amministratori proposti per la nomina e gli azionisti proponenti o le persone ad essi collegate; (b) il numero di amministratori da nominare o sostituire in relazione al numero totale dei componenti dell’organo; (c) il ruolo all’interno del consiglio dei precedenti amministratori e di quelli che sono proposti per la carica; (d) il tipo di delega, se presente; (e) se gli azionisti o i soggetti a loro collegati trarranno un beneficio diretto o indiretto dall’attuazione della proposta che sia ulteriore rispetto a quello derivante dalla propria partecipazione sociale; e (f) la relazione tra gli amministratori proposti e gli amministratori in carica e/o la relazione tra gli amministratori in carica e gli attivisti o i soggetti a loro collegati.

delle normali azioni collettive intraprese dagli azionisti, non sorgeranno obblighi di o.p.a.¹⁰⁷.

In definitiva, diversamente da quanto previsto dal diritto tedesco e francese, la nozione di controllo è di importanza centrale nel Regno Unito, e non sussiste alcun riferimento ad una “durevole politica comune”: l’approccio è, di conseguenza, sensibilmente più ristretto e, anche considerata la specifica attenzione prestata al tema della sovrapposizione tra attivismo e concerto, più attento allo sviluppo della cooperazione di sorveglianza¹⁰⁸.

Certo è che l’esistenza nel Regno Unito di un organo *ad hoc* per la regolamentazione delle offerte pubbliche costituisce una caratteristica strutturale che facilita il compito di individuare accuratamente la cooperazione elusiva. Si tratta, come si è detto¹⁰⁹, di un’attività che deve essere apprezzata con riferimento al caso concreto, che può sicuramente essere vagliata con più attenzione da un ente dedicato e disponibile a fornire chiarimenti e supporto agli attivisti in tempi ristretti¹¹⁰.

¹⁰⁷ PANEL ON TAKEOVER AND MERGERS, *Practice statement n. 26 on shareholder activism*, 9 settembre 2009, disponibile su www.thetakeoverpanel.org, dove si chiarisce che la discussione tra azionisti riguardo l’attività del consiglio di amministrazione, le comunicazioni degli azionisti ad esso indirizzate e l’accordo tra soci sull’esercizio del voto in assemblea non sono condotte che, di per sé, costituiscono azione di concerto. Simili comportamenti, tuttavia, possono assumere rilevanza se inseriti in un quadro più ampio.

¹⁰⁸ L’atteggiamento di favore per l’attivismo si riscontra sia nella formulazione della regola sul concerto che, per com’è strutturata, manifesta l’intento di escludere la cooperazione di sorveglianza, sia nella contemporanea presenza di presunzioni e di *guidance*. Non è infatti prevista solamente una lista di presunzioni positive (che pure è più ampia di quella francese poiché include anche i consulenti, i fondi pensione ed i loro amministratori: cfr *supra*, nt. 110), ma anche un dettagliato chiarimento di ciò che può essere qualificato come *board control-seeking proposal*.

¹⁰⁹ *Supra*, paragrafo 2.

¹¹⁰ La definizione di concerto di cui al *City Code on Takeover and Mergers* prevede che, “ferma l’applicabilità della definizione generale, si presume fino a prova contraria che i soggetti di seguito elencati agiscano di concerto con altri soggetti della medesima categoria: (1) una società, la società che la controlla, le società da essa controllate, le società soggette a comune controllo e le società collegate [...]; (2) una società ed i componenti del suo consiglio di amministrazione (unitamente ai relativi parenti e fiduciari); (3) una società ed il fondo pensione di ogni società di cui al punto (1); (4) il manager di un fondo [...] con ogni impresa di investimento, trust o altro soggetto il cui patrimonio è gestito dal primo su base discrezionale limitatamente al relativo conto; (5) il consulente ed il suo cliente, se il cliente agisce di concerto con un offerente o con la società le cui azioni siano oggetto di o.p.a. [...], e (6) gli amministratori di una società che è sottoposta ad un’o.p.a. o che sta per esserlo secondo il giudizio di buona fede degli amministratori”.

Anche i Paesi Bassi seguono il modello della direttiva O.p.a.: l'art. 1:1 della legge sulla supervisione finanziaria¹¹¹ definisce le persone che "agiscono in consultazione congiunta" (ossia azione di concerto) le "persone fisiche o giuridiche che collaborano ai sensi di un contratto al fine di acquisire un controllo predominante in una società quotata o, se l'offerente è uno dei collaboratori, al fine di contrastare il conseguimento di un'offerta". Sono poi previste due presunzioni di azione di concerto, che si applicano a società dello stesso gruppo¹¹² o tra cui intercorre un rapporto di controllo¹¹³.

Nel 2009 l'autorità di vigilanza sul mercato finanziario (AFM) ha fornito una *guidance* specifica sulla nozione di concerto, escludendo l'applicabilità della normativa sull'o.p.a. quando gli azionisti non concludono un "accordo finalizzato a una politica di voto continuativa", la quale non sussisterà qualora "le parti [dell'accordo] mantengono l'autonomia necessaria per esercitare il diritto di voto in modo indipendente" e se tale accordo non dura per più di un'assemblea¹¹⁴. Ciononostante, al ricorrere di determinate circostanze, l'AFM può "sospettare" (*sic*) l'esistenza di un accordo di voto rilevante ai fini del concerto¹¹⁵. Questa formulazione è foriera di incertezza, in quanto la lista di dette circostanze¹¹⁶ non include solamente azioni che consistono

¹¹¹ *Wet op het financieel toezicht (Wft)*, in vigore dal 1° gennaio 2007.

¹¹² Secondo quanto previsto dall'art. 24.b del Libro 2 del codice civile dei Paesi Bassi definisce "gruppo di società" una "unità economica dove società di persone e di capitali sono interconnesse dal punto di vista organizzativo": si tratta pertanto di una nozione molto ampia, che intensifica la portata deterrente della norma.

¹¹³ Similmente a quanto previsto dalla direttiva O.p.a.

¹¹⁴ AFM, *Guidance on agreement concerning sustained joint voting policy*, 2009, disponibile su www.afm.nl. L'esclusione della cooperazione limitata ad un'unica occasione assomiglia a quella prevista dal diritto tedesco e da quello francese.

¹¹⁵ Questa *guidance* non è vincolante in termini di onere probatorio, e gli elementi di "sospetto" non possono essere considerati presunzioni *strictu sensu*. La lista descritta, infatti, non è finalizzata a sgravare l'AFM dell'onere della prova riguardo a situazioni di concerto o a consentire agli azionisti di liberarsi da responsabilità, ma piuttosto a fornire a questi ultimi indicazioni utili *ex ante*: essa prende pertanto le forme di un documento esplicativo che, come tale, è ben lontano dall'aver il valore giuridico di presunzione *iuris tantum*.

¹¹⁶ AFM, *Guidance*, cit. (nt. 114). Tra le circostanze incluse nella lista si ricordano le seguenti: (a) le parti sono clienti del medesimo avvocato o consulente legale; (b) le parti mandano lettere all'emittente con uno scopo comune; (c) le parti si rivolgono contestualmente all'emittente [*sic*]; (d) le parti esercitano per più volte i propri diritti di voto in modo simile; (e) le parti propongono all'ordine del giorno dell'assemblea una

nell'esercizio di poteri attribuiti dalla legge alla minoranza, ma anche attività che, in pratica, fanno parte dell'attività quotidiana di molti attivisti, quali "invia[re] lettere all'emittente con uno scopo comune" o "annuncia[re] pubblicamente la loro collaborazione".

La struttura di questa normativa è simile a quella del Regno Unito, poiché combina presunzioni positive e *guidance*: tuttavia, sostanzialmente diversi paiono i contenuti e gli effetti di deterrenza sull'attivismo. Il catalogo di attività da ultimo visto, infatti, è molto più focalizzato sull'accordo tra azionisti che sul tipo di proposta formulata in assemblea, e dunque sulla relazione tra soci più che tra questi e gli amministratori che propongono. Inoltre, la *guidance* dei Paesi Bassi può avere effetti deterrenti sulla cooperazione di sorveglianza in quanto, se gli azionisti possono essere "sospettati" di agire di concerto - e quindi temere di essere obbligati a lanciare un'o.p.a. - per una semplice lettera spedita all'emittente o per aver dichiarato pubblicamente di cooperare al fine di controllare il *management*, simili attività potrebbero perdere gran parte della loro attrattiva.

Per quanto riguarda il diritto italiano, l'art. 101-*bis*, comma 4 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (t.u.f.) recepisce sostanzialmente il contenuto della direttiva O.p.a.¹¹⁷; altre norme, invece, stabiliscono presunzioni assolute e relative di azione di concerto.

Una prima lista di comportamenti include le attività oggetto di presunzione assoluta di concerto, tra cui figurano relazioni soggettive

questione strategica [riguardante la gestione della società]; (f) le parti annunciano pubblicamente che stanno collaborando.

¹¹⁷ Sono persone che agiscono di concerto "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 d'acquisto o di scambio". Va comunque ricordato che la portata di questa definizione è leggermente diversa da quella di cui alla direttiva O.p.a., poiché la versione vigente nel nostro paese si applica ad ogni "persona" e non solamente all'offerente o alla società emittente: cfr. C. MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e «azione di concerto»*, in *Riv. soc.*, 2013, 118, nt. 1. Per una discussione generale dei problemi sollevati dall'azione di concerto nel diritto italiano si rimanda a F.M. MUCCIARELLI, *Commento all'art. 109 TUF*, in F. Vella, *Commentario TUF*, Giappichelli, Torino, 2012, 1097 ss. ed a G. GUIZZI-A. TUCCI, *Commento agli artt. 101-II e 109 TUF*, in M. Stella Richter Jr. (a cura di) *Le offerte pubbliche di acquisto*, Giappichelli, Torino, 2011, 257 ss; tra i contributi classici sul tema nel vigore della disciplina antecedente l'attuazione della direttiva O.p.a. si ricordano P. GIUDICI, *L'acquisto di concerto*, in *Riv. soc.*, 2001, 490 ss. e P. FERRO-LUZZI, *Il «concerto grosso»; variazioni sul tema dell'o.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 655 ss.

facilmente accertabili sull'esempio del diritto del Regno Unito (art. 101-*bis*, comma 4-*bis* t.u.f.)¹¹⁸.

Le presunzioni relative di azione di concerto, invece, costituiscono l'espressione del potere di cui la Consob dispone in base all'art. 101-*bis*, comma 4-*ter*, lett. a) t.u.f., e sono specificate all'art. 44-*quater*, comma 1 del regolamento approvato dalla Consob con delibera 11971 del 14 maggio 1999 ("Regolamento Intermediari"). In questi casi l'adozione di una presunzione *iuris tantum* applicabile fino a prova contraria¹¹⁹ è giustificata dalla minore evidenza della situazione di concerto¹²⁰, e costituisce la prima delle misure finalizzate ad attenuare il rischio che la normativa sul concerto possa disincentivare la cooperazione di sorveglianza.

È poi prevista una lista di attività escluse dall'ambito della nozione di concerto con presunzione assoluta, prevista dall'art. 44-*quater*, comma 2 del Regolamento Emittenti ai sensi dell'art. 101-*bis*, comma 4-*ter*, lett. b) t.u.f. Tali comportamenti, anche se potrebbero astrattamente rientrare nella definizione generale, non costituiscono azione di concerto: tra di essi figurano (a) il coordinamento degli azionisti di minoranza al fine di esercitare alcuni loro diritti¹²¹, (b) gli accordi per la presentazione di liste

¹¹⁸ Tra le quali si ricordano: (i) le parti di alcune tipologie di patti parasociali, indipendentemente dalla validità dell'accordo; (ii) una società, le società da questa controllate e la società che la controlla; (iii) le società sottoposte a comune controllo e (iv) società ed i suoi amministratori e direttori generali.

¹¹⁹ Tale prova deve avere ad oggetto l'insussistenza delle condizioni previste dalla definizione generale di concerto prevista dal t.u.f.

¹²⁰ La presunzione relativa di concerto si applica alle seguenti categorie di soggetti: (a) una persona e il coniuge, il convivente, gli affini e i parenti in linea retta e in linea collaterale entro il secondo grado nonché i figli del coniuge e del convivente; (b) un soggetto e i suoi consulenti finanziari per operazioni relative all'emittente, ove tali consulenti o società appartenenti al loro gruppo, dopo il conferimento dell'incarico o nel mese precedente, abbiano effettuato acquisti di titoli dell'emittente al di fuori dell'attività di negoziazione per conto proprio effettuata secondo l'ordinaria operatività e a condizioni di mercato.

¹²¹ Segnatamente il diritto di richiedere la convocazione dell'assemblea (art. 2367 c.c.), di impugnare le delibere assembleari (art. 2377 c.c.), di impugnare le delibere del consiglio di amministrazione lesive dei loro diritti (art. 2388 c.c.), di promuovere l'azione sociale ed individuale di responsabilità nei confronti degli amministratori (artt. 2393-*bis* e 2395 c.c.) e dei direttori generali (art. 2396 c.c.), di denuncia al collegio sindacale (art. 2408 c.c.) ed al tribunale (art. 2409 c.c.); di esercitare l'azione di responsabilità da direzione e coordinamento (art. 2497 c.c.), di integrare l'ordine del giorno e di presentare proposte di delibera assembleare (art. 126-*bis* t.u.f.), di porre domande prima dell'assemblea (art. 127-*ter* t.u.f.) e di impugnazione della delibera di approvazione del bilancio (art. 157 t.u.f.). L'esercizio di tali diritti, com'è noto, è spesso limitato ad un numero di azionisti che detenga determinate percentuali di capitale sociale, rendendo pertanto centrale la

per l'elezione degli organi sociali¹²², ma solo qualora il numero di candidati sia inferiore alla dei componenti da eleggere ovvero siano "programmaticamente preordinate all'elezione di rappresentanti di minoranza"¹²³, (c) la cooperazione tra azionisti per contrastare l'adozione di determinate delibere dell'assemblea¹²⁴, e (d) la cooperazione tra azionisti per favorire l'adozione di determinate delibere¹²⁵ o far confluire voti su liste di candidati che rispondano ai requisiti di cui al precedente punto (b) anche mediante sollecitazione di deleghe di voto.

Nonostante la definizione generale sia simile quelle viste in questo paragrafo, la nozione italiana di concerto presenta caratteri di originalità che dimostrano la sensibilità della Consob nei confronti della cooperazione di sorveglianza. La graduazione dell'intensità delle regole della prova, infatti, è finalizzata a fornire agli attivisti la certezza necessaria riguardo all'esclusione delle attività che la legge espressamente consente loro dall'ambito dell'azione di concerto. Si deve evidenziare, tuttavia, che la lista di esclusioni prevista dalla Consob non include - e giustamente - tutte le attività che gli attivisti possono porre in essere per influenzare la gestione sociale, in quanto molte di esse dovrebbero essere formulate in modo così ampio¹²⁶ da includere anche la cooperazione elusiva. Un catalogo più ricco ed esteso, insomma, avrebbe rischiato di inficiare la piena operatività della definizione generale.

Si osserva inoltre che le norme italiane escludono espressamente la proposta, da parte delle minoranze, di un numero di consiglieri superiore

cooperazione tra di essi. In altre parole, se la cooperazione è minacciata dalle norme sul concerto, l'esercizio di questi diritti - che prevedono la cooperazione tra piccoli azionisti come pre-requisito - sarebbe in pratica fortemente disincentivato.

¹²² Si fa riferimento agli accordi previsti dagli artt. 147-ter e 148 t.u.f.

¹²³ Questa disposizione è chiaramente finalizzata ad evitare che, almeno sotto il profilo quantitativo, i rappresentanti di una minoranza azionaria possano da soli imporre la propria volontà al consiglio di amministrazione. Diversamente, questa disposizione garantirebbe la disapplicazione della disciplina dell'o.p.a. obbligatoria a soggetti che, di fatto, avrebbero ottenuto il controllo della società.

¹²⁴ Si tratta, in particolare, delle delibere dell'assemblea straordinaria o di quelle dell'assemblea ordinaria aventi ad oggetto (a) i compensi dei componenti degli organi sociali, le politiche di remunerazione o i piani di compensi basati su strumenti finanziari, (b) operazioni con parti correlate ed (c) autorizzazioni in materia di concorrenza da parte degli amministratori (art. 2390, comma 1 c.c.) e di *passivity rule* (art. 104 t.u.f.).

¹²⁵ Le delibere riguardanti l'azione di responsabilità degli organi sociali proposte dalla minoranza secondo quanto previsto dall'art. 2367 c.c. e dall'art. 126-bis t.u.f.

¹²⁶ E si veda sul punto quanto detto sopra sulla *guidance* dell'AFM.

alla metà del totale, e che in questi casi troverà applicazione la nozione generale con il relativo accertamento del requisito del “controllo”.

Pur nella consapevolezza dell’impossibilità di determinare *ex ante* se ogni singolo comportamento posto in essere da più azionisti costituisca cooperazione elusiva, certo è che la previsione di una lista di “porti sicuri” chiara (cioè con formulazione non ambigua) e vincolante (ossia avente forza di legge) costituisce un utile strumento per gli attivisti che, al contempo, se così formulato non compromette l’efficacia deterrente della nozione generale di concerto.

4.3. *Analisi comparata delle definizioni attuate dagli Stati membri: contenuti e tecniche normative.* – Come è emerso chiaramente dall’analisi svolta nei precedenti paragrafi, la nozione di concerto della direttiva O.p.a. è stata attuata in modi sostanzialmente diversi nei diversi Stati membri. Se è vero che tutti adottano una qualche nozione generale di concerto, alcuni paesi si concentrano – anche in materia di o.p.a. – sulla nozione di “durevole politica comune” di cui alla direttiva *Transparency* (Germania e Francia), mentre altri prediligono la nozione di controllo (Regno Unito, Paesi Bassi ed Italia). Si può pertanto affermare che la prima nozione è più ampia della seconda, e che, di conseguenza, il rischio che la definizione generale di concerto disincentivi la cooperazione di sorveglianza è più alto nel primo gruppo di paesi che nel secondo.

Molto diffusa è altresì l’adozione di presunzioni positive di concerto, che garantiscono una più pronta applicabilità della relativa normativa in casi ove è ragionevole presumere un accordo tra parti¹²⁷. Se si escludono Germania e Francia che, come visto, non prestano particolare attenzione al rischio di sottoporre comportamenti virtuosi alle norme sul concerto, altre strategie normative vengono impiegate per garantire una certa selettività: da un lato il Regno Unito ed i Paesi Bassi si affidano a regole non vincolanti per gli operatori, che fungono da guida alle autorità di vigilanza nell’accertamento dei singoli casi di concerto, tramite, rispettivamente, i casi di “*board control-seeking proposal*” e di “sospetta” azione di concerto. In particolare, i casi di “sospetta” azione di concerto sono formulati in modo molto ampio e, includendo attività

¹²⁷ Si segnala in particolare come il Regno Unito adotti l’approccio più estensivo, includendo tra i soggetti a cui si applica la presunzione positiva di concerto anche i fondi pensione ed i consulenti (cfr. nt. 110).

quotidianamente svolte dagli attivisti, non risultano, dal punto di vista degli attivisti, particolarmente chiarificatori. Il diritto italiano, invece, si distingue per l'utilizzo delle presunzioni assolute nel campo dell'accertamento del concerto, seguendo le indicazioni dell'ESME, formulando una lista che include non solo alcuni diritti garantiti agli azionisti dalla direttiva sui diritti degli azionisti, ma anche diritti delle minoranze tipici della normativa italiana, il cui esercizio non può, strutturalmente, dare luogo ad un cambio di controllo.

A seguito dell'attuazione della direttiva O.p.a., pertanto, (i) non c'è convergenza tra le definizioni nazionali di azione di concerto, (ii) non tutti gli Stati membri hanno adottato una definizione coerente con quella prevista dalla direttiva, (iii) la capacità delle singole nozioni di distinguere cooperazione di sorveglianza e cooperazione abusiva differisce significativamente. Inoltre, al fine di ottenere un maggior grado di selettività, (iv) alcuni Stati membri hanno impiegato una *guidance* specifica o una lista di presunzioni negative assolute di concerto.

Una prima spiegazione di queste differenze è connessa alla struttura istituzionale della regolamentazione finanziaria dei diversi Stati membri: chiaramente, mentre in Germania ed in Francia l'azione di concerto è disciplinata tramite norme di legge ed applicata tramite pronunce giurisprudenziali, nel Regno Unito il *Takeover Panel*, regola e supervisiona lo svolgimento delle offerte pubbliche d'acquisto con la flessibilità e la celerità tipiche di un organo informale composto da esperti della materia¹²⁸. Tali caratteristiche possono rivelarsi molto utili nell'accertamento del concerto.

Da un altro punto di vista, invece, l'approccio ampio del diritto francese e tedesco è giustificabile alla luce dei rilevanti eventi giudiziari collegati a nozioni troppo ristrette di azioni di concerto, e le norme adottate a seguito di essi possono costituire, dalla prospettiva prescelta per quest'analisi, un esempio di reazione eccessiva. Si osserva tuttavia che, senza voler sminuire l'importanza degli influssi socio-economici sullo sviluppo delle norme giuridiche, essi non costituiscono una giustificazione

¹²⁸ Questo approccio diretto ed informale agli operatori del mercato è stato conservato anche a seguito dell'esplicito riconoscimento della natura giuspubblicistica del *Takeover Panel* operato dal *Companies Act 2006* (cfr. capitolo 1, parte 28). Il *Takeover Panel* ha infatti il potere di emanare disposizioni (art. 943) ed irrogare sanzioni (artt. 952 s.) che possono fondare un'azione giudiziaria (art. 955), richiedere documenti ed informazioni (art. 947) ed il pagamento di corrispettivi e tributi (art. 957).

sufficiente per l'applicazione di un trattamento repressivo ad attività i cui benefici sono ampiamente riconosciuti.

Si segnala infine che divergenze così significative tra diversi Stati membri possono sollevare ulteriori problemi in termini di esercizio transnazionale dei diritti degli azionisti, poiché il medesimo comportamento finalizzato al controllo dell'operato del *management* può essere soggetto all'o.p.a. obbligatoria in alcuni paesi ed andarne esente in altri. Di conseguenza, da un lato l'attivismo degli azionisti nelle società alle quali si applicano regole più severe è disincentivato, e dall'altro i costi di transazione che l'azionista deve sopportare per la comprensione della normativa sul concerto applicabile in altri Stati membri potrebbero, da soli, superare i benefici della cooperazione di sorveglianza.

Per verificare la portata pratica di queste problematiche è opportuno analizzare i risultati della consultazione del 2011 sul quadro dell'Unione europea in materia di diritto societario con riferimento all'azione di concerto.

5. *I risultati della consultazione del 2011 sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario.* – L'attuazione delle direttive è tenuta sotto controllo dalla Commissione europea tramite studi e consultazioni che hanno evidenziato i problemi degli attivisti con la nozione di concerto¹²⁹, e le opinioni ivi espresse costituiscono la base di dati più affidabile per verificare la portata pratica del problema¹³⁰. La consultazione del 2011 sul

¹²⁹ Tra gli studi che hanno rilevato le opinioni degli azionisti sul tema del concerto si ricordano i seguenti: MAZARS, *Transparency Directive Assessment Report. Prepared for the European Commission Internal Market and Services DG*, cit. (nt. 36); COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione sull'applicazione della direttiva 2007/44/CE*, cit. (nt. 63); COMMISSIONE EUROPEA, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, cit. (nt. 66); MARCCUS PARTNERS, *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, cit. (nt. 71); COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione sull'applicazione della direttiva 2004/25/EC*, cit. (nt. 73).

¹³⁰ Le regole in tema di concerto producono effetti anche sulla formulazione degli accordi tra attivisti, dall'analisi dei quali è chiaro come evitare la disciplina dell'azione di concerto sia una delle loro maggiori preoccupazioni: cfr. E. WYMEERSCH, *A new look at the debate about the Takeover Directive*, cit. (nt. 73), 5. Un'analisi sistematica di questi contratti, tuttavia, non si presta ai fini che qui interessano in quanto non potrebbe tenere in considerazione né quegli accordi che non sono stati conclusi proprio a causa dell'effetto disincentivante delle norme sul concerto (ossia i casi di maggiore interesse), né tantomeno quelli che non sono stati conclusi per ragioni diverse. D'altro canto, anche un'analisi dei precedenti giurisprudenziali sul tema sarebbe poco fruttuosa: non risultano infatti, ad oggi, pronunce significative della Corte di Giustizia dell'Unione europea, e la giurisprudenza dei singoli Stati membri, (i) di nuovo, si concentrerebbe sui casi in cui si è

quadro dell'Unione europea in materia di governo societario¹³¹ costituisce sicuramente lo studio più rilevante in materia.

La Commissione, basandosi sui risultati di precedenti studi¹³², ha riconosciuto la necessità di regole più chiare ed uniformi in materia di azione di concerto¹³³, ed infatti quasi il 20% delle risposte¹³⁴ ha preso posizione sul tema¹³⁵.

Un'esigua minoranza di repliche esclude la presenza di interferenze tra concerto ed attivismo¹³⁶, affermando che la definizione non interferisce, di per sé, con l'esercizio dei diritti degli azionisti e che non è opportuna alcun provvedimento in merito a livello europeo¹³⁷: la

dato corso ad una qualche azione di cooperazione, senza dare informazioni significative sul potere deterrente delle regole in tema di concerto, e (ii) sarebbe troppo vincolata alle normative vigenti nei diversi Stati membri che, come visto, divergono in maniera sostanziale.

¹³¹ COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde*, cit. (nt. 5), e COMMISSIONE EUROPEA, *Feedback statement. Summary of responses to the Commission Green Paper on the EU corporate governance framework*, Bruxelles, 15 novembre 2011.

¹³² COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde. Il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione*, Bruxelles, 2 giugno 2010, COM(2010) 284 definitivo, 9. Il libro verde afferma che "le incertezze concernenti alcune nozioni giuridiche (per esempio quella di "agire di concerto") [...] possono anche contribuire, seppure in misura diversa, a dissuadare gli investitori dal prendere parte attiva agli istituti finanziari nei quali essi investono".

¹³³ COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde*, cit. (nt. 5), p. 16.

¹³⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde*, cit. (nt. 5), p. 16, domanda 17: "in che modo l'UE potrebbe facilitare la cooperazione tra azionisti?", dalla quale si evince il favore del legislatore comunitario per la cooperazione di sorveglianza: si veda nt. 5.

¹³⁵ 79 risposte sulle 408 analizzate hanno preso in considerazione, direttamente o indirettamente, il problema della definizione di azione di concerto.

¹³⁶ Tali repliche fanno per la gran parte riferimento al Regno Unito ed ai paesi nordici: si veda ad esempio FINNISH MINISTRY OF FINANCE, *Consultation response to the Green Paper*, 14 luglio 2011, 12.

¹³⁷ UK GOVERNMENT, *Response to European Commission Green Paper: the EU corporate governance framework*, luglio 2011, 13: "non crediamo [...] sarebbe utile ottenere una maggiore uniformità delle disposizioni europee [in materia di concerto]". Il *Takeover Panel*, inoltre, ha affermato che "ogni tentativo di creare regole uniformi sul concetto di azione di concerto potrebbe essere controproduitivo nell'ambito della regolamentazione delle offerte pubbliche, poiché limiterebbe la discrezionalità di cui gli Stati membri dispongono ai sensi della definizione generale oggi vigente. Essa garantisce una significativa flessibilità, dando la possibilità ai legislatori di assumere decisioni basate sui fatti di ogni caso particolare. Si renderebbe infatti più difficile accertare se l'azione di concerto sia avvenuta o meno, pregiudicando i diritti degli azionisti della società *target*": PANEL ON TAKEOVERS AND MERGERS, *Response to the Commission's Green Paper on the EU corporate governance framework*, 9 September 2009, 1. *Contra* FAIR PENSIONS, *Submission to the European Commission's consultation 'The EU corporate governance framework'*, luglio 2011, 8. Questo approccio, fatto proprio da molte delle (ma non tutte le) risposte provenienti

regolamentazione di dettaglio della nozione di concerto dovrebbe, insomma, rimanere discrezione degli Stati membri.

La grande maggioranza delle risposte, viceversa, ha riconosciuto il problema dell'interferenza tra concerto ed attivismo ed ha chiesto alla Commissione di chiarificare la situazione¹³⁸ o di garantire un trattamento differenziato a cooperazione abusiva e di sorveglianza¹³⁹. Non c'è accordo, tuttavia, sulle modalità tecniche di questo intervento.

Un primo gruppo di operatori ha individuato nell'ulteriore armonizzazione delle definizioni di concerto una – seppur dichiaratamente difficile – soluzione al problema¹⁴⁰. Questo approccio è stato invece apertamente criticato chi afferma che la normativa sul concerto sia troppo influenzata da fattori economici e socio-culturali per poter essere ulteriormente armonizzata¹⁴¹.

Altri ancora hanno sollecitato l'emanazione di una *guidance* a livello europeo¹⁴² che segua il modello dei Paesi Bassi¹⁴³ o del Regno Unito¹⁴⁴, oppure a livello nazionale, ma basata su linee guida europee¹⁴⁵.

dal Regno Unito (si veda INTERNATIONAL REGULATORY STRATEGY GROUP, *Response to the European Commission's consultation on the EU Corporate Governance Framework*, 7, che considera la cooperazione tra azionisti “[una questione] di competenza nazionale, che riflette le differenti strutture proprietarie e la legislazione applicabile a livello nazionale”) è coerente con la struttura flessibile del diritto ivi vigente (*supra* paragrafi 4.2 e 4.3), e conduce a concludere che gli Stati membri debbano essere considerati integralmente responsabili dell'attuazione delle regole relative all'azione di concerto, e particolarmente per le loro possibili sovrapposizioni con l'esercizio dei diritti degli azionisti. Da ciò consegue che le relative misure devono essere adottate a livello nazionale: PANEL ON TAKEOVER AND MERGERS, *ibidem*, e, nello stesso senso, UK GOVERNMENT, cit. (nt. 137).

¹³⁸ Ad esempio INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS ASSOCIATION, *Response to the EC Green Paper on the corporate governance framework*, 7.

¹³⁹ FORUM POUR L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE, *Réponse du Forum pour l'Investissement Responsable*, senza data: “une distinction claire doit être établie pour séparer juridiquement la coopération entre investisseurs afin de contribuer à l'amélioration des pratiques des sociétés et le concert entre actionnaires pour obtenir le contrôle d'une société”.

¹⁴⁰ EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS, *Response to the European Commission's Green Paper “The EU corporate governance framework”*, 22 luglio 2011, 17.

¹⁴¹ CZECH NATIONAL BANK, *Response of the Czech National Bank to the European Commission consultation “Green Paper – The EU corporate governance framework”*, 8, che ritiene “irrealistica” una disciplina maggiormente armonizzata.

¹⁴² Ad esempio BLACKROCK, *Response to the European Commission Consultation Paper on the EU Corporate Governance Framework*, 22 luglio 2011, 8.

¹⁴³ EUROPEAN FEDERATION FOR RETIREMENT PROVISION, *Response to the European Commission Consultation on the EU corporate governance framework*, 22 luglio 2011, 10; EUMEDION, *Response to the European Commission's Green Paper on the EU corporate governance framework for listed companies*, 13.

Un ultimo gruppo di risposte ha proposto la formulazione di una lista di comportamenti esclusi dall'azione di concerto, seguendo il modello italiano¹⁴⁶, tramite una direttiva¹⁴⁷ o tramite una Raccomandazione della Commissione europea¹⁴⁸. Una di queste, in particolare, ha suggerito di combinare detta lista alla chiarificazione della nozione generale di concerto¹⁴⁹.

I risultati della consultazione confermano che il problema dell'interferenza tra diritti degli azionisti e normativa sul concerto sussiste, e pesa a tal punto da costringere gli attivisti ad usare "tecniche elaborate e raffinate per evitare [anche solo] l'apparenza di agire di concerto" siglando accordi che cercano di non dare luogo ad obbligazioni *strictu sensu* intese¹⁵⁰.

L'attuale normativa in vigore può pertanto disincentivare l'attivismo degli azionisti a livello europeo, e ciò rende necessario non solamente un miglioramento delle definizioni nazionali, ma anche il chiarimento della normativa europea secondaria tramite diversi strumenti: la precisazione di termini ambigui quale "controllo", la predisposizione di *guidance* a livello europeo o nazionale (ma nel quadro di un intervento europeo), o la predisposizione di una lista di attività che non costituiscono azione di concerto.

6. *Conclusioni e prospettive di riforma.* – Le nozioni di "concerto" fatte proprie dal diritto societario europeo hanno un contenuto troppo ampio, non sono coerenti tra loro e risultano potenzialmente applicabili non solo alla cooperazione elusiva, ma anche alla cooperazione di sorveglianza; esse possono inoltre essere recepite dagli Stati membri con grande discrezionalità. Di tale discrezionalità si è fatto ampio uso, senza tuttavia

¹⁴⁴ DEMINOR, *Response to the consultation on the EU corporate governance framework*, 22 luglio 2011, 11, che suggerisce di replicare a livello europeo l'approccio del *Takeover Panel*.

¹⁴⁵ THE CITY OF LONDON LAW SOCIETY, *Response to the EU Green Paper: The EU Corporate Governance Framework*, 20 luglio 2011, 10.

¹⁴⁶ TCAM, *Response to the Green Paper on the EU corporate governance framework*, 10, e GLASS LEWIS & CO., *Response to the Green Paper on the EU corporate governance framework*, 9.

¹⁴⁷ ICGN, *Response to the Green Paper on the European corporate governance framework*, 9.

¹⁴⁸ HERMES, *Comments to the consultation document on the Green Paper on the EU corporate governance framework*, 9, e NSF, *Response to the Commission Green Paper on the EU corporate governance framework*, 10.

¹⁴⁹ DEMINOR, cit. (nt. 144).

¹⁵⁰ WYMEERSCH, cit. (nt. 73), 5 e nt. 18.

convergere verso un modello unico, producendo una pluralità di nozioni di concerto sostanzialmente differenti. Molti Stati membri hanno impiegato le definizioni originariamente previste da una particolare direttiva in ambiti diversi, preoccupandosi più di ottenere un efficace effetto deterrente sulla cooperazione elusiva che di non disincentivare la cooperazione di sorveglianza. I paesi più attenti alle istanze degli azionisti, al fine di aumentare la selettività delle regole in materia, hanno escluso alcune attività dall'ambito del concerto o hanno fornito una *guidance* sul punto.

Il regime della disciplina dell'azione di concerto oggi in vigore pare poco efficiente, in quanto non considera adeguatamente le istanze degli attivisti. Questi ultimi hanno già sollecitato la considerazione del problema a livello europeo, e può concludersi che, se l'Unione europea intende veramente promuovere attivismo ed investimento responsabile, l'intervento che ci si attende deve essere risoluto, e deve influenzare in maniera significativa i diritti nazionali. Nei prossimi due paragrafi si analizzeranno, rispettivamente, i suggerimenti indicati dall'analisi qui proposta e la soluzione recentemente attuata dall'ESMA.

6.1. *Per l'introduzione di una lista di attività escluse dalla nozione di concerto nella normativa europea secondaria.* – Sembra in primo luogo necessario mantenere una definizione generale di concerto, al fine di contrastare efficacemente i tentativi di elusione delle norme sostanziali. Detta definizione deve conservare la sua natura connotativa¹⁵¹, ma dovrebbe essere all'un tempo semplificata e chiarita.

La definizione di azione di concerto dovrebbe essere innanzitutto semplificata per evitare le radicali differenze che oggi intercorrono tra concetti applicati in diversi ambiti del diritto societario, poiché le discrepanze tra i comportamenti elusivi attuati in pratica non paiono giustificare nozioni tanto divergenti. Il fatto che molti Stati membri usino tali diverse nozioni in modo intercambiabile dimostra che le loro peculiarità non vengono apprezzate. Per chiarirne il contenuto, inoltre, è necessario tenere in considerazione le due caratteristiche condivise da

¹⁵¹ Poiché tale nozione non può descrivere in maniera analitica tutte le ipotesi di cooperazione elusiva. Per maggiori informazioni sulle definizioni connotative si veda I. COPI-C. COHEN, *Introduzione alla logica*, Il Mulino, Bologna, 2002, 151 ss.

ogni comportamento di concerto, che si basa su di una cooperazione¹⁵² ed ha finalità elusive¹⁵³.

Questa definizione dovrebbe inoltre riflettere l'unica differenza tra la nozione di concerto rilevante ai fini o.p.a. e quella ai fini delle obbligazioni di trasparenza, che consiste nelle conseguenze dello *stakebuilding*: nel primo caso, esso è idoneo a garantire il controllo sulla società, mentre nel secondo semplicemente ad incrementare una posizione di influenza. Se, a tal fine, sarà necessario mantenere i concetti di "controllo" o di "durevole politica comune" (*rectius*, influenza), essi dovrebbero essere armonizzati¹⁵⁴, ed il loro contenuto modificato considerando che la differenza tra di essi consiste solamente nel numero di azioni detenute ai sensi della direttiva applicabile. Nonostante possa essere difficile raggiungere un compromesso politico su temi così delicati, aumentare la chiarezza di queste regole avrebbe il vantaggio di sottoporre detti requisiti ad un regime di armonizzazione massima, facilitando l'esercizio dei diritti degli azionisti. Come conseguenza, una riduzione delle differenze tra i diritti degli Stati membri diminuirebbe i costi di investimento transnazionale e faciliterebbe sensibilmente l'esercizio dei diritti degli azionisti.

Tuttavia, data la natura eminentemente pratica del problema, è difficile raggiungere un livello sufficiente di precisione - e con essa la deterrenza ottimale - usando solamente una definizione generale. Per chiarire quando la cooperazione tra azionisti non giustifica l'applicazione delle norme sul concerto può essere opportuno utilizzare, anche congiuntamente alla chiarificazione della definizione generale, strumenti aggiuntivi: la *guidance* o l'esclusione tassativa di comportamenti tipizzati dalla fattispecie di concerto. Esempi di entrambe le tecniche sono stati rinvenuti nel corso dell'analisi della disciplina applicabile negli Stati

¹⁵² La cooperazione dovrebbe dunque essere il *genus* della definizione.

¹⁵³ Questa caratteristica costituisce la *species* della definizione, e distingue il concerto dall'attivismo. Sulla definizione per genere e specie si vedano I. COPI-C. COHEN, (cit. 151), 156 ss.

¹⁵⁴ Per quanto riguarda la nozione europea di "controllo", è certo necessaria una semplificazione. Come si è detto (paragrafo 3.3, in particolare nt. 77), solo nell'ambito della nozione di concerto il termine è utilizzato con tre diversi significati sostanzialmente diversi: si vedano le definizioni dell'art. 87, comma 1 della direttiva sull'ammissione alla quotazione di valori mobiliari, e gli artt. 5, comma 3 e 2, comma 1, lett. d) della direttiva O.p.a. Il requisito della "durevole politica comune", se mantenuto, dovrebbe essere applicato solamente ai fini delle regole di trasparenza.

membri, il che dimostra che il regime oggi in vigore ha quantomeno avuto il pregio di consentire una proficua sperimentazione di diverse soluzioni.

Le caratteristiche della *guidance* che qui rilevano sono tre: può essere emanata senza modificare le direttive in vigore, lascia gli Stati membri molto liberi nell'adozione delle relative misure attuative, e non ha alcuna efficacia vincolante¹⁵⁵. Questa è la strada prescelta dalla Commissione europea nell'*Action Plan* del 2012¹⁵⁶ e che, come si vedrà nel dettaglio nel prossimo paragrafo, è stata percorsa dall'ESMA. Di questa *soft law* gli Stati membri terranno conto secondo la propria sensibilità nazionale, ed i diversi regimi che ne conseguiranno saranno forse nuovi ma, verosimilmente, ancora sostanzialmente diversi tra di loro, poiché non si sarà intervenuti sulla normativa applicabile. La *guidance* è infatti un rimedio estremamente flessibile, che mal si concilia con le fondamentali esigenze di certezza di cui si è discusso.

Al contrario, modificare le direttive che contengono la nozione di concerto in modo da includere una lista di comportamenti esclusi dalla relativa disciplina privilegerebbe la certezza del diritto sulla flessibilità, calibrando meglio l'ampiezza della definizione generale. Tale modifica dovrebbe essere posta in essere tramite una direttiva di armonizzazione massima¹⁵⁷.

Per quanto riguarda il contenuto delle esenzioni, esse dovrebbero includere tutti i comportamenti degli azionisti che costituiscono l'espressione di diritti garantiti dalla legge alla minoranza, alcuni dei quali armonizzati dalla direttiva sui diritti degli azionisti¹⁵⁸; agli Stati membri dovrebbe essere consentito ampliare detta lista includendo particolari

¹⁵⁵ Si osserva che così come accade per le raccomandazioni e le opinioni della Commissione ai sensi dell'art. 288 TFUE, anche le comunicazioni dell'ESMA emanate secondo quanto previsto dall'art. 16 del regolamento ESMA non hanno alcuna efficacia vincolante (cfr. nt. 57). Per l'applicabilità del meccanismo *comply or explain* si vedano anche gli art. 16.3 e 16.4 del regolamento ESMA.

¹⁵⁶ In particolare, ha riconosciuto la necessità di chiarificare "la relazione tra la cooperazione tra investitori su questioni di *corporate governance* ed il concetto di 'azione di concerto'", riscontrando "la necessità di linee guida che chiarifichino il perimetro concettuale [della nozione di azione di concerto] in modo da incrementare la certezza giuridica dell'istituto e rendere più facile la cooperazione tra azionisti". COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde*, cit. (nt. 5), 11.

¹⁵⁷ Utilizzare una semplice raccomandazione comprometterebbe infatti la vincolatività della modifica.

¹⁵⁸ Cfr. nt. 6.

diritti ivi eventualmente riconosciuti, a patto che non possano strutturalmente essere utilizzati per dissimulare l'azione di concerto¹⁵⁹.

Come già è stato proposto, inoltre, si dovrebbe prendere in considerazione l'ipotesi di autorizzare le società ad introdurre nei propri statuti ulteriori casi di esenzione, almeno per quanto riguarda l'o.p.a. obbligatoria¹⁶⁰: ciò avrebbe la conseguenza positiva di segnalare al mercato le società interessate ad attrarre azionisti interessati ad un investimento responsabile. Dal catalogo delle esenzioni, come è logico, devono essere esclusi i comportamenti in cui può estrinsecarsi la cooperazione elusiva¹⁶¹. Nonostante le esenzioni non includano ogni possibile comportamento dell'attivista, rimarrebbe applicabile la regola generale, riducendo il paradossale rischio che una norma anti-elusione venga a sua volta elusa.

Due osservazioni conclusive. In primo luogo i benefici in termini di chiarezza di quest'ultimo approccio non appesantirebbero le normative degli Stati membri che già prevedono un bilanciamento efficiente tra deterrenza e promozione dell'attivismo: se la lista di esenzioni include solamente diritti degli azionisti di minoranza, il diritto applicabile in quei paesi non subirà alcuna modifica. Gli attivisti, al contrario, potrebbero meglio comprendere i limiti della loro azione. In secondo luogo, la lista delle esenzioni introdotta a livello di direttiva di armonizzazione massima contestualmente ad una definizione di concerto più chiara e coerente, renderebbe superflue ulteriori linee guida.

Chiaramente questo tipo di intervento richiederebbe una modificazione sostanziale delle direttive oggi in vigore, e si inserirebbe bene nel contesto di una riforma (finalmente sistematica) di quel che a buon titolo si può denominare – così come fatto finora – “diritto societario europeo”. Una codificazione è già stata prevista dalla Commissione¹⁶²: potrebbe essere una buona opportunità per esportare, una buona volta,

¹⁵⁹ Cfr. paragrafo 4.2.

¹⁶⁰ La possibilità di lasciare le società quotate libere di modificare il regime dell'azione di concerto è già stato proposto da 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.

¹⁶¹ Tra cui quelli previsti dalla normativa dei Paesi Bassi, per un'analisi della quale si rimanda al paragrafo 4.2.

¹⁶² COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde*, cit. (nt. 5), 15.

una soluzione giuridica italiana. Dopotutto anche l'etimo del termine "concerto" è italiano, e significa proprio "armonizzare"¹⁶³.

6.2. *La "dichiarazione" dell'ESMA: una misura provvisoria?* – Come si è anticipato, la Commissione ha deciso di cercare di attenuare l'interferenza tra attivismo e concerto senza modificare direttamente la normativa applicabile, sollecitando piuttosto l'emanazione di una *guidance* dell'ESMA¹⁶⁴. 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.

Un primo grave limite di questo provvedimento è costituito dalla sua portata applicativa, limitata alla nozione di concerto rilevante ai fini o.p.a. Esso, dunque, non considera il problema dell'azione di concerto nella sua globalità, e tralascia non solo le questioni sollevate dalle obbligazioni di trasparenza e notificazione, ma anche le incoerenze tra le diverse nozioni di concerto e le disomogeneità causate dall'utilizzo da parte degli Stati membri di nozioni di concerto diverse da quelle originariamente previste dal legislatore europeo.

L'atto è formalmente qualificato come "dichiarazione pubblica". Si tratta pertanto di un documento non vincolante¹⁶⁵ che, come anticipato nel paragrafo che precede, può sì essere adottato con maggiore celerità¹⁶⁶, 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

¹⁶³ Cfr. "Concert" in C. ONIONS, *The Oxford Dictionary of English Etymology*, OUP, Oxford, 1966, 200.

¹⁶⁴ ESMA, *Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive*, 12 novembre 2013, ESMA/2013/1642, disponibile su www.esma.europa.eu. Sul valore non vincolante della *guidance* si veda nt. 57.

¹⁶⁵ Emanato ai sensi dell'art. 16 del Regolamento ESMA (su cui a nt. 57). Come specificato da questa disposizione, infatti, le linee guida possono essere indirizzate o alle autorità competenti degli Stati membri o direttamente ai partecipanti al mercato. Si è dunque scelto di non utilizzare altri strumenti più propriamente normativi, quali ad esempio le norme tecniche, che avrebbero invece potuto incidere sulla normativa attualmente applicabile (cfr. sempre nt. 57).

¹⁶⁶ Si noti infatti che il lasso di tempo intercorso tra la dichiarazione d'intenti formulata nel Piano d'azione del 12 dicembre 2012 (cfr. nt. 5) e quella dell'adozione della *guidance* del 12 novembre 2013 è piuttosto breve, specie se paragonato a quello mediamente necessario per l'approvazione di una direttiva.

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 pubbliche¹⁶⁷ e coordinato dall'ESMA. I principali destinatari del provvedimento non sono già le autorità medesime, le quali non intendono "limitare il [loro] potere di obbligare i soggetti che cooperano ai fini di acquisire il controllo di una società di accettare le conseguenze giuridiche della loro azione concertata"¹⁶⁸, ma piuttosto gli investitori bisognosi di essere rassicurati circa la valenza attribuita ai loro comportamenti¹⁶⁹. Sembra, in altre parole, un documento avente natura informativa piuttosto che normativa.

Quanto al contenuto della dichiarazione, essa è ripartita in due sezioni. La prima contiene una c.d. *white list* formulata in modo ampio ed alquanto vago, che include alcuni comportamenti posti in essere dagli azionisti, tra cui le discussioni sulle possibili questioni da presentare al consiglio di amministrazione e le relative segnalazioni¹⁷⁰, una serie di diritti degli azionisti riguardo all'azione in assemblea già armonizzati, a patto che non riguardino la nomina degli amministratori¹⁷¹ ed, alle medesime condizioni, gli accordi di voto relativi a determinate materie¹⁷². Detta lista indica attività che "di per sé" non indurranno le autorità competenti a concludere che un'azione di concerto abbia avuto luogo.

¹⁶⁷ Si tratta delle autorità designate ai sensi dell'art. 4 della direttiva O.p.a.

¹⁶⁸ ESMA, *Information on shareholder cooperation*, cit. (nt. 164), 1.

¹⁶⁹ Ed infatti nel documento si specifica che (i) "questa comunicazione è stata preparata per gli investitori" (corsivo mio): ESMA, *Information on shareholder cooperation*, cit. (nt. 164), 1, e che (ii) "l'ESMA revisionerà periodicamente la dichiarazione per fare in modo che essa rifletta con previsione [...] l'applicazione della direttiva O.p.a. nei diversi Stati membri": ESMA, *Information on shareholder cooperation*, cit. (nt. 164), 2.

¹⁷⁰ ESMA, *Information on shareholder cooperation*, cit. (nt. 164), 5.

¹⁷¹ ESMA, *Information on shareholder cooperation*, cit. (nt. 164), 5, ed in particolare (i) aggiungere argomenti all'ordine del giorno, proporre bozze di delibera e richiedere la convocazione di assemblee diverse da quella ordinaria annuale.

¹⁷² ESMA, *Information on shareholder cooperation*, cit. (nt. 164), 5 s. Gli accordi sono finalizzati ad approvare o respingere una proposta riguardante (i) i compensi degli amministratori, (ii) l'acquisizione o la vendita di beni, (iii) una riduzione di capitale o un acquisto di azioni proprie, (iv) un aumento di capitale, (v) la distribuzione di dividendi, (vi) la nomina, la revoca o la remunerazione dei revisori, (vii) la nomina di un "ispettore speciale", (viii) la contabilità della società o (ix) le politiche ambientali, di responsabilità sociale d'impresa e relative al rispetto di codici di condotta, oltre al rifiuto dell'autorizzazione richiesta per effettuare operazioni con parti correlate.

Essa, però, ha una valenza meramente indicativa in quanto non soltanto esclude l'ambito della nomina degli amministratori, ma è anche assistita da alcuni pesanti *caveat*: l'ESMA infatti ricorda, in modo alquanto sibillino, che "ogni caso sarà considerato sulla base delle sue particolari caratteristiche fattuali"¹⁷³, che "le competenti autorità nazionali [...], per assumere una decisione [in relazione alla qualificabilità o meno di un comportamento coordinato come concerto], terranno in considerazione anche ogni altro fattore rilevante"¹⁷⁴ e che "se gli azionisti che danno luogo ad attività incluse nella *white list* stanno di fatto cooperando al fine di acquistare od esercitare il controllo sulla società"¹⁷⁵ saranno comunque considerati concertisti.

Si può dunque concludere che dette attività possono ben costituire azione di concerto comunque, e che questo elenco, di fatto, non contiene alcuna esclusione tassativa. L'accertamento da parte dell'autorità competente è un elemento sempre necessario, e la certezza sulla valenza di un determinato comportamento seguirà necessariamente tale vaglio¹⁷⁶. Una simile formulazione non è in grado di fornire agli attivisti, in pratica, sufficiente certezza *ex ante* sulla valenza dei propri comportamenti.

La seconda parte del documento, poi, accenna alla tematica della cooperazione per la nomina di consiglieri di amministrazione. Specifica, in particolare, che quest'area è stata esclusa dalla *white list* a causa delle significative divergenze riscontrabili nei diritti nazionali, e, non potendo in alcun modo conciliare queste differenze, indica - in via

¹⁷³ ESMA, *Information on shareholder cooperation*, cit. (nt. 164), 6.

¹⁷⁴ ESMA, *Information on shareholder cooperation*, cit. (nt. 164), 2.

¹⁷⁵ ESMA, *Information on shareholder cooperation*, cit. (nt. 164), 4.

¹⁷⁶ Si nota che alcuni hanno ipotizzato la possibilità di introdurre un vaglio preventivo da parte dell'autorità nazionale competente sulla rilevanza o meno del comportamento degli attivisti ai fini dell'applicazione della normativa sul concerto. Di contro è altresì stato riconosciuto - ed è un'opinione da condividere - che tale vaglio da un lato non sia possibile nei paesi dove l'autorità competente in materia sia giudiziaria (cfr. nt. 179), e dall'altro potrebbe avere, specie se le decisioni sul punto venissero pubblicate, un nuovo effetto deterrente sull'attivismo: cfr. EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS, *Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive*, novembre 2013, 7, disponibile su www.ssrn.com. Diversamente da quanto ritenuto da questi autori, tuttavia, non sembra opportuno lasciare agli Stati membri la libertà di decidere dell'obbligatorietà e delle modalità di un simile scrutinio, in quanto non si farebbe che incrementare le differenze nel regime del concerto dei vari paesi, aumentando l'incertezza e fornendo facili occasioni di protezionismo.

esemplificativa¹⁷⁷ – alcuni elementi di fatto di cui le autorità nazionali terranno conto nel determinare la valenza dei relativi comportamenti¹⁷⁸. Per maggiori informazioni circa l'approccio tenuto sulla questione dai vari Stati membri, il documento rimanda ad un allegato nel quale, curiosamente, si ritrova una tabella con i link ai documenti messi a disposizione dalle autorità nazionali sui propri siti web riguardo l'azione di concerto: preme notare che, di trenta paesi elencati, solamente sei hanno fornito materiale sul tema.

Dubbia è pertanto la portata chiarificatrice di simili linee guida. Anziché semplificare il complesso panorama normativo, infatti, le indicazioni di massima contenute nella dichiarazione si sovrappongono alle norme in vigore, richiamandole, senza escludere con un sufficiente grado di certezza il ricorrere dell'azione di concerto in casi specifici¹⁷⁹. Un simile documento, se da un lato testimonia la sensibilità delle autorità nazionali ad alcuni dei problemi visti, non chiarisce agli investitori la linea di confine tra azione di concerto ed attivismo: perché ciò avvenga, come si è detto, è necessario incidere sulla disciplina comunitaria e sulla sua attuazione a livello di Stati membri. La *guidance* dell'ESMA, invece,

¹⁷⁷ La natura esemplificativa di questa elencazione rivela nuovamente la natura prevalentemente informativa di questo documento.

¹⁷⁸ La *guidance* fa espresso riferimento ad alcune modalità di cooperazione tra azionisti nell'ambito della nomina di consiglieri di amministrazione, ed in particolare l'accordo per l'esercizio del voto finalizzato alla nomina e la proposta di delibera per la sostituzione di amministratori esistenti o per la nomina di ulteriori amministratori. Vengono elencati, inoltre, alcuni fattori di cui le autorità degli Stati membri possono tenere conto ai fini di verificare se la cooperazione costituisca o meno azione di concerto: tra di essi figurano la relazione intercorrente tra azionisti e consiglieri di amministrazione proposti, il loro numero, nonché se dalla loro eventuale nomina potrebbe conseguire una "modificazione dell'equilibrio di potere nel consiglio di amministrazione". Quest'ultimo riferimento, in particolare, pare formulato in modo talmente generico da ricordare i termini impiegati dal diritto secondario per le definizioni di concerto.

¹⁷⁹ L'ESMA "incoraggia" comunque agli azionisti che avessero incertezze sulla valenza della propria condotta di contattare l'autorità competente prima cooperare, ed ha predisposto un allegato dedicato nel quale ha fornito una "rubrica" con indirizzi e-mail e numeri di telefono dei *regulator* europei: ESMA, *Information on shareholder cooperation*, cit. (nt. 164), 8 ss. Non si nascondono le perplessità circa l'idoneità di una simile misura a risolvere il problema dell'azione di concerto, specialmente se si considera che le autorità di certi Stati membri non hanno, per loro stessa ammissione, alcuna esperienza in materia (cfr. ESMA, *Information on shareholder cooperation*, cit. (nt. 164), 14). Non sono forniti, inoltre, i riferimenti dell'autorità responsabile dei Paesi Bassi in quanto la competenza in materia di o.p.a. è riservata alla sezione commerciale della Corte D'Appello di Amsterdam. Come si è detto (cfr. nt. 176) detta consultazione mal si concilia con la natura giurisdizionale dell'organo competente.

aggiungendo alla già complessa normativa sul concerto un ulteriore livello di regolamentazione, non fa che preferire nuovamente la flessibilità alla certezza del diritto. Si auspica che questo provvedimento non sia che il preludio di un'organica e meglio ponderata risistemazione della materia.

ABSTRACT. The legal notion of “acting in concert” is used in the Transparency and Acquisitions Directives to widen the scope of notification requirements, and in the Takeover Bids Directive to stretch the subjective boundaries of the mandatory bid rule. If these definitions are not adequately selective, they could interfere with the exercise of shareholder rights and lead to a sub-optimal level of management monitoring in listed companies. Over-reaching acting in concert regulation would, in other words, harm the very shareholders it wishes to protect, potentially hindering efficient management monitoring and reducing enterprise value. This risk arises from the fact that both acting in concert to sidestep legal obligations and exercising shareholder rights to discipline the management are based on shareholder cooperation.

The circumventing/monitoring cooperation dichotomy, however, was not taken into adequate account by both the European and member State legislatures while designing and implementing the notions of acting in concert. Moreover, the results of public consultations on the matter clearly stress that the perimeter of the provisions regarding acting in concert is one of the major deterrent to shareholder activism.

This paper is aimed at understanding how these interferences might be reduced. To do so, it separately analyses different EU legal notions of acting in concert which can be found in the Transparency, Acquisitions and Takeover Bids directives, as well as their enactment by member States. It argues that these definitions need to be clarified, and that this should be done (i) reconciling existing umbrella notions of acting in concert, and (ii) adding a list of safe-harbour provisions at EU level outlining a number of cases where shareholder cooperation does not amount to “acting in concert”. ESMA has recently issued a guidance on the subject: this seems not to be the best course of action to take, as it does not reconcile existing concert notions, and, given its lack of binding force, it ends up increasing the complexities of the acting in concert conundrum.