



DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT

Cattedra di Diritto Societario

**L'OFFERTA PUBBLICA D'ACQUISTO (OPA):
NORMATIVA, PROBLEMI APPLICATIVI E
ANALISI TECNICA DELL'OPA DI CONCERTO**

RELATORE

**Chiar.mo Prof.
Alessio di Amato**

CORRELATORE

**Chiar.mo Prof.
Francesco Chiappetta**

CANDIDATO

**Antonio Nicolò Sernia
Matr. n. 725801**

ANNO ACCADEMICO 2020/2021

INDICE

Introduzione

CAPITOLO PRIMO

STORIA ED EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA IN MATERIA DI OPA

- 1.1 OPA e mercato del controllo societario: definizione e finalità
- 1.2 L'evoluzione normativa
 - 1.2.1 Il T.U.F del 1998 ed il Regolamento Emittenti
 - 1.2.2 La Direttiva 2004/25/CE 19
- 1.3 L'offerta pubblica di acquisto: le fattispecie
 - 1.3.1 (segue) le ragioni sottostanti al lancio
- 1.4 L'OPA obbligatoria: i soggetti coinvolti e le tutele stabilite dal legislatore
 - 1.4.1 Un'altra distinzione: OPA ostili od OPA amichevoli?
 - 1.4.2 La norma "Anti-scorrerie"
- 1.5 Alcune evidenze tra passato e futuro

CAPITOLO SECONDO

L'OPA DI CONCERTO: STORIA ED EVOLUZIONE

- 2.1 *Ratio* della disciplina sul concerto
- 2.2 La stratificazione della disciplina: prima del TUF
 - 2.2.1(segue) La disciplina del Testo unico della Finanza: dalla bozza Draghi al Testo Unico
 - 2.2.2 Dall'azione di concerto all'acquisto di concerto
 - 2.2.3 Le quattro fattispecie
- 2.3 Dal TUF all'armonizzazione della disciplina europea (Direttiva OPA 2004/25/CE 19)

- 2.3.1 Presunzioni relative di concerto
- 2.3.2 Presunzioni relative di non concerto
- 2.4 Il concerto nel sistema inglese e in quello italiano: i nodi del nostro sistema

CAPITOLO TERZO

APPLICAZIONE DELLA NORMATIVA SULL'OPA DI CONCERTO

- 3.1 Clausola generale e presunzione assoluta: nozione e difficoltà applicative dell'art. 101-*bis*, commi 4 e 4-*bis*
- 3.2 Interposizione e concerto
- 3.3 La qualificazione di alcune azioni ricomprese nel concerto
 - 3.3.1 Le azioni non immesse nel patto sociale
 - 3.3.2 Le azioni proprie detenute dalla società
 - 3.3.3 Il concerto "grosso"
- 3.4 Patti parasociali, una fattispecie dai confini labili
 - 3.4.1 Mutazioni oggettive e soggettive
 - 3.4.2 Modificazioni del patto ex post. Gli accordi nulli e le eventuali clausole risolutive del patto parasociale al raggiungimento della soglia.
 - 3.4.3 I patti parasociali di cui all'art 122
- 3.5 Limiti e disfunzioni della presunzione assoluta di concerto nella fattispecie dei patti parasociali
 - 3.5.1 L'art 44-quater Regolamento Emittenti e la comunicazione CONSOB 29486/2000
 - 3.5.2 Il contesto Europeo e l'ESMA

CAPITOLO QUARTO

ANALISI DEI CASI

4.1. Cenni introduttivi

4.2 Il caso Unipol-BNL: il patto e contropatto

4.3 Il caso Aeroporto Toscano: l'efficacia dei patti parasociali

4.4 PREMAFIN-GROUPAMA: le modifiche infrapatto

Conclusione

Bibliografia

Introduzione

Dall'emanazione del D. Leg. Del 24 febbraio 1998 n.58 (TUF) la disciplina dell'offerta di pubblico acquisto (di seguito OPA) è stata oggetto di numerosi interventi di riforma, anche in ragione delle istanze provenienti dall'Europa, che hanno comportato significative revisioni della materia e contribuito a tracciare un sistema di elevata complessità.

Tali evoluzioni hanno naturalmente riguardato anche la cosiddetta azione di concerto, che si colloca all'interno della disciplina OPA, nozione tra le più rilevanti del nostro ordinamento per la capacità di determinare conseguenze in grado di alterare gli assetti proprietari correnti di una società¹. Agire di concerto implica, infatti, la volontà di due o più persone di coordinare i loro comportamenti e le loro azioni al fine di ottenere un determinato risultato all'interno del panorama societario. Gli effetti che possono scaturire da tali accordi sul mercato del controllo societario hanno spinto il legislatore a misurarsi con tale istituto cercando di definire delle linee guida che riuscissero a perimetrarne la corretta gestione.

Nel corso degli anni tutta la materia relativa all'OPA ha subito numerose modifiche grazie anche agli impulsi provenienti dall'Unione Europea, perseguendo il fine della maggiore armonizzazione possibile. Al Testo Unico della Finanza come elaborato dal legislatore italiano è stata affiancata una disciplina di rango europeo la quale, anche in virtù dell'adozione del Regolamento Emittenti, permettesse una disciplina dell'«azione di concerto» dai contorni più netti e meno soggetta alle oscillazioni interpretative. Rilevante è stato l'intervento della Consob, che

¹ Per un'ampia disamina delle ragioni teoriche che militano a favore della esistenza dell'OPA totalitaria, occupando la bibliografia in argomento ormai alcuni scaffali, si indicano solo il primo ampio studio italiano di *law and economics*, ovvero L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori* e, tra i più recenti contributi, A.POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, Giuffrè, Milano, 2014, pp. 19-42 e M. VENTORUZZO, *L'armonizzazione europea*, cit., pp. 432-436.

espletando il compito di autorità di vigilanza, ha dovuto esprimersi su controversie e su situazioni di dubbia interpretazione per poter trovare una soluzione che fosse quanto più coerente con la normativa vigente. Non rari sono stati i casi, nel corso degli anni, in cui la Consob sia dovuta intervenire sospendendo in via cautelare offerte pubbliche di acquisto elusive della disciplina vigente.

La continua produzione di norme in relazione agli istituti, ha comunque raggiunto il massimo picco nel 2004 con la Direttiva 2004/25/CE, che ha tentato di inquadrare in modo chiaro le offerte pubbliche d'acquisto. Il recepimento della Direttiva ha rappresentato l'occasione per fare chiarezza sulle varie definizioni e per disciplinare i rapporti tra soggetti, al fine di inquadrarli nella fattispecie delle OPA.

Per comprendere pienamente la portata della normazione sull' "azione di concerto" è necessario prendere le mosse dalla disciplina OPA e dagli obiettivi dalla stessa perseguiti in relazione all'impatto che ha sul mercato del controllo societario.

Nell'affrontare tale materia il legislatore ha dovuto temperare due elementi essenziali e potenzialmente confliggenti che ha portato a configurare una sistema di elevata complessità che concorresse da un lato ad assicurare la contendibilità della società e dall'altro la tutela degli investitori, in particolare di minoranza, garantendo ad essi una serie di tutele atte a consentire agli stessi *"di non rimanere prigionieri del proprio investimento"*²

Nel fornire un vasto perimetro alla nozione di «azione di concerto» l'intento è stato proprio quello di innalzare il livello di protezione degli azionisti assicurando la trasparenza dei procedimenti in atto e la tutela degli azionisti di minoranza, attraverso degli obblighi imposti *ex-lege* dalle norme in materia di offerte pubbliche d'acquisto e di patti concertati. Lo studio delle offerte pubbliche d'acquisto, soprattutto quelle riconducibili al novero delle OPA obbligatorie, evidenzia come queste ultime rappresentino lo

² F. CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario*, CEDAM, V edizione,

strumento ideale per comprendere a pieno il fenomeno del «concerto» in vista delle conseguenze che il coordinamento tra soggetti può far riflettere sulle strutture organizzative di una società quotata.

Per tale motivo nel presente lavoro è necessario partire dall'analisi degli sviluppi normativi più significativi e degli obiettivi perseguiti dall'OPA alla luce delle conseguenze sugli assetti di potere di una società quotata. La disciplina riveste, infatti, caratteri del tutto peculiari situandosi al crocevia tra diritto societario, diritto dell'impresa e diritto dei mercati finanziari e riverbera largamente sul funzionamento del mercato del controllo societario, vale a dire del mercato che alloca la partecipazione di controllo in una società. A tale disamina sarà dedicato il primo capitolo di questo lavoro.

Seguirà l'approfondimento dell'azione di concerto attraverso una ricostruzione delle scelte fornite dal legislatore durante gli ultimi anni e in tal senso si cercherà di delimitare il perimetro della nozione “di persone che agiscono di concerto” evidenziando le criticità incontrate nell'*enforcement* della disciplina. Nel secondo capitolo sarà, pertanto, approfondita l'evoluzione che la materia ha subito nella disciplina nazionale, come ispirato al City Code, tenuto conto anche della legislazione europea. L'analisi si soffermerà sulle regole e sui principi in forza dei quali può discendere l'obbligo solidale di promuovere un'offerta pubblica di acquisto. In tale prospettiva si metterà l'accento sul tema delle presunzioni dell'art 101-bis, comma 4-bis, del testo unico della finanza circa la verifica del presupposto dell'obbligo dell'offerta.

Nel terzo capitolo sarà svolto l'esame degli “accordi” su cui si fonda la collaborazione dei concertisti, dinamica che non si esaurisce esclusivamente nei patti parasociali. Meritevoli di nota sono stati anche gli eventuali mutamenti interni del patto che hanno portato ad una redistribuzione delle partecipazioni all'interno della platea degli azionisti, senza influenzare la quota complessivamente detenuta da ognuno di loro, così come nel caso dell'ingresso di un socio all'interno del patto che acquisti per intero la partecipazione di un altro partecipante uscente. Si farà

inoltre cenno al dibattito europeo sull'*acting in concert* e la difficoltà di riconoscere l'obiettivo di acquisizione del controllo da parte dei concertisti.

A tale ultimo capitolo seguirà, a conclusione del lavoro, l'esame di tre *leading case* oggetto di pronuncia della Consob: il caso Unipol-BNL, un caso ormai esemplare nell'ambito degli acquisti di concerto, cui seguirà il caso Aeroporto Toscano e in finale il caso Groupama- Premafin

CAPITOLO PRIMO

STORIA ED EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA IN MATERIA DI OPA

1.1 *OPA e mercato del controllo societario: definizione e finalità*

La disciplina dei mercati finanziari come si è sviluppata negli ultimi decenni è divenuta sempre più soggetta ad un elevato dinamismo che non sempre rende facile orientarsi nel complesso quadro normativo di riferimento e districarsi tra i diversi meccanismi che tendono a coniugare contendibilità delle società e protezione degli azionisti di minoranza.

Anche in Italia, seppur in ritardo rispetto agli Stati Uniti e sulla forte spinta dell'Unione Europea, si è compresa l'importanza del buon funzionamento non solo in relazione al mercato dei capitali³ (*market for corporate control*) ma rispetto all'intero sistema economico, anche del mercato del controllo societario inteso quale luogo ideale in cui si scambiano pacchetti azionari che permettono di esercitare una influenza dominante in una società o per meglio dire il mercato che alloca la partecipazione di controllo in una società.

La necessità di canalizzare il risparmio verso il mercato borsistico e promuovere lo sviluppo dei mercati finanziari ha costituito la spinta per l'adozione di un quadro normativo chiaro considerata sia l'importanza del mercato economico sia il dovere di protezione degli azionisti non di maggioranza. Il sistema come oggi delineato è il punto di arrivo di una lunga gestazione normativa. Fino all'inizio degli anni '80 per acquistare pacchetti di controllo di società quotate in borsa non erano previste particolari procedure da seguire; in mancanza di accordi tra potenziali acquirenti e gruppo di comando non in possesso della maggioranza del capitale sociale, il mezzo per conseguire il controllo della società era

³ F. CHIAPPETTA, *op. cit.*, CEDAM, V edizione, pag. 359 e succ.

costituito dalle cosiddette scalate ostili effettuate in assoluto anonimato. Con il passare del tempo l'espansione dei mercati e il volume sempre maggiore di titoli scambiati hanno spinto il legislatore nazionale a varare una legislazione speciale volta a controllare gli scambi e permettere a tutti gli azionisti di valutare al meglio la propria situazione in relazione agli assetti di maggioranza della società. Rendendo pubbliche e regolamentate le offerte di acquisto di azioni di società quotate, i soci possono valutare al meglio la convenienza di cedere, o meno, le proprie azioni, soprattutto quando dette azioni possono fare acquisire la maggioranza a coloro che intendono acquistarle.

La materia è stata oggetto di numerosi interventi di riforma resi necessari anche dalle istanze provenienti dell'Europa ed ha portato a configurare una sistema di elevata complessità che riveste caratteri del tutto peculiari situandosi al crocevia tra diritto societario, diritto dell'impresa e diritto dei mercati finanziari e riverbera largamente sul funzionamento del mercato del controllo societario. A trent'anni di distanza dall'adozione delle norme che regolano l'OPA obbligatoria, (acronimo di offerta di pubblico acquisto, in inglese *tender offer*) possiamo tuttavia ritenere che oggi siano diventate un *naturalia negotii* nell'ambito della disciplina dei mercati finanziari⁴ e costituisce l'ingrediente principale del funzionamento delle società.

Nel lungo periodo intercorso tra la iniziale architettura della legge del 1992, nata dalla commistione tra il modello francese e quello inglese⁵, e il progressivo affinamento del modello di offerta sotto l'egida del T.U.F. ispirato al più pragmatico *City Code*, il meccanismo dell'obbligo di OPA ha mutato più volte aspetto e con esso anche la percezione delle ragioni che lo giustificano facendo sì che, nell'equilibrio complessivo delle finalità che contribuiscono alla definizione della *ratio* dell'OPA obbligatoria, alcune hanno preso il sopravvento sulle altre. Se è vero, infatti, che i principi

⁴ A. TRISCORNIA, *Ratio dell'obbligo di OPA, un mosaico che si compone nel tempo* in Banca Impresa Società/a. XXXVII, 2018, n.1

⁵cfr Atti del Senato della Repubblica, XI Legislatura, disegno di legge d'iniziativa dei senatori VISCO e CAVAZZUTI, n. 862 del 18 dicembre 1992,

ispiratori dell'OPA obbligatoria ruotano intorno ad una *ratio immediata* - concettualmente collegata alla tutela degli azionisti estranei al nucleo di controllo - e, contemporaneamente, ad una *ratio mediata* - accrescere la fiducia degli investitori sull' equità dei meccanismi del mercato per promuoverne lo sviluppo- è altrettanto vero che la *ratio immediata* assume connotati diversi in funzione degli elementi distintivi dei singoli mercati e delle rispettive articolazioni normative⁶. Paradigmatica in questo senso è la recente richiesta della Consob di “riaprire il dibattito sull'Opa”, l'offerta pubblica di acquisto. A fronte di un ampio e articolato studio pubblicato dall'authority che vigila sui mercati, le Opa, complici le fasi di mercato negative, rappresentano sempre più il preludio a più rapide e a volte brutali ristrutturazioni di aziende ⁷. Dallo studio emerge che l'unico obiettivo delle offerte di pubblico acquisto sia quello di portare le società quotate fuori dalla Borsa, una mossa sempre più spesso non collegata al ribasso delle quotazioni. I veri obiettivi di partenza - favorire la contendibilità delle imprese⁸, assicurare parità di trattamento fra azionisti di maggioranza e di minoranza in caso di passaggio di controllo in una società quotata e migliorare l'efficienza complessiva del mercato finanziario, attraverso un corretto funzionamento del mercato del controllo societari - sembrano aver perso valore.

Proprio per la sua notevole capacità di influenzare ed incidere sugli operatori del “mercato” del controllo, non è stato facile per il legislatore nazionale trovare un punto di equilibrio in grado di tutelare la molteplicità degli interessi ad essa sottesi tra i quali in via principale, un'allocazione efficiente del mercato finanziario garantendo al contempo una efficace tutela dell'azionariato cosiddetto “di minoranza” estraneo alla contesa per il potere, considerato da molti il vero obiettivo di tale meccanismo di offerta.

⁶A. TRISCORNIA, *ibidem* 1

⁷CONSOB, gennaio 2021 “*Discussion paper*” di F. PICCO, G. TROVATORE, M. VENTORUZZO e V. PONZIANI

⁸ La contendibilità, che non viene incentivata solo tramite le regole dell'OPA, è un generale obiettivo della regolamentazione. In tal senso vanno anche considerate le regole in materia di pubblicità e di durata dei patti parasociali. CARIELLO, *Tutela delle minoranze e accordi parasociali nelle società quotate*, in *Riv. Soc.*, 1999, 728

Nell'analisi del rapporto tra l'offerta pubblica di acquisto e la contendibilità delle imprese lo strumento viene, infatti, in primo luogo a connotarsi quale tecnica volta all'acquisizione della partecipazione di controllo in una società ad azionariato diffuso. Anche se non tutte le OPA sono necessariamente finalizzate all'acquisto del controllo chi decide di porre in essere un'operazione a tal punto complessa e costosa lo fa, in linea di principio, mirando proprio a questo scopo.

Per comprendere le finalità perseguite dall'ordinamento giuridico con l'imposizione dell'OPA obbligatoria è, dunque, necessario prendere le mosse dall'analisi del funzionamento del mercato del controllo. Prescindendo dalle specificità dei diversi mercati finanziari, il dibattito sulle finalità dei *takeovers* e sulla contendibilità delle società può essere formulato in modo generale, trasversale ai vari ordinamenti. Solitamente, i legislatori nazionali prendono in considerazione l'offerta pubblica di acquisto sia in termini di "fattispecie", vale a dire come condizione di base per l'applicazione di una determinata disciplina normativa idonea a garantire che l'intero procedimento di offerta si svolga in piena informazione e correttezza verso il mercato, sia quale momento della "disciplina", imponendo il ricorso ad una offerta pubblica ogni qualvolta si verifichi un acquisto, o venga manifestata un'intenzione di acquisto, del controllo⁹. Sotto questo profilo l'adozione di una disciplina sul tema dell'offerta pubblica da parte dei vari ordinamenti risulta indicativa del fatto che la stabilità della proprietà e gli interessi ad essa sottesi siano considerati tra i valori degni di tutela¹⁰.

⁹ M. STELLA RICHTER, *Fattispecie e disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in Le offerte pubbliche di acquisto (a cura di) M. STELLA RICHTER jr., Giappichelli, Torino, 2011, p.12. Rileva inoltre M.TOLA, *La Direttiva europea in materia di OPA: prime riflessioni*, in Banca, borsa, tit. cred., 2005, I, p.495 come sia "ormai definitivamente certo che l'offerta pubblica d'acquisto costituisca l'unico meccanismo idoneo a proteggere adeguatamente gli azionisti di minoranza dagli effetti conseguenti al mutamento del controllo societario. Per cui la legislazione nazionale, che eventualmente prevedesse dei meccanismi alternativi di protezione, sarebbe inevitabilmente destinata a porsi al di sotto del livello minimo di tutela su cui deve basarsi l'azione comune".

¹⁰ Così in G. BERTOLOTTI *La difesa italiana de la OPA hostile*, in Revista de Mercado de Valores, 2009, n°5, p.239; il quale svolge la sua argomentazione con riguardo alla regolamentazione del mercato del controllo italiano. Ed inoltre, nell'affermare come non

Infatti, qualsiasi sia il Paese o il sistema di norme che lo disciplinano, il trasferimento del controllo di una società quotata non è mai un evento di carattere puramente finanziario né va inteso come esterno alla società, ma incide profondamente sulle sorti dell'impresa e sugli interessi degli *stakeholders* coinvolti con inevitabili e rilevanti implicazioni sul piano della *corporate governance* in ragione del potere di influire sulle scelte di gestione. La modifica degli assetti proprietari e il passaggio del controllo potrebbero dar luogo a mutamenti che possono spaziare dal semplice ricambio del *management* fino al cambiamento nelle strategie imprenditoriali e nella struttura organizzativa e persino nel *core business* della società, tutte modifiche che possono generare un aumento ma anche una riduzione del valore dell'impresa stessa a secondo che si realizzi o meno una gestione più efficiente della società¹¹. In altri termini si tratta di un problema di corretta allocazione del controllo della società tale da consentire che lo stesso venga assunto da coloro che lo valutano di più in modo da massimizzarne il rendimento. In tal senso, sul piano della contendibilità, il presupposto è che le partecipazioni in una società mal gestita avranno un valore inferiore a quello che potrebbe essere raggiunto attraverso una gestione più efficiente. Ne discende l'interesse, per chi ritiene di poter gestire meglio la società, ad acquisire il controllo derivante dall'incremento del valore delle partecipazioni.

Tale processo, volto ad assicurare la massima efficienza, produce tendenzialmente un effetto benefico sulla gestione della società: la

risultino ordinamenti nei quali la stabilità della proprietà non sia considerata, quantomeno in forma ridotta, un valore da tutelare, invita, piuttosto, a rivolgere l'analisi a verificare “*in quale misura*” un ordinamento antepone la stabilità della proprietà alla tutela della disputa del controllo societario. A. GUACCERO *Interesse al valore per l'azionista e interesse per la società – Le offerte pubbliche in Italia ed in USA*, Giuffrè, Milano, 2007, pp. 63-64 il quale, non ritenendo appropriato sondare circa le ragioni che spingono un ordinamento ad adottare, o meno, il requisito dell'obbligatorietà, cerca invece di analizzare e comprendere quali interessi si vogliano con esso tutelare. Arrivando alla conclusione che l'introduzione di una regola di obbligatorietà dimostri come un ordinamento consideri l'OPA sicuramente in termini positivi, concependolo come l'unica forma di tutela degli azionisti esterni al trasferimento del controllo.

¹¹ E' evidente che i due obiettivi sono strettamente collegati dal momento che una società contendibile è, al tempo stesso più florida e trasparente. CARIELLO, *Tutela delle minoranze e accordi parasociali nelle società quotate*, in *Riv. Soc.*, 1999, 733

possibilità che il controllo societario possa essere acquisito da quanti interessati alla massimizzazione del rendimento, anche attraverso la eventuale sostituzione del *management*, induce gli amministratori a gestire la società in modo efficiente, incentivo tanto maggiore quanto più la società è contendibile¹². Il mercato del controllo può, quindi, rappresentare uno stimolo all'efficienza della gestione, dando un freno all'opportunismo degli amministratori e dei soci di controllo, permettendo al contempo di garantire un'efficiente allocazione delle risorse produttive.

Da questa prospettiva è possibile dire che la disciplina del mercato del controllo societario, qualora renda le società più contendibili, è anche un antidoto ai problemi di *agency*¹³ che intercorrono tra la proprietà ed il management, soprattutto nel caso di proprietà diffusa¹⁴. L'assunto di fondo è che una società non controllata da un forte nucleo di potere in via di principio abbia un assetto proprietario preferibile dal momento che la scarsa concentrazione del suo azionariato la sottopone a meccanismi di mercato che costituiscono un efficiente sistema di *monitoring* degli amministratori e al contempo una massimizzazione del valore per gli azionisti¹⁵.

Scopo del legislatore è, quindi, quello di rimuovere barriere impeditive degli acquirenti in caso di società mal guidate o qualora si possa ragionevolmente ritenere che l'acquisizione del controllo della società stessa possa preludere ad un aumento del valore azionario. In tal modo chiunque abbia interesse ad aumentare lo *shareholder value*, aumentando l'efficienza gestionale, avrà la possibilità di "scalare" la società. In tale dinamica vi è un

¹² GIOCOLI, *Impresa, concorrenza, regole*, Giappichelli, Torino, 2009, 241

¹³ Per rapporto di agenzia s'intende una relazione contrattuale tra un soggetto (*principal*) che delega ad un altro soggetto (*agent*) l'utilizzo di alcune risorse o lo svolgimento di attività. Il classico caso di scuola di un rapporto *principal-agent* è proprio quello tra azionista e amministratore. La presenza di conflitti d'interessi tra queste due categorie genera i costi di agenzia che saranno tanto maggiori quanto maggiore è la separazione tra proprietà e controllo; pertanto, più l'azionariato è diffuso, più la separazione è alta, maggiori saranno i problemi di agenzia. Cfr. <http://www.altalex.com/index.php?idnot=46412>.

¹⁴ ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle OPA nell'Unione Europea*, in Riv. Soc 2010, 4,657

¹⁵ Si tratta della prospettiva accolta in ambito europeo a partire dai lavori preparatori della direttiva *Takeover* ma ribaditi anche successivamente dalla Commissione Europea, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, Bruxelles 2007, 3

ulteriore riflesso positivo che riverbera sull'intera compagine sociale ma in particolar modo sugli azionisti di minoranza; questi, sebbene non partecipino alla gestione aziendale, possono tuttavia confidare nel fatto che eventuali deviazioni dalla ricerca della massimizzazione del valore della società siano "sanzionate" da una scalata.

Su un altro versante, il complesso normativo deve, tuttavia, tener presente che, nell'assicurare il corretto funzionamento del mercato del controllo, occorre altresì garantire la tutela degli investitori.

La connessione fra i due elementi (corretto funzionamento del mercato e tutela degli investitori) è, infatti, strettissima dal momento che le finalità dei *takeovers* – siano esse acquisizioni ostili ovvero amichevoli - e la misura in cui gli stessi intendono estrarre benefici privati, sottraendo eventualmente risorse che potrebbero andare a beneficio di tutti gli azionisti in luogo di implementare l'efficienza del sistema economico, fa sorgere il problema della tutela degli azionisti che non siedono in cabina di regia, vale a dire i soci di minoranza¹⁶.

Ciò rimanda ad una visione meno positiva del trasferimento del controllo che può avere anche intenti speculativi qualora fondato sulla possibilità di estrarre "benefici privati" (si pensi alla distrazione dei fondi, all'attribuzione di compensi eccessivi, ad iniziative volte solo ad accrescere il potere personale dei *managers* o dei soci di controllo) più che sulla considerazione da parte dell'acquirente delle sue migliori capacità gestionali¹⁷.

Parlare di mercato del controllo e finalità ed effetti significa concentrare l'attenzione sulla portata concreta del principio della parità di trattamento. Il diritto degli oblati alla "parità di trattamento" che rappresenta punto di arrivo di un'evoluzione normativa" lunga nel tempo, costituisce uno dei principi cardine della odierna regolamentazione delle

¹⁶ I due obiettivi sono con evidenza collegati ma sembrano in qualche modo rispondere ad esigenze opposte soprattutto in relazione alla disciplina dei patti parasociali dato che questi ultimi di sovente hanno l'obiettivo di stabilizzare il controllo impedendo cambiamenti nella compagine sociale. CARIELLO, *Tutela delle minoranze e accordi parasociali nelle società quotate*, in *Riv. Soc.*, 1999, 8, 728

¹⁷ CHIAPPETTA, *op.cit.*, pag 359 e succ.

offerte pubbliche di acquisto di titoli quotati sia nell'ordinamento italiano¹⁸, e in generale, nella normativa OPA degli altri paesi membri dell'Unione Europea, ma lo è anche nella disciplina delle *tender offer* negli Stati Uniti sia pur con un valore diverso da quello europeo in ragione del fatto che la regolamentazione americana non contempla l'istituto dell'OPA obbligatoria.

Il principio si è, quindi, concretamente sviluppato con diverse sfumature applicative in funzione delle specificità dei singoli mercati anche se le soluzioni adottate negli ordinamenti più evoluti possono essere sostanzialmente ricondotte a due principali impostazioni: in alcuni in occasione della cessione di pacchetti di controllo si è preferito escludere gli obblighi di acquisto in favore degli azionisti minoritari in ossequio alla concezione secondo cui il beneficio della cessione spetta al solo controllante mentre gli altri azionisti devono ritenersi esclusi dai derivanti guadagni differenziali (*c.d market rule* adottato in ad esempio negli Stati Uniti ed in Italia sino al 1992). In questa ipotesi, in assenza di obbligo di offerta al passaggio del controllo la parità di trattamento si muove su tre versanti, distinti ma sinergici, che la prassi anglosassone identifica così: (1) *all holders rule*, secondo cui chi promuove un'offerta pubblica è tenuto a rivolgerla a tutti i detentori dei titoli che ne formano oggetto; (2) *best price rule*, in base alla quale deve essere riconosciuto a tutti gli oblati il prezzo più alto pagato dall'offerente per i titoli oggetto di OPA nel periodo di offerta (e, generalmente, anche in un congruo arco temporale prima e dopo l'offerta); (3) *pro rata rule*, secondo cui, in caso di offerte parziali con adesione superiore al quantitativo richiesto, si deve procedere ad un riparto proporzionale tra tutti gli aderenti all'offerta. La parità di trattamento, ove manchi un meccanismo di OPA obbligatoria, è dunque uno strumento di tutela contro offerte discriminatorie, ma non garantisce piena eguaglianza tra gli azionisti poiché il controllo potrebbe “passare di mano” senza che gli

¹⁸ Art. 103, primo comma D. Lgs. 24 febbraio 1998 n.58 «L'offerta è rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari dei prodotti finanziari che ne formano oggetto», principio poi ripetuto nel Regolamento Emittenti all'articolo 42 (Norme di correttezza): «I soggetti si attengono a principi di correttezza e di parità di trattamento dei destinatari dell'offerta che si trovino in identiche condizioni...».

azionisti di minoranza possano beneficiare dell'evento di liquidità e dell'eventuale premio di controllo rispetto al valore di scambio del titolo in borsa.

In altri si è scelto di garantire la parità di trattamento tra tutti gli azionisti della società "bersaglio". In tal caso il principio assurge a strumento di piena tutela delle minoranze, garantendo a tutti i soci un diritto di *exit* e di compartecipazione al premio di controllo (ovviamente nel caso in cui ve ne sia uno e sul presupposto che l'offerta debba essere promossa secondo la regola del *best price*). Tale scelta trova soprattutto applicazione nei sistemi dell'Europa continentale (in primis nel Regno Unito ma anche in Francia, Germania ed Italia) che presentano una maggiore concentrazione della proprietà azionaria che mette ancora di più in rilievo l'esigenza di porre a carico dell'acquirente l'obbligo di acquistare anche le azioni non di controllo congiuntamente a criteri di determinazione del prezzo di offerta che tengano conto del surplus corrisposto per il pacchetto di maggioranza.

In particolare, nell'esperienza italiana ci si è "scontrati" con la concentrazione della struttura proprietaria e con il ruolo, imprenditoriale o anche manageriale, che i soci fondatori, o comunque di controllo, mantengono all'interno della società anche post quotazione¹⁹.

E', quindi, evidente che si tratti di un principio con regole e intensità differenti a seconda che l'ordinamento in cui si colloca contempra o meno l'istituto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto in caso di cambio del controllo (o di superamento di una soglia partecipativa utilizzata quale presunzione in tal senso). Quando l'obbligo di offerta sia previsto, il

¹⁹ *Nel 1974 il legislatore interviene su un fenomeno noto da tempo: il c.d. "controllo minoritario". Nelle società quotate una parte consistente del capitale risulta disperso in miriadi di partecipazioni percentualmente infinitesimali di cui sono titolari una massa di investitori disinteressati ad esercitare i diritti amministrativi: non partecipano all'assemblea, non ne impugnano le deliberazioni, non presentano denunce. Se non sono soddisfatti della gestione, vendono le azioni. In breve, nelle società quotate convivono due categorie di azionisti: da una parte, i c.d. azionisti imprenditori (di maggioranza o di minoranza), che partecipano attivamente alla vita della società. Dall'altra, i c.d. soci risparmiatori o soci investitori, assenteisti ed esclusivamente interessati a conseguire un rendimento dal capitale investito; del resto costoro sono titolari di investimenti di scarso valore che rendono del tutto improduttivo e diseconomico interessarsi della vita della società: il loro - come si dice - è un atteggiamento di "apatia razionale".* M.CAMPOBASSO in RED n1, 201, 6

principio della parità di trattamento assolve alla funzione di strumento di piena tutela delle minoranze che nelle società quotate altro non è che tutelare il mercato²⁰ garantendo a tutti i soci un diritto di compartecipazione al premio di controllo (ovviamente nel caso in cui ve ne sia uno e sul presupposto che l'offerta debba essere promossa secondo la regola del *best price*)²¹ e al contempo il diritto degli azionisti di minoranza di dismettere la loro partecipazione nella società, in altri termini di non restare “*prigionieri del proprio investimento*”²²(in tal senso l'OPA si qualifica come una vera e propria sollecitazione al disinvestimento), qualora con il cambio del controllante ritengano che siano mutate le condizioni dell'investimento e di ottenere così risultati economici che un eventuale diritto di recesso, o un'immissione sul mercato della singola quota non riuscirebbero a garantire.

In tal senso anche gli studi di *law and economics*, secondo i quali l'adozione di principi di equità e parità di trattamento fra azionisti dovrebbe in primo luogo rendere partecipi gli azionisti di minoranza²³ dei guadagni differenziali derivanti dalla cessione del pacchetto di controllo. Ciò consentirebbe di rendere più attraente l'investimento azionario favorendo lo sviluppo del mercato borsistico attraverso il ricorso delle imprese al risparmio pubblico. A tal fine occorre evitare che la cessione il pacchetto di controllo avvenga direttamente dal precedente controllane al nuovo, senza

²⁰ “*Nelle società quotate gli azionisti di minoranza «trovano esclusivamente nel mercato il mezzo e il fine della corretta valorizzazione del loro investimento», in contrapposizione agli azionisti di maggioranza che possono trarre, come va di moda dire oggi, “benefici privati dal controllo” MAZZONI, Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate, in Giur. comm., 1998, I, 486 ss.*

²¹ In applicazione della *best price rule*, per prezzo equo si intende il «prezzo massimo pagato per gli stessi titoli dall'offerente ... in un periodo che spetta agli Stati membri determinare, di non meno di sei non più di dodici mesi antecedenti all'offerta. Se, dopo che l'offerta è stata resa pubblica e prima che venga chiusa l'accettazione, l'offerente ... acquista titoli a un prezzo superiore a quello dell'offerta, l'offerente deve aumentare la sua offerta a non meno del prezzo massimo pagato per i titoli così acquistati» Direttiva Europea 2004/24/CE, art 5, comma 4.

²² CHIAPPETTA, *op. cit.*

²³ *La minoranza” come fattispecie generale non esiste, non esiste un concetto unico, “ipostatizzato” di minoranza, valido in assoluto. Esistono piuttosto molte tipologie di “minoranza” (l'azionista investitore di minoranza, l'azionariato disperso, gli investitori istituzionali ecc.). MAZZONI, Le minoranze nella tipologia della realtà, in La tutela delle minoranze nelle società quotate. Studi in memoria di Alessandro Cerrai, a cura di A. PIRAS, Pisa, 2004, 16 s.*

tener da conto gli azionisti di minoranza ed escludendoli dal cosiddetto “premio di maggioranza o di controllo”, vale a dire il guadagno connesso alla cessione del controllo²⁴, costituito, appunto, dal più alto corrispettivo che di norma viene pagato in presenza di una scalata rispetto al normale prezzo delle azioni sul mercato, come ovvia conseguenza della particolare “qualificazione” delle azioni che si vanno trasferendo²⁵. In caso contrario, ove la cessione del pacchetto di controllo avvenisse a trattativa privata, si rischierebbe di arricchire il precedente controllante, che potrà vendere le sue azioni a un prezzo unitario ben maggiore del loro valore, lucrando proprio quel premio di maggioranza configurabile come il “valore attualizzato dei benefici legati al controllo”, tralasciando dunque del tutto l’esigenza di parità di trattamento tra azionisti.

Altrettanto coerente con una visione che vede il beneficio del controllo come un valore inerente alla società e pertanto da condividere con gli azionisti di maggioranza nel momento della monetizzazione (*c.d. equal opportunity rule*)²⁶ è il riconoscimento del diritto di dismettere partecipazione nella società (in tal senso l’OPA si qualifica dunque come una vera e propria sollecitazione al disinvestimento), atteso che mutando i controllanti possono mutare anche le condizioni dell’investimento. È proprio imponendo a colui che acquisisce il controllo di effettuare un’offerta pubblica a tutti gli azionisti, che si consentirà ad ognuno di essi di valutare gli esiti che l’offerta avrà sul funzionamento e sulla redditività della società

²⁴ L’ipotesi, sarebbe più facilmente ricorrente in mercati come quello italiano e quello tedesco che vede generalmente pochi azionisti rilevanti per la società che detengono partecipazioni di forte rilievo diversamente da quanto accade sul mercato inglese dove è presente una proprietà più diffusa. DE GIOIA CARABELLESE, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie di strumenti finanziari*, in AA. VV., *Interessi pubblici e integrazione di imprese*, a cura di Passalacqua, Pisa, PLUS, 2005, 47; CALLEGARI, *Commento all’art. 106, Corporate Governance - La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati*, in *Giur. it.*, 1998, 3, 2457.

²⁵ STELLA RICHTER, *Fattispecie e disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in AA.VV., *Le Offerte pubbliche di acquisto*, a cura di Stella Richter, Torino, Giappichelli, 2011, 12. Secondo altre teorizzazioni invece sarebbe più corretto attribuire il premio di controllo solo a chi già in precedenza detenesse il pacchetto di maggioranza. Si veda MONTALENTI, *Commento all’art. 10 in Disciplina delle offerte pubbliche d’acquisto*, AA. VV., in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 1997, 2, 247.

²⁶ F. CHIAPPETTA *op. cit.*

e, nel caso in cui essi non condividano il ricambio nel controllo, temendo che esso produca un depauperamento della stessa potranno cedere le partecipazioni a coloro che intendono acquisire il controllo della società stessa.

La prospettiva di un “disinvestimento”, economicamente vantaggioso, garantita ai soci di minoranza attraverso l’OPA, dovrebbe avere anche l’effetto positivo di incentivare l’universo dei risparmiatori ad operazioni di investimento: si investe con la garanzia di poter disinvestire in futuro qualora lo si ritenga opportuno o comunque qualora venga meno la fiducia nell’indirizzo gestionale seguito all’interno della società.

In stretta connessione con quanto appena detto, l’OPA ha anche un fine informativo in qualche modo subordinato e funzionale agli altri scopi. Essa, infatti, ha il compito di comunicare al mercato l’avvenuto passaggio di controllo della società consentendo agli investitori di venire a conoscenza dell’opportunità di disinvestire la propria partecipazione, oltre che, una volta compresi i termini dell’offerta (quindi il corrispettivo offerto, l’identità dell’offerente e così via), di comprendere se tale disinvestimento risponda ai propri interessi o meno. Da questo punto di vista, si può dunque correttamente osservare che la disciplina in questione ha una rilevanza essenziale per la corretta informazione del mercato.²⁷

Le considerazioni sin qui svolte mettono in luce come un mercato del controllo che possa dirsi efficiente ha necessità di essere costruito attraverso un sistema di regole che consentano un adeguato *trade-off* tra l’obiettivo di promuovere l’efficienza della società bersaglio oltre che del sistema economico nel suo complesso e di proteggere gli azionisti di minoranza sia in termini di condivisione del premio di maggioranza che di tutela dal rischio di una riduzione del valore dell’impresa partecipata²⁸.

La regolamentazione della materia risulta insidiosa proprio per la difficoltà di bilanciare i due principi illustrati - contendibilità e la parità di

²⁷ ACCINNI, *OPA obbligatoria e condotta “artificiosa” nel reato di aggioaggio c.d. “manipolativo”*, in *Riv. Soc.*, 2006, 1, 56.

²⁸ F. CHIAPPETTA, *op. cit.*,

trattamento – che sovente confliggono tra loro²⁹. Molto spesso, infatti, nell'assicurare l'una si limita l'altra e, in particolare più oneri si impongono allo scalatore allo scopo di garantire la parità di trattamento, meno sarà facile mutare il controllo della società³⁰. Ne potrebbe, infatti, conseguire il rischio di disincentivare anche acquisizioni di controllo che potrebbero produrre conseguenze positive. Così, ad esempio, imporre quest'onere in caso di OPA obbligatoria, cioè dell'obbligo di lancio di un'OPA nel momento in cui si acquisisce un determinato numero di azioni, potrebbe scoraggiare eventuali soggetti che vogliono acquisire il controllo della società i quali avrebbero un elevatissimo dispendio di risorse, molto più che se non vi fossero troppe misure a tutela degli azionisti di minoranza. Per contro una maggior autonomia nella ricerca dell'acquisizione del controllo, facendo sì che essa si possa perseguire attraverso più vie, potrebbe favorire una maggiore contendibilità anche in tal caso con riflessi positivi sul complesso degli azionisti.

Occorre, quindi, prestare bene attenzione a non lasciare da parte nessuna delle due esigenze suddette, che un sistema di *corporate governance* considerato che è la visione di base degli effetti delle scalate, inevitabilmente, ad avere conseguenze sull'impostazione che si darà alla disciplina: se il mutamento del controllo sarà visto come un fenomeno positivo, si privilegerà la contendibilità, se si paventerà un effetto negativo di tali mutamenti, si privilegerà la tutela degli azionisti di minoranza non senza ignorare, tuttavia, che il conflitto tra tutela degli azionisti di minoranza e contendibilità può generare anche risultati positivi.

²⁹ ENRIQUES, *Mercato del controllo societario*, Il Mulino Ricerca, 2002, 19

³⁰ Nel caso della *pressure to tender*, in particolare, l'eliminazione totale della possibilità di un'OPA coercitiva, se pure ha un indubbio effetto positivo, rischia di creare un problema di *free riding*: banalmente, di fronte a un'offerta che si ritiene migliorerà la performance della società, nessun azionista cederà le proprie quote, non consentendo così il trasferimento del controllo. Laddove invece tale cessione avvenisse, si sarebbe solo in presenza di un'offerta compiuta a un prezzo tale da comprendere tutti i guadagni derivanti dall'aumento del valore delle partecipazioni successivo all'acquisizione del controllo. In tal caso però, questo vorrebbe dire eliminare gran parte degli incentivi che lo scalatore ha ad investire risorse nell'acquisizione del controllo. ENRIQUES, *op. cit.*, 18.

Quale corollario di tale architettura è emersa l'ulteriore esigenza di adottare delle misure antielusive rispetto alla possibilità che qualcuno cercasse di evitare di essere soggetto all'obbligo di OPA, tentativo non remoto visto l'onere che essa impone sui soggetti che vi siano obbligati. A tal fine nella regolamentazione dell'istituto sono state introdotte delle misure che evitino l'aggiramento dell'obbligo di offerta, realizzabile tramite l'acquisizione di un numero di azioni superante una determinata soglia da parte di più soggetti che agiscano sulla base di un concerto in modo da procedere ad acquisti apparentemente frazionati e dunque conseguire il controllo della società. Attraverso "l'azione di concerto" anche superando la soglia rilevante, non si avrebbe l'obbligo di procedere all'OPA, risultando ciascuno proprietario di un numero di azioni inferiore alla soglia fissata.

Nell'ordinamento italiano baricentro dell'odierna disciplina delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie è l'art. 106, TUF in cui il controllo del mercato societario, pur non essendo direttamente richiamato, è comunque sotteso alla disciplina del presupposto dell'obbligo di offerta³¹. Esso viene diversamente disciplinato passando dal *comma 1*³² agli artt. 101 bis, commi 4 e 4-bis lett a)³³ ovvero passando dalla disposizione dedicata ai casi di superamento individuale della soglia rilevante a quelle che prevedono un obbligo solidale quando la detenzione della partecipazione oltre soglia sia da attribuire ai "concertisti". E' solo attraverso un'attività

³¹ "Così, ove il controllo derivi dalla partecipazione al capitale, la fattispecie è incentrata sul controllo come sinonimo di una determinata grandezza sul presupposto che a tale grandezza corrisponda il governo, ma indipendentemente dalla prova di tale grandezza" L. Schiuma, *Controllo, governo e partecipazione al capitale*, Padova, 1997,51

³² Stabilisce che chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del 30% promuove un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

³³ Per "persone che agiscono di concerto" si intendono i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio.

4-bis. Sono, in ogni caso, persone che agiscono di concerto:

- a) gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall'articolo 122, comma 1 e comma 5 lettere a), b), c) e d);
- b) un soggetto, il suo controllante, e le società da esso controllate;
- c) le società sottoposte a comune controllo;
- d) una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione, o di sorveglianza o direttori generali;

interpretativa che la presunzione di controllo può essere ricondotta alla fissazione della soglia partecipativa, soprattutto quando si tratta di un controllo così forte da far sorgere la necessità di protezione degli investitori nel caso di mutamenti indesiderati nell'assetto proprietario dell'emittente³⁴.

In ogni caso, per quanto arbitraria, la soglia fissa si apprezza per il fatto di poter essere applicata in maniera meccanica, senza che sia necessaria alcuna valutazione discrezionale da parte dell'autorità di vigilanza³⁵. Tale dinamica che rende veloce ed oggettivo il riconoscimento delle situazioni in cui ricorrono i presupposti dell'OPA, rappresenta un momento di rottura rispetto al passato in cui la valutazione doveva essere effettuata caso per caso.

Se è vero che l'obbligo di effettuare un'OPA, in relazione ad un singolo offerente trova fondamento nel rapporto di causa-effetto tra concentrazione proprietaria (da cui la presunzione del controllo) e tutela delle minoranze tramite il diritto di exit, diverso è il caso della cosiddetta Opa da "concerto" in cui una pluralità di soggetti sono obbligati in solido al lancio di una offerta. Considerato che alla base della nozione di concerto vi è l'idea di sommare le partecipazioni individuali, il cui risultato esprime la forza complessiva della coalizione risulta di lapalissiana evidenza che nel ricorrere di tale ipotesi la concentrazione del potere presenta un livello di stabilità inferiore, rispetto ad una partecipazione di uguale entità detenuta individualmente.³⁶

Infatti, mentre è alquanto scontato che il superamento della soglia partecipativa di cui all'art.106, comma 1, comporti una significativa concentrazione della proprietà azionaria - e quindi del potere di influenza - in capo al singolo azionista, nel caso di "accordi" tra azionisti (ipotesi che rimanda appunto alla nozione di concerto) la concentrazione della proprietà e il potere di controllo che ne deriva sono strettamente correlati ai legami e alla coesione tra di loro. Poiché in tal caso il potere di "controllo" e la

³⁴ B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999, pag. 177 e succ.,

³⁵ M. RONDINELLI, *La disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto* in Nuove leggi Civili Commentate 1-2010, pagg 129-131

³⁶ C. MOSCA, *Azione di concerto ed OPA obbligatoria*, Egea, 2013, pag 3 e succ.

concentrazione variano in ragione delle caratteristiche degli assetti proprietari che per quanto vicine possono non essere identiche, il legislatore pone l'accento sull'uno o sull'altra a seconda della natura del legame di "concerto". In altri termini, l'imposizione in capo ai concertisti dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto, in un'ottica di contemperamento degli equilibri, richiede una verifica circa la loro capacità di esercitare un'influenza qualificabile come controllo³⁷ se non piuttosto di realizzare un'influenza stabile della proprietà azionaria caratteristica dei patti parasociali di cui all'art.122, commi 1 e 5 lett A9-d) TUF.³⁸

1.2 L'evoluzione normativa

La *ratio* dell'obbligo di offerta discende in massima parte dalle caratteristiche dello specifico mercato finanziario cui l'OPA attiene e dalla concreta articolazione normativa dei meccanismi di offerta; e poiché entrambi i fattori si modificano nel tempo, un *parallelo retrospettivo* tra l'evoluzione dell'OPA obbligatoria nell'ordinamento italiano e il modificarsi dei suoi canoni interpretativi è utile per contestualizzare un'indagine sui principi ispiratori dell'obbligo di offerta³⁹.

³⁷ Si rimanda in tal caso alla clausola generale di cui all'art. 101-bis, comma 4 del t.u.f.

³⁸ C.MOSCA, *op. cit.* pag14-26

³⁹ «*In materia di offerta pubblica di acquisto (OPA) il fascio di interessi coinvolti è più complesso [...] la posta in gioco non è soltanto l'esigenza di trasparenza e la protezione degli azionisti minoritari, ma è altresì l'interesse ad un corretto funzionamento del mercato del controllo societario*», P. MONTALENTI, *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Giuffrè 2011. Nello stesso senso C. MOSCA «*la previsione dell'offerta obbligatoria [...] esprime la finalità di tutelare gli azionisti della società [...] [e] rivela inoltre l'intenzione del legislatore di intervenire ex ante, introducendo una regola di funzionamento idonea, per la sua stessa esistenza, a elevare il livello di fiducia nel mercato finanziario, e dunque, indirettamente a promuoverne lo sviluppo*», Azione di concerto ed OPA obbligatoria, Egea, 2013. Accenti analoghi li ritroviamo in M. TOLA e: «*la previsione dell'OPA obbligatoria sembrerebbe integrare una sorta di trattamento privilegiato che l'ordinamento riserva a chi abbia effettuato investimenti sul mercato, al fine di incentivare l'ingresso di un numero sempre maggiore di investitori [...] sotto questo profilo la ratio dell'OPA obbligatoria, e la stessa tutela dell'azionista di minoranza, si collocano nell'alveo della garanzia del buon funzionamento del mercato da valutarsi in relazione alla sua idoneità attrattiva di capitali di rischio. Ne consegue che forme come parità di condizioni, uguaglianza di trattamento, libertà di scelta e adeguata informazione sono funzionali a rafforzare l'efficienza e la sicurezza degli investimenti azionari*».

Le offerte pubbliche di acquisto si affermano nei primi anni '50 del secolo scorso, principalmente negli Stati Uniti, come strumento di sollecitazione del mercato per l'acquisizione di partecipazioni di società quotate anche attraverso accordi privati tra investitori e amministratori della società target. In un contesto di mercato come quello statunitense, caratterizzato da società quotate con azionariato diffuso, il crescente ricorso a tale forma di acquisizione di rilevanti quote partecipative contribuì ben presto a comportare una situazione di grave incertezza nelle dinamiche del “controllo societario”, con inevitabili ripercussioni sulla stabilità del mercato. In assenza di regole ad hoc, infatti, la carenza delle informazioni a disposizione della società bersaglio e della generalità degli investitori precludeva radicalmente la possibilità di valutare i termini dell'iniziativa, impedendo perciò agli azionisti dell'Emittente di contrastare o assecondare l'offerta con consapevolezza ed al mercato nel suo complesso di operare scelte razionali.

Da qui lo sviluppo di un ampio dibattito dottrinale anche in Italia⁴⁰ e la spinta verso l'adozione di regole che ordinassero lo svolgimento di tali offerte, definendone termini e modalità e stabilendo specifici diritti e doveri a carico delle imprese acquisitrici e destinatarie, nonché le prerogative degli azionisti di minoranza e le misure difensive a disposizione dei gestori della società bersaglio⁴¹.

Ad aprire la strada al dibattito sulle Opa dei titoli azionari fu nel 1971 il “caso Bastogi” che fece emergere l'assenza di un corpus normativo in materia, e la necessità di dare regolamentazione alla materia. Un primo intervento vide la stipula di un codice di comportamento ad opera del comitato direttivo degli agenti di cambio della Borsa valori di Milano ma in

⁴⁰ Già cinquanta anni fa, Tullio Ascarelli sosteneva che il problema delle società per azioni non era quello di “tutelare i gruppi di comando nel controllo, perché questi hanno già, per definizione, il potere di tutelarsi benissimo da soli, ma, occorreva disciplinare i medesimi nel controllo”. T. ASCARELLI, I problemi delle società anonime per azioni, in Riv. Soc., Milano, 1956, p. 17.

⁴¹ **Consob**, Discussion Paper, *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019 Evidenze empiriche e spunti di DISCUSSIONE* F. PICCO, V. PONZIANI, G. TROVATORE, M. VENTORUZZO; con introduzione a cura di R. Lene, Gennaio 2021

quanto regole di comportamento ad adesione “volontaria” erano prive di coercibilità e, pertanto, non sufficienti a regolare una materia dagli effetti economici rilevanti⁴²

Per delineare una struttura giuridica in materia di Opa non tardarono proposte di legge volte ad introdurre un regime autorizzatorio e di vigilanza ma solo con la legge n.149/92 si ha una norma completamente dedicata alle offerte pubbliche (di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio titoli) la quale dettava regole volte a soddisfare la crescente esigenza di approfondimento della materia. L’art. 9 della legge richiamata qualificava le offerte al pubblico come *“tutte quelle aventi per oggetto l’acquisto e lo scambio di valori mobiliari quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto”*⁴³ (*quali azioni, obbligazioni convertibili o altri titoli o diritti*) che *comunque consentono di acquisire diritti di voto*⁴⁴ ritenendo quindi, elemento fondamentale il possesso di un quantitativo di titoli che permettesse l’effettivo esercizio del controllo.

Il presupposto per l’applicazione della disciplina era dunque, la sussistenza del controllo inteso come la possibilità *“di disporre dei diritti di voto esercitabili nell’assemblea ordinaria, ovvero di esercitare un’influenza dominante”* (co 2).

Rilevanti erano, ovviamente, anche eventuali accordi tra i soci in merito all’esercizio dei diritti e al trasferimento delle azioni di cui bisognava dare preventiva comunicazione alla Consob entro quarantotto ore dalla stipula (comma 4) e nel caso in cui la comunicazione non avvenisse, tali diritti non avrebbero potuto essere esercitati (comma 5). L’obbligo di

⁴² L’efficacia si sarebbe dispiegata solo se l’acquirente si fosse avvalso della collaborazione della Borsa valori di Milano.

⁴³ Comunemente noto col termine inglese *“unlisted market”*; questo tipo di mercato è stato istituito con la l. n. 49 del 1977, e con esso si intende un mercato regolamentato nel quale sono trattati i titoli che non soddisfano pienamente i requisiti di liquidità richiesti per essere quotati sul MTA (Mercato Telematico Azionario al quale ci si può accedere, appunto, rispettando determinati requisiti formali e sostanziali), ma per i quali si ritenga opportuno la quotazione ufficiale. Cfr. www.glossario.iaonet.com

⁴⁴ L’art. 10 al comma 8 specifica che l’ammontare delle partecipazioni idonee ad ottenere il controllo *“può essere raggiunto e superato anche tramite acquisti effettuati al di fuori della borsa o del mercato ristretto”* (pertanto in un mercato non regolamentato) purché entro trenta giorni dall’acquisto lanci l’offerta pubblica per un quantitativo non inferiore a quello acquistato e ad un prezzo non inferiore alla media ponderata dei prezzi di acquisto.

promuovere l'offerta sorgerà "quando il flottante⁴⁵ è inferiore al 10% o al minor limite stabilito dalla Consob" (comma 9). Nel caso di acquisto di controllo come frutto di un'operazione infragruppo era prevista l'esenzione dall'obbligo di lanciare l'Opa (comma 12)⁴⁶. L'art. 14 definiva quali fossero le informazioni che l'offerente deve comunicare alla Consob, mentre l'art. 15 le ulteriori informazioni, le procedure e le modalità che la Commissione poteva richiedere al proponente⁴⁷.

All'atto della entrata in vigore nel 1992, l'intento del legislatore apparve eminentemente come equitativo in quanto strumento finalizzato alla distribuzione del c.d. "premio di controllo".

Le aspettative che avevano condotto alla sua approvazione erano legate allo sforzo di modernizzazione del mercato finanziario nazionale, nella consapevolezza occorresse superare il convincimento che pochi si arricchissero alle spalle di molti; e" *sebbene l'OPA obbligatoria non potesse certo fungere da panacea a tutti i persistenti mali del mercato mobiliare italiano, se ne percepiva comunque il tentativo di ammodernamento del mercato*"⁴⁸. In effetti, la concentrazione negli assetti proprietari delle società quotate italiane faceva sì che, mancando un meccanismo di OPA obbligatoria, soltanto gli azionisti di maggioranza beneficiassero del differenziale positivo tra il prezzo del passaggio del controllo e i corsi di borsa (differenziale appunto noto come «premio di controllo») ben diversamente da quanto accadeva sul mercato finanziario USA che, pur in assenza di un meccanismo di OPA obbligatoria, vedeva una

⁴⁵ Quantitativo di capitale ammesso a negoziazione escluse le partecipazioni di controllo

⁴⁶ Le ragioni vanno ricercate nella volontà del legislatore di derogare la regola generale qualora il trasferimento del controllo sia frutto di una mera riorganizzazione aziendale, non modificando in tal modo i rapporti tra le società coinvolte nell'operazione.

⁴⁷ Nozioni sull'evoluzione normativa tratte da G. Falcone- G. Rotondo - L. Scipione, *Le offerte pubbliche di acquisto*, GIUFFRÈ, 2001, pagg. 7 e ss.

⁴⁸ Tricornia *op. cit.*, pag. 108-110. Al riguardo sono emblematiche le parole pronunciate dall'allora Presidente di Borsa Italiana al convegno internazionale organizzato da Consob nel maggio del 1998, alla vigilia dell'introduzione del T.U.F.: «*in particolare la disciplina dell'OPA costituisce un punto nodale della credibilità di un mercato finanziario. In tal senso credo che si risolva, anche se non per intero, il dilemma tra efficienza ed equità Solo in presenza di una disciplina credibile, il mercato riceve liquidità e trasferisce sui prezzi l'aspettativa di OPA, anche in assenza o in presenza di un minor numero di OPA effettive*» (Preda 1999), 9

compartecipazione di tutti gli azionisti agli eventi di profitto in virtù della frammentazione del capitale tra una moltitudine di investitori.⁴⁹

Per contro, il dato empirico del mercato italiano ne metteva in luce la natura “asimmetrica” in cui le perdite avevano larga distribuzione, mentre gli utili erano destinati a pochi privilegiati⁵⁰. Da qui l’opinione che il premio di maggioranza dovesse essere distribuito tra tutti gli azionisti”⁵¹.

Come vedremo più avanti, sulla scorta di tali considerazioni verrà successivamente adottato il principio per cui il prezzo stabilito nelle offerte pubbliche di acquisto non è “libero”, ma deve rispettare i limiti imposti dalla legge, in modo che per i destinatari dell’offerta possano prospettarsi vantaggi economici tali da indurli ad aderire all’operazione.⁵²

1.2.1 Il T.U.F del 1998 ed il Regolamento Emittenti

Il quadro normativo sarà completato con la riforma del Testo Unico della Finanza (di seguito T.U.F) del 1998 che è la fonte primaria in materia

⁴⁹ Con riferimento a dati degli anni '80/'90, Weigmann metteva in luce che: «in base ai dati raccolti negli Stati Uniti d’America, all’annuncio di un’offerta i titoli della società destinataria registrano un aumento di valore che si aggira sul 30%. L’offerente promette un premio che mediamente è del 50% o poco più rispetto alle quotazioni correnti prima del lancio dell’operazione», *op. cit.*, p. 328; e ancora, «[...] si è calcolato che i guadagni di capitale realizzati dagli azionisti accettando i *takeovers*, fra il 1977 e il 1986, siano stati pari al 51% dei dividendi percepiti nel medesimo periodo nell’intero settore societario». R.Weigmann, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in Trattato delle Società per azioni, UTET, 1993.

⁵⁰ Triscornia, *op. cit.*

⁵¹ In tal senso anche l’interpretazione offerta dalla Consob e resa pubblica nella deliberazione 10 giugno 1992 n. 6265 (interpretazione delle disposizioni di cui all’art. 10 della legge 18 febbraio 1992, n. 149: «[...] *la principale finalità della legge consiste nel riconoscere a tutti gli azionisti analoghe opportunità economiche in occasione del trasferimento di una partecipazione significativa, ai sensi dell’art. 10, al capitale di una società con titoli quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto*»

⁵² In caso contrario i detentori di partecipazioni rilevanti potrebbero lanciare l’OPA obbligatoria ad un prezzo irrisorio, nella consapevolezza che l’operazione non vada a buon esito, al solo fine di adempiere agli obblighi imposti dal T.U.F. Quest’ultimo invece, all’art. 106 comma 2 stabilisce che “*l’offerta è promossa entro trenta giorni a un prezzo non inferiore alla media aritmetica fra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi e quello più elevato pattuito nello stesso periodo dall’offerente per acquisti di azioni ordinarie*”, proprio al fine di assicurare un certo corrispettivo economico ai destinatari dell’offerta.

di disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio⁵³; in particolare la loro disciplina trova spazio nella Parte IV del Titolo II, concernente l'appello al pubblico risparmio ed è corredata da quanto stabilito dal Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, altrimenti noto come Regolamento Emittenti, oggetto di ripetute revisioni.

La nuova regolamentazione della materia si imponeva in un momento in cui la globalizzazione dei mercati imponeva una maggiore “protezione e sicurezza” a tutti gli azionisti, in particolare a quelli di minoranza⁵⁴. Si possono identificare due finalità che il testo unico vuole raggiungere disciplinando l'OPA:

- assicurare un'adeguata tutela ai destinatari dell'offerta, garantendo trasparenza di tutto l'iter (sin dalla fase prenegoziale) e di tutte le condizioni contrattuali; tale obiettivo è raggiunto sottoponendo la vigilanza sull'intera operazione alla Consob. La ratio è quella di evitare che una contrattazione diretta tra l'offerente e gli azionisti della società bersaglio si traduca in abusi a danno di questi ultimi, vista l'asimmetria informativa da cui il proponente potrebbe trarne un illecito vantaggio;

- tutelare non solo gli interessi di una particolare categoria di investitori, che sono coloro che incidono fortemente sulle decisioni aziendali (basti pensare ai diritti di voto incorporati nella loro partecipazione azionaria), ma anche l'efficienza del mercato del controllo societario

Con il Testo Unico della Finanza è stata abrogata l'intera disciplina previgente, con finalità di semplificazione e chiarificazione delle ambiguità in essa contenute⁵⁵, sebbene ne recepisse in parte alcuni caratteri

⁵³ Con esso è stata abrogata la precedente disciplina.

⁵⁴ Lo scrive Tola (2008): «mentre nel sistema di cui alla l. 149/92 l'OPA tendeva genericamente ad assicurare analoghe opportunità economiche a tutti gli azionisti, l'attuale disciplina si incentra principalmente sul riconoscimento dell'exit in occasione del mutamento del controllo».

⁵⁵ Si veda *ex multis* L. Di Brina, *Commento sub art.105*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, (a cura di) G. Alpa e F.Capriglione, CEDAM, Padova, 1998, p. 976 il quale nota come la semplificazione nell'individuazione dell'oggetto di applicazione dell'art. 105 “sembra caratterizzata dall'intento di delineare in maniera più specifica e definita le ipotesi nelle quali ricorre l'obbligo di offerta pubblica. La nuova disciplina sembra mirare, attraverso la fissazione di presupposti oggettivi (soglie di partecipazione predefinite, cui sono connessi sia l'obbligo

fondamentali già riconosciuti quale l'obbligo di lanciare l'offerta nel caso di trasferimento di controllo della società bersaglio con lo scopo di tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza nel rispetto di un iter formale atto a garantirne la tutela ma anche l'efficienza del mercato borsistico. Anche tali aspetti sono stati, tuttavia, modificati con riferimento:

a) alla disciplina dell'OPA obbligatoria, rispetto alla quale ora sono previste due fattispecie (l'OPA successiva totalitaria e l'OPA residuale) contro le cinque della legge del 1992;

b) all'OPA preventiva totale o parziale delle azioni ordinarie, che nel TUF trovano diversa disciplina;

c) ad una nuova definizione di offerte pubbliche di acquisto e scambio, che comporta un diverso ambito di applicazione della normativa

d) ad un maggior potere della Consob, la quale può anche intervenire nella disciplina mediante normazione secondaria⁵⁶. La qual cosa è facilmente desumibile dallo stesso dettato normativo, che rinvia al Regolamento Consob per la definizione del numero di soggetti e dell'ammontare complessivo minimo affinché si parli di offerte pubbliche di acquisto o scambio e quindi trovino applicazione le norme in materia.

Con specifico riguardo alla "tutela delle minoranze", il TUF cerca di rafforzare gli strumenti endosocietari di tutela e di intervento nella gestione sociale; sebbene non vi sia contenuta alcuna definizione di "minoranza", di volta in volta, è la stessa norma ad indicare chi o quale percentuale di capitale sociale ha il diritto di esercitare una qualche forma di intervento elevando il peso delle minoranze in misura direttamente proporzionale al tasso di partecipazione dei soci alla vicenda assembleare. Più alta è la partecipazione, più alta è la quota di voti favorevoli necessaria per deliberare e più intenso il potere di interdizione da parte delle minoranze.

Particolarmente rilevanti sono le modifiche apportate alla disciplina dalla Sezione II del TUF agli artt. 105 e successivi con cui si fissano i

di offerta che l'esenzione da tale obbligo, a garantire l'effettiva applicazione dello strumento dell'OPA obbligatoria"

⁵⁶ B. Quatraro – L. G. Picone, Manuale teorico – pratico delle offerte pubbliche di acquisto e scambio, GIUFFRÈ, Milano, 2004, pag. 5.

presupposti di base dell'OPA, quali: la definizione di una soglia di partecipazione rilevante ai fini dell'acquisizione del controllo, l'individuazione del lancio di un'OPA totalitaria come oggetto dell'obbligo e, infine, la determinazione dell'ammontare da offrire agli azionisti in pendenza dell'offerta obbligatoria. Quanto al concetto di "partecipazione rilevante" ai fini del lancio di un'OPA obbligatoria" è intesa in termini di "detenzione" la quale ricorre non solo quando l'offerente sia titolare e legittimato rispetto a tutti i titoli che la compongono ma anche quando sia solo legittimato all'esercizio dei relativi diritti ed, in particolare, all'esercizio di voto sulle materie di cui al comma 2 dell'art. 105. La norma, in definitiva, riconosce come la posizione di rilievo rivestita dal socio nella prospettiva dell'esercizio del controllo sia correlata al potere di nomina dei gestori. Peraltro la nozione di partecipazione viene svincolata dal riferimento a specifiche categorie di azioni, essendo rilevanti tutte le azioni che attribuiscono il voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina e revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza, deliberazioni attraverso cui un socio può influire sulla gestione di una società sia in relazione alle attività di gestione che di organizzazione aziendale su cui i titoli conferiscano i diritti di voto.⁵⁷ La soglia di rilevanza dell'offerta obbligatoria, è stata fissata dal legislatore in modo puntuale onde evitare ambiguità interpretative ed applicative riferite al concetto di "controllo societario" abbandonando la logica del caso per caso.

Da ultimo giova segnalare che all'intento del legislatore non era sconosciuta la necessità della riforma societaria se non, della riforma del

⁵⁷ Sulla correlazione tra maggioranza del diritto di voto e obbligo di lanciare un'OPA si rimanda a C. Mosca, La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie OPA, in Nuove leggi Civ. Comm, 2015, pag 864-884. Secondo l'A.: "La revisione del regolamento emittenti, imposta dall'introduzione dell'istituto della maggiorazione di voto nel testo unico della finanza, si è spinta sino ad operare una vera e propria riforma del presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto...omissis....tale disciplina destinata alle società che adotteranno il voto maggiorato, svaluta il momento dell'acquisto della partecipazione quale presupposto dell'obbligo di offerta, sostituendolo con la disponibilità dei diritti di voto oltre soglia. In questo contesto, l'offerta di pubblico acquisto rappresenta, in modo ancora più evidente, una reazione di fronte all'acquisizione di una posizione di controllo dell'emittente, anche se, in assenza di un negozio di trasferimento della partecipazione, l'operazione non solleva il problema della ripartizione del premio di controllo".

diritto dell'impresa in generale “che si estenda anche a temi quali la nozione stessa di imprenditore e alle regole che presiedono la nascita, la crescita, la crisi e la cessazione dell'impresa” per dirla con le parole pronunciate da Mario Draghi⁵⁸.

Di qui in poi, accanto alla sua natura di strumento perequativo che, vigente la legge n. 149/92, era stata quasi “monolitica”⁵⁹ acquista anche quella di strumento di protezione degli investitori di minoranza riconoscendo loro il diritto di exit vale a dire di liquidare la propria partecipazione ad un prezzo congruo.⁶⁰

1.2.2 La Direttiva 2004/25/CE 19

Il percorso intrapreso con il TUF è stato sostanzialmente deviato a seguito dell'emanazione della Direttiva 2004/25/CE, e del suo successivo recepimento in Italia con il D.lgs. 229, del 19 novembre del 2007. L'elaborazione di una disciplina a livello comunitario è nata sotto la spinta della necessità di armonizzare la regolamentazione delle offerte al fine di evitare discriminazioni in grado di limitare la crescita delle imprese e, in generale, per l'impatto sul funzionamento dei sistemi economici. Al termine di un lungo negoziato sui punti più controversi⁶¹, che ne ha determinato il

⁵⁸ Cfr G. Presti, *Dal “Decreto Eurosim” alla “legge Draghi”* in Quaderni giuridici n.21, A 20 anni dal (1998-2018), Atti del Convegno Banca d'Italia-CONSOB

⁵⁹ Così Triscornia *op. cit.*, diversamente da Enriques che sottolinea come la legge n. 149/82 non garantisse pienamente il rispetto della parità di trattamento, atteso che l'OPA successiva aveva ad oggetto solo una quota del capitale corrispondente al pacchetto acquistato dall'offerente a trattativa privata, sicché soltanto in caso di cessione di una partecipazione pari o superiore al 50% anche gli altri soci avrebbero potuto cedere interamente il proprio pacchetto azionario,

L. Enriques, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, 2002, Month 1, p. 1-264.

⁶⁰ Comunicazione Consob n. DIS/99043363 del 28 maggio 1999; analogamente, orientamento sull'OPA contenuto in *Consob Informa*, n. 10 del 6 marzo 2000.

⁶¹ L'idea di introdurre una regolamentazione comune delle offerte pubbliche di acquisto è frutto di oltre un ventennio di dibattiti e di presentazione di vari progetti europei, iniziati negli anni '70 del secolo scorso. In quegli anni, infatti, la Commissione Europea, preso atto della crescente importanza del fenomeno delle acquisizioni societarie, nonché della profonda differenza tra le discipline esistenti in materia negli Stati membri (come evidenziato dal rapporto sullo stato delle legislazioni nazionali in materia affidato nel 1974 a Robert Pennington), manifestava l'assoluta necessità di un'azione di riavvicinamento. A

carattere compromissorio, sono stati fissati alcuni principi e requisiti generali che gli Stati membri sono tenuti a far applicare attraverso una normazione conforme ai rispettivi ordinamenti e contesti nazionali.⁶² L'obiettivo annunciato nei considerando 1, 2 e 9, è quello di rendere equivalenti, a livello europeo, le misure di tutela dei soci, in particolare di minoranza, delle società con titoli negoziati su mercati regolamentati, in occasione del trasferimento del controllo sulle società stesse. Per realizzare una maggiore trasparenza nello svolgimento dell'operazione, istituisce un quadro di principi comuni e di requisiti generali che gli Stati membri devono attuare attraverso norme più dettagliate, conformemente ai rispettivi sistemi nazionali. A tal fine stabilisce misure di coordinamento delle disposizioni normative nazionali concernenti le OPA di titoli delle società comunitarie, quando anche solo una parte dei detti titoli è ammessa alla negoziazione in un mercato regolamentato in uno o più Stati membri (art. 1 della Direttiva).

Le novità apportate con l'adeguamento alla normativa europea sono tre: a) le materie che rilevano ai fini della disciplina dell'OPA obbligatoria sono esclusivamente la nomina o la revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza, essendo stato soppresso il riferimento all'esercizio dell'azione di responsabilità dei soggetti appena elencati; b) si è sostituito il riferimento alle azioni con il più ampio riferimento ai titoli⁶³; c) la

tale scopo, nel 1985, veniva istituito un primo gruppo di studio con il compito di predisporre uno schema di direttiva. Seguivano proposte di Direttiva per diverse ragioni osteggiate dai vari Stati membri (per un'approfondita ricostruzione sui lavori preparatori, si veda RAZZANTE, 2010). In esito alle numerose obiezioni mosse dagli Stati membri, nel 1993 la Commissione dava avvio a una procedura di consultazione degli Stati membri, finalizzata a conoscerne gli orientamenti circa la necessità di procedere all'armonizzazione delle normative "interne". Al termine della consultazione risultava che la maggior parte degli stessi Stati membri si era dichiarato favorevole all'adozione di una direttiva, la quale, però, si limitasse a stabilire i principi generali della disciplina. Nonostante ciò, ci sono voluti successivi undici anni, svariate ulteriori proposte di Direttiva, interminabili modificazioni ed emendamenti di queste, per giungere, il 21 aprile 2004, all'approvazione unanime degli Stati membri dello schema di direttiva poi emanato.

⁶² F. Chiappetta, *op. cit.*, pag 362

⁶³ Sebbene nella definizione di titoli, il legislatore si sia riferito agli strumenti finanziari senza alcuna ulteriore specificazione, si può ritenere che nell'accezione in cui tale concetto è stato utilizzato, il riferimento sia necessariamente alla categoria di strumenti finanziari partecipativi del codice civile, Sez. V. Tale definizione risulta ulteriormente specificata

partecipazione non riguarda più una quota di capitale rappresentato da azioni ma una quota di titoli.

Quanto ai principi, l'art. 3 della Direttiva ne enuncia una serie ai quali devono conformarsi le norme nazionali di recepimento quali il principio della parità di trattamento per il divieto di creazione di mercati fittizi, suscettibili di dar luogo ad aumenti o cali artificiali delle quotazioni dei titoli e di turbare il normale funzionamento del mercato, l'introduzione del principio del "*best price rule*", l'obbligo per l'offerente di annunciare l'offerta solo dopo essersi assicurato di poter far fronte pienamente ad ogni impegno di pagamento del corrispettivo in contanti, se così prevede l'offerta, e dopo aver adottato tutte le misure ragionevoli per assicurare il soddisfacimento degli impegni relativi a corrispettivi di diversa natura.

La Direttiva ha introdotto, tra le altre, due importanti regole che possono trovare applicazione in sede di offerta pubblica, che sono: la *passivity rule* e la regola di neutralizzazione⁶⁴. Ai sensi dell'art. 9 "l'organo di amministrazione della società emittente è tenuto ad ottenere l'autorizzazione preventiva dell'assemblea generale degli azionisti a tal fine prima di intraprendere qualsiasi atto od operazione che possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta".

Con la *passivity rule*,⁶⁵ si è inteso, infatti, subordinare alla volontà degli azionisti qualunque atto difensivo nei confronti di una scalata. Anche qui *l'intentio legis* risponde all'esigenza di bilanciare i poteri esistenti nelle

dall'art. 105, comma 2) TUF secondo cui i titoli presi in considerazione dalla disciplina delle OPA obbligatorie non sono quelli provvisti di un generico diritto di voto, ma sono quelli che consentono di votare nelle deliberazioni assembleari di nomina e/o revoca dei componenti dell'organo amministrativo ovvero del consiglio di sorveglianza.

⁶⁴ Tuttavia ai sensi dell'art. 12 è previsto un regime opzionale che consente ai legislatori nazionali di esigere o meno l'applicazione delle due regole; si può decidere di introdurle entrambe, nessuna o solo una (c.d. *opting out*). Qualora però per via legislativa ci si avvallesse di tale opzione, bisogna consentire alle società di poterle prevedere (in maniera reversibile) nel proprio statuto. L'Italia ha previsto l'obbligo di applicazione di entrambi i principi, obbligo poi modificato seguito del decreto legge del 2008 <http://nuovo.camera.it/Opa+e+misure+difensive+Paesi+europei>.

⁶⁵ Per *passivity rule*, "regola della passività", si intende una regola che mira a salvaguardare la contendibilità delle società quotate impedendo che gli amministratori attuino "iniziative difensive" per scongiurare offerte e scalate esterne.

società quotate, consentendo ai soci di optare tra l'accettazione dell'offerta o l'adozione di misure difensive.

Invece la regola di neutralizzazione (*breakthrough rule*) ⁶⁶prevista dall'art. 11 della Direttiva, che in sede di attuazione di quest'ultima trova posto nell'art. 104-bis del TUF prevede che:

1. *“nel periodo di adesione all'offerta non hanno effetto nei confronti dell'offerente le limitazioni al trasferimento dei titoli previste nello statuto né hanno effetto, nelle assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni previsti dall'art. 104, le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o dai patti parasociali” (art. 104-bis, comma 2);*
2. *“quando a seguito dell'offerta di cui al comma 1) l'offerente venga a detenere almeno il 75%el capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, nella prima assemblea che segue la chiusura dell'offerta....omissis... non hanno effetto né le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o nei patti parasociali né qualsiasi diritto speciale in materia di nomina o revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza previsto nello statuto” (art. 104-bis, comma 3).*

In sintesi, nel periodo dell'offerta, tutte le limitazioni al diritto di voto (patti parasociali, diritti speciali in materia di nomina-revoca degli amministratori...) non sono applicabili. Questo se l'offerente ottiene almeno il 75% del capitale (restano fermi i diritti per le azioni speciali). Se l'offerta va a buon fine, si deve pagare un equo indennizzo per i possessori dei titoli che sono stati limitati (richiesta da presentare entro 90 gg. dalla chiusura dell'offerta).

⁶⁶ Si tratta di una previsione che tende a rimuovere i limiti e ostacoli al trasferimento di titoli oggetto dell'offerta (per esempio limitazioni al diritto di voto o vincoli derivanti da patti parasociali o dalle prerogative di speciali categorie di azioni), tuttavia anche in questo caso “le disposizioni [...] non si applicano alle limitazioni statutarie al diritto di voto attribuito da titoli dotati di privilegi di natura patrimoniale”

A queste due regole si affianca la clausola di reciprocità (art. 12 della Direttiva) che viene inserita nell'art. 104-ter del testo unico. La Direttiva prevede che gli Stati possono consentire alle società che applicano la *passivity rule* e/o la regola di neutralizzazione di disapplicare tali regole qualora i titoli da esse emesse siano oggetto di offerta da parte di società che, per le proprie leggi nazionali, non applicano le medesime regole. La ratio è quella di incentivare gli Stati membri all'adozione delle due regole permettendo alle società di poter eventualmente invocare la clausola di reciprocità nei confronti di quelle che non le applicano.

I principi in esame rispecchiano i requisiti minimi della disciplina in materia di OPA: il legislatore comunitario lascia alla discrezionalità degli Stati membri sia la facoltà di stabilire condizioni supplementari o disposizioni più rigorose sia la scelta del tipo di ente giuridico da designare: un'autorità pubblica oppure un organismo privato, come il *take over panel* inglese⁶⁷.

1.3 L'offerta pubblica di acquisto: le fattispecie

La ratio della norma sopra richiamata è quella di circoscrivere il perimetro applicativo della normativa, per consentire la comprensione di quale sia la portata della disciplina procedurale in tema di offerte pubbliche. Pertanto l'obiettivo primario è quello di identificare le circostanze rientranti nella fattispecie Opa, con tutti gli obblighi sul piano procedimentale che ne derivano, in maniera tale da non consentire un ricorso al pubblico risparmio (mediante messaggi promozionali ed inviti ad offrire.) che non sia opportunamente vigilato.

Secondo l'odierna definizione contenuta nell' art.1, co.1, lett. v del Testo Unico della Finanza (Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58), l'OPA viene individuata in: “*ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo*

⁶⁷ G. Di Marco, *Il commento alla direttiva comunitaria sull'OPA*, in *Le Società*, 2004, 9, 1181.

scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 1, lettere b) e c)"⁶⁸; non costituisce offerta pubblica di acquisto o di scambio quella avente a oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari".

L'OPA, dunque, costituisce una sollecitazione al disinvestimento da parte di un soggetto, persona fisica o giuridica, nei confronti di una società quotata: in altri termini si invitano gli azionisti di una società o a vendere le proprie azioni ad un prezzo stabilito, ovvero a tenerle, eventualmente entrando a far parte della nuova società, nel caso in cui ne dovesse conseguire un significativo cambiamento degli "assetti proprietari". Al contempo è lo strumento che consente all'azionista di minoranza di una società quotata e ai possessori di titoli che attribuiscono diritto di voto in assemblea che consente al contempo di uscire dalla società stessa nel caso in cui ne venga trasferito il controllo e di partecipare ai guadagni differenziali che eventualmente ne derivassero.

Le disposizioni del TUF sulle OPA/S si dividono in due parti: nella sez. I è dettata una disciplina unitaria applicabile a tutte le OPA/s, senza che rilevi la quotazione o altro (salvo che per l'art. 104), nella sez. II sono disciplinate delle offerte particolari, le OPA obbligatorie, aventi necessariamente per oggetto azioni ordinarie di società italiane quotate in mercati regolamentati italiani (art. 105).

La norma, il cui ambito di applicazione è limitato "[...] alle società italiane con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani" si diversifica sotto vari aspetti. Infatti, nonostante siano accomunate nella definizione legislativa dell'art. 1 del TUF, occorre distinguere tra OPA

⁶⁸ . Niccoli, *Offerta Pubblica di Acquisto*, in *Enciclopedia del Diritto*, XXIX, Giuffrè, Varese, 1979, p. 766 forniva un tentativo definitorio ante-litteram di tale concetto: "Con l'ormai tradizionale sigla O.P.A. (offerta pubblica d'acquisto) si intende l'offerta, rivolta pubblicamente ai portatori di titoli di una società per azioni, di acquistare una quantità (determinata o meno) di tali titoli contro un corrispettivo (di solito superiore al valore di mercato) in denaro e/o in altri titoli, entro una data prestabilita"

(offerta pubblica di acquisto), OPS (offerta pubblica di scambio) e OPAS (offerta pubblica di acquisto e scambio)⁶⁹. La ratio delle fattispecie è in tutti i casi quella di pervenire al rafforzamento dell'influenza o all'acquisizione del controllo della società bersaglio sia pur attraverso modalità diverse: mentre nella prima tipologia l'acquisto del pacchetto azionario (e dei diritti di voto) avviene con la liquidazione in danaro del valore dell'azione, nel secondo caso l'operazione avviene senza investire capitali ma semplicemente proponendo le azioni dell'offerente agli azionisti della società emittente. L'ultima fattispecie è a metà strada tra le due opzioni viste e si determina con il pagamento in parte in danaro ed in parte con lo scambio di azioni da parte dell'offerente. Si tende in tal modo a "facilitare" l'offerta permettendo all'acquirente di scegliere in quale forma pagare il corrispettivo sottraendolo alla necessità di raccogliere somme di danaro soprattutto quando ingenti. Per contro, data la natura del pagamento (non in danaro, ma in titoli), si riscontra l'esigenza di fornire massima tutela ai destinatari dell'offerta in modo da evitare che a seguito del superamento della soglia rilevante tenti di "accontentare gli azionisti (o, più in generale, gli investitori) estranei al controllo della società proponendo loro, quale corrispettivo dell'offerta obbligatoria, titoli di non agevole liquidità ovvero di scarso interesse borsistico"⁷⁰. A tal fine opera il combinato disposto degli art. 102, comma 1, e 106 comma 2-bis del TUF in base al quale l'offerente deve proporre ai destinatari dell'offerta un corrispettivo in contanti in alternativa a quello in titoli al ricorrere di due ipotesi:

1) qualora i titoli offerti in corrispettivo non siano ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati in uno Stato comunitario;

2) nel caso in cui l'offerente e le persone che agiscano di concerto abbiano acquistato verso un corrispettivo in danaro, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione dell'offerta e fino alla chiusura della stessa, titoli che conferiscano almeno il 5% dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea della società i cui titoli sono oggetto di offerta.

⁶⁹ Cit. <https://argomenti.ilsole24ore.com/.../opas...>

⁷⁰ F. Chiappetta, *op. cit.*,

Quanto all'OPA, sotto il profilo della volontarietà opera la distinzione tra OPA volontaria ed obbligatoria, e ancora tra OPA amichevole od ostile a seconda dell'allinearsi degli amministratori della società bersaglio all'offerta o meno (in tal caso verranno promosse azioni difensive nei limiti, superabili, delle regole della *passivity rule* della neutralizzazione e della clausola di reciprocità del soggetto promotore dell'offerta).

All'interno della disciplina dell'Opa il legislatore prevede il più circoscritto, in quanto applicabile solamente alle società quotate, regime dell'Opa obbligatoria di cui agli artt. 105 e successivi. Al suo interno, tenuto conto delle citate differenze e delle soglie stabilite *ex lege*, sono riscontrabili gli istituti dell'Opa totalitaria, di cui all'art. 106, dell'Opa preventiva, art. 107 e del c.d. *obbligo di acquisto* di cui all'art. 108⁷¹.

Infine, si diversifica tra OPA totalitaria e residuale. All'interno di tale disciplina un sottoinsieme dal rilievo determinante è la fattispecie nota come di "azione di concerto".

1.3.1 (segue) le ragioni sottostanti al lancio

Come sin qui visto, le offerte pubbliche sono le tecniche cui generalmente le società ricorrono nel momento in cui vuole acquisire una partecipazione di controllo di una società azionaria, per avere il potere di influenzare in maniera "dominante" le scelte aziendali (grazie ai diritti di voto che tale partecipazione gli conferisce e che gli consente un forte potere d'intervento in assemblea). Non tutte le offerte sono tuttavia, indirizzate all'acquisizione del controllo, potendo queste essere riconducibili ad un

⁷¹ Con tale termine si fa riferimento all'esclusione delle azioni di una società dalla quotazione in un mercato regolamentato, riferendosi a tale operazione con l'espressione *public to private*. Essa può avvenire secondo diverse modalità, quali: (i) delibera assembleare concernente l'esclusione dalla quotazione senza che la società sia contestualmente coinvolta in operazioni sul capitale o in operazioni straordinarie; (ii) fusione per incorporazione della controllata quotata nella controllante non quotata o in una società-veicolo non quotata appositamente creata e (iii) offerta pubblica di acquisto totalitaria da parte del socio di controllo finalizzata al ritiro dei titoli dal mercato, effettuata direttamente dal socio di controllo. In tema di *delisting* e diritto di recesso si veda per tutti Pomelli, *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, Riv. soc. 2009, 2-3, pag. 407.

proposta da parte di coloro che già lo esercitano oppure abbiano ad oggetto titoli che non lo conferiscono. Lanciare un'offerta è solo una delle possibili strade percorribili idonee ad acquisire una partecipazione di controllo; lo stesso obiettivo può essere raggiunto attraverso l'acquisto diretto della partecipazione da colui che precedentemente la deteneva, oppure tramite una serie di piccole operazioni⁷² da porre in essere con i vari azionisti, fino al raggiungimento della soglia che consente l'esercizio dell'"influenza dominante" (a meno che non si determini un obbligo di OPA).

In realtà, in caso di Opa volontaria, la scelta di lanciare o meno l'offerta è frutto di un calcolo di convenienza che consiste, appunto, nel tener conto del costo proibitivo che l'offerente si troverebbe a sostenere se dovesse negoziare i titoli in maniera separata, andando alla ricerca degli azionisti dispersi della società quotata⁷³.

Le ragioni che spingono una società a volerne il controllo di un'altra possono essere molteplici: si può voler incidere significativamente nella vita societaria oppure l'operazione può essere frutto di un'attività meramente speculativa come nel caso sia frutto di un'operazione finanziaria nella quale l'acquisizione del controllo della società target sia mirato ad un successivo smembramento sul mercato; in tal modo verrebbe finanziata l'intera operazione e si otterrebbero ingenti guadagni. Trattasi di una manovra, nota in economia come *asset stripping*⁷⁴, che viene attuata quando ci si accorge che una società è sottovalutata (presenta quindi un valore complessivo inferiore rispetto alle singole attività che la compongono), pertanto si procede con l'acquisto non per gestirla ma per rivenderla con varie piccole cessioni (ognuna delle quali aventi per oggetto un asset o un gruppo di asset) dalle quali è possibile ricavare elevate plusvalenze. Al contrario, l'obiettivo primario dell'acquisizione potrebbe essere l'intervento nell'attività operativa della società target, per renderla più efficiente oppure per migliorare le performance della società offerente.

⁷² L'ipotesi ricorre nei casi di azionariato molto diffuso

⁷³ Cfr. L. Enriques, Mercato del controllo societario e tutela degli investitori, la disciplina dell'opa obbligatoria, cit., pag. 12.

⁷⁴ <http://www.bankpedia.org/index.php/it/119-italian/o/21377-offerta-pubblica-di-acquisto>

Altre ragioni possono essere la combinazione di risorse complementari, l'eccesso di fondi, l'eliminazione delle inefficienze eliminazione dal commercio di un concorrente per aumentare la propria quota di mercato e per ridurre la concorrenza, il consolidamento di settore o, ancora, la possibilità di usufruire di benefici fiscali non utilizzati.

In tutti i casi la finalità è quella di poter acquisire il controllo ed avere quindi i “numeri” in assemblea che gli consentano di deliberare in tal senso senza dimenticare che l'ottenimento del controllo trova giustificazione anche nei numerosi benefici privati ad esso correlati e che costituiscono tutta una serie di utilità di cui godono i soggetti economici che esercitano influenza dominante.

Non da ultimo l'OPA può essere finalizzata al buy-back ovvero al riacquisto delle azioni proprie⁷⁵.

Quale che siano le ragioni sottostanti al lancio dell'OPA è difficile stabilire di preciso quali siano gli effetti sulla società target, sul mercato, ma anche sulla società offerente che scaturiscono dal lancio di un'offerta, dalla sua realizzazione o mancata riuscita. Sicuramente gli scenari che si possono aprire sono molteplici e dipendono proprio dalle ragioni che spingono il lancio dell'offerta e dalla rilevanza (in termini di dimensione e tipo di offerente) dell'operazione. Ancora più complessi risultano gli impatti economici sull'intero settore in cui le società coinvolte nell'offerta si trovano ad operare. Le integrazioni tra aziende potrebbero migliorarne l'efficienza, qualora, come si è già visto, un settore dovesse essere saturo, vista l'eccessiva capacità produttiva rispetto a quella che il mercato (la domanda) è in grado di assorbire; ma, al contrario, potrebbe generare un problema di concentrazioni finalizzate all'eliminazione della concorrenza, con lo scopo di creare un mercato monopolistico.

⁷⁵ L'acquisto di azioni proprie è disciplinato dagli artt. 2357 e 2358 del c.c., che ne fissa i limiti e modalità; tra i più rilevanti: 1) l'acquisto di azioni proprie deve avvenire nei limiti degli utili distribuiti e delle riserve disponibili; inoltre può riguardare solo azioni interamente liberate; 2) durata non superiore ai 18 mesi; 3) le azioni acquistate non devono superare il 10% del capitale sociale

1.4. L'OPA obbligatoria: i soggetti coinvolti e le tutele stabilite dal legislatore

Con l'accezione "OPA obbligatoria" si "identifica abitualmente la situazione che si realizza allorché, al verificarsi di presupposti determinati, uno o più soggetti hanno in termini inderogabili il dovere di promuovere un'offerta pubblica d'acquisto alle condizioni egualmente stabilite dalla legge"⁷⁶. Tali sono le condizioni poste agli artt. 105-112 del TUF i quali disciplinano la materia delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie. Il primo degli articoli richiamati reca le disposizioni generali in materia di OPA obbligatoria, consentendo innanzitutto di delimitare l'ambito di applicazione della disciplina e fornendo la nozione di partecipazione attorno agli incrementi della quale oltre la soglia di volta in volta reputata rilevante ruotano gli obblighi di offerta sanciti dagli artt. 106, 108 e 109 del TUF.

Precisamente l'art. 106 comma 1 del TUF regola l'OPA obbligatoria totalitaria, che scatta nel momento in cui:" Chiunque, a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento ", in tal caso l'oblatore deve promuovere un'OPA nei confronti di tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli⁷⁷.

Al comma 3) è delineata l'OPA obbligatoria di consolidamento, che sorge a seguito di acquisti superiori al 5% o alla maggiorazione dei diritti di voto maggiore del 5% da parte di chi già detiene la partecipazione idonea all'obbligo di OPA obbligatoria totalitaria ma senza detenere la maggioranza dei diritti di voto dell'assemblea ordinaria mentre l'art. 108

⁷⁶ Pederzini, *Profili contrattuali delle offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 2004, pp. 77-78

⁷⁷ Rondinelli M., *La disciplina dell'offerta pubblica di acquisto.-Parte IV.-Titolo II.-Capo II- Le offerte obbligatorie.-Sezione II. -Offerte pubbliche di acquisto obbligatorie. art.106 TUF.- Offerta pubblica di acquisto totalitaria in Le nuove leggi civili commentate-2010, Vol. 33-Fascicolo 1-pagg. 129-132.*

⁸ Cit. art. 108 TUF, cui si rimanda per la disamina dettagliata della norma.

commi 1 e 3 del TUF contemplano l'OPA obbligatoria residuale che si configura nel momento in cui l'offerente giunga ad avere una partecipazione pari al 95%, soglia oltre la quale ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta, pagando un corrispettivo corrispondente a quello dell'OPA precedente, di modo da garantire la possibilità di non adesione agli azionisti di minoranza. Il comma 2 della medesima disposizione specifica altresì che chiunque venga a detenere una partecipazione maggiore del 90 % (anche non a seguito di OPA) deve acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta a meno che non ripristini un adeguato flottante per il regolare andamento delle negoziazioni entro novanta giorni. Infine, l'obbligo di lanciare un'OPA scaturisce nel caso in cui l'offerente venga a detenere, a seguito di offerta pubblica totalitaria, una partecipazione almeno pari al 95% del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata. In tal caso ha diritto di acquistare i titoli residui entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta, se ha dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto. Qualora siano emesse più categorie di titoli, il diritto di acquisto può essere esercitato soltanto per le categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novantacinque per cento" (art 111 TUF).

Il comma 1) dell'art. 105 consente di delimitare l'ambito di applicazione della disciplina dell'OPA obbligatoria consentendo di distinguere più agevolmente ciò che vi ricade⁷⁸ da ciò che resta necessariamente fuori. Il legislatore ricorre a due criteri per delimitare l'ambito di applicazione della disciplina delle OPA obbligatorie, il primo dei quali consistente nella nazionalità italiana della società emittente, il

⁷⁸ Al verificarsi di altre condizioni che potremmo qualificare di segno positivo in quanto aventi natura costitutiva dell'obbligo di OPA, come quelle dettate al successivo art. 106, comma 1) TUF e sempre che non si verificano dei fatti aventi natura impeditiva – si vedano le ipotesi contemplate all'art. 106, comma 4 o , e all'art. 107 TUF – ovvero estintiva – tutte le ipotesi di cui all'art. 105, comma 5) , TUF ad eccezione della lett. d) che è una causa di sospensione dell'obbligo

secondo relativo riferito alla ammissione alle negoziazioni dei titoli emessi da società italiane su mercati regolamentati italiani.⁷⁹

La nozione di partecipazione ex comma 2) art 105 TUF si riferisce ad una quota, detenuta anche indirettamente per il tramite di fiduciari o per interposta persona, dei titoli emessi da una società di cui al comma 1 che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza.⁸⁰ Una modifica rilevante è intervenuta con la Direttiva Europea 2004/25/ con cui la partecipazione viene intesa come “quota di titoli che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza”.

Venendo all’OPA successiva totalitaria, il comma 1 dell’art. 106 TUF come riformato dall’art 20 del D.L 91/2014 convertito nella L.116/2014 apre dettando la regola che costituisce il baricentro dell’intera

⁷⁹ In base al combinato disposto dei commi 4) e 5) dell’art. 101 bis, vi rientrano tanto le società italiane (quelle che sono state validamente costituite in Italia e quelle che, ai sensi dell’art. 101 bis comma 1o hanno la sede legale in Italia) i cui titoli siano negoziati sui mercati regolamentati italiani quanto le società italiane i cui titoli siano negoziati su altri mercati regolamentati comunitari, esclusi quelli nazionali. In tal modo pare essersi realizzata una estensione della disciplina di tipo soggettivo⁷⁹: vengono infatti in considerazione anche le società straniere ma con sede legale in Italia e le società che, pur avendo la sede legale in Italia, in passato sarebbero state esenti dalla disciplina per aver scelto altri mercati regolamentati per le negoziazioni dei propri titoli. Si applica il diritto italiano per le questioni inerenti al corrispettivo dell’offerta, alla procedura, in particolare con riguardo agli obblighi di informazione sulla decisione dell’offerente di procedere all’offerta, al contenuto del documento di offerta e alla divulgazione dell’offerta. Mentre, per le questioni riguardanti l’informazione che deve essere fornita ai dipendenti della società emittente, per le questioni di diritto societario con particolare riguardo a quelle relative alla soglia al cui superamento consegue l’obbligo di offerta pubblica di acquisto, alle deroghe a tale obbligo e alle condizioni in presenza delle quali l’organo di amministrazione della società emittente può compiere atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell’offerta, occorre distinguere: a) per le prime due tipologie di offerte il diritto applicabile e l’autorità competente sono quelle dello Stato membro in cui la società emittente ha la propria sede legale; b) l’ultima tipologia di offerta è disciplinata dal diritto italiano e l’autorità competente in relazione ad esse è la Consob.

⁸⁰ L’attuale formulazione è il risultato di molteplici interventi il più significativo dei quali si ricollega alla riforma del diritto societario del 2003, con cui veniva l’intero testo dell’art. 105 TUF veniva modificato (art. 1° art. 3 del d.lgs. n. 37/2004 con la sua introduzione si stabiliva che per partecipazione dovesse intendersi una “quota del capitale rappresentato da azioni che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti la nomina o revoca o responsabilità degli amministratori o del consiglio di sorveglianza”. L’ adeguamento era reso necessario dalla riforma del diritto societario con cui si è ampliata per le società per azioni la possibilità di creare delle categorie di azioni speciali, modellate relativamente ai diritti patrimoniali e ai diritti amministrativi – e, per quel che qui interessa, con riguardo al diritto di voto in assemblea – secondo le esigenze della società emittente.

disciplina delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie. Vi si stabilisce che chiunque, a seguito di acquisti⁸¹, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del 30% promuove un'offerta pubblica di acquisto – entro 20 giorni dal superamento di tale soglia sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. La partecipazione che viene presa in considerazione rispetto alla soglia del 30% ricomprende solo i titoli che attribuiscono il diritto di voto in materia di nomina e revoca dei componenti dell'organo amministrativo e/o del consiglio di sorveglianza, con riferimento a tutti i titoli ammessi alla negoziazione su di un mercato regolamentato.

Nel caso in cui non si tratti di PMI, la soglia è fissata al 25% nel caso in cui qualcuno a seguito di acquisti in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata. Nel caso di PMI la disciplina assume dei caratteri del tutto distintivi dal momento che al fine di rendere più accessibile la quotazione in borsa, gli statuti delle PMI possono prevedere una soglia, diversa da quella prevista dall'art. 106, comma 1) TUF, che non può essere inferiore al 25% né superiore al 40%. Nel caso in cui la modifica dello statuto avvenga successivamente all'inizio della negoziazione dei titoli in un mercato regolamentato, i soci che non hanno concorso alla deliberazione potranno appellarsi al diritto di recesso per tutti o parte dei loro titoli come sancito dal Cod. Civ. agli artt. 2437 *bis*, *ter* e *quater*⁸².

La regola della soglia fissa si ispira chiaramente al modello del City Code inglese che per primo aveva adottato il principio della soglia fissa al 30% dei diritti di voto (per la Germania la soglia è al 50%). Peraltro anche la Direttiva *takeover* ha adottato la regola della *mandatory offer*, un'offerta successiva, considerata anche valida norma anti-scalata, quale reazione di fronte ad un cambiamento dell'assetto proprietario della società quotata. La

⁸¹ La norma non specifica se a titolo oneroso o a titolo gratuito, in quanto usa la generica dizione di “acquisti “ nel cui ambito rientrano, evidentemente, tanto quelli a titolo oneroso quanto quelli a titolo gratuito. La natura gratuita degli acquisti non val, quindi, di per sé ad impedire il sorgere dell'obbligo di OPA ma può essere causa di esenzione – operando eventualmente *ex post* – nei casi che la CONSOB indicherà con regolamento (art 105, comma 5 lett.f TUF)

⁸² F. Chiappetta, *op. cit*, pagg 368-378

regola della soglia fissa⁸³ tendenzialmente dovrebbe consentire una valutazione oggettiva delle situazioni in cui le “minoranze” subiscono un avvicendamento o un consolidamento che solleva esigenze di protezione.⁸⁴

Al di sotto di tale soglia gli incrementi della partecipazione, come definita al precedente art. 105 TUF, sono assolutamente liberi mentre al suo superamento, fatte salve specifiche ipotesi di esenzione (su cui si veda infra), sorge l’obbligo di offerta pubblica di acquisto. La regola della soglia fissa consente, intervenendo *ex ante*, di tutelare gli azionisti della società se la modifica nell’assetto proprietario determina una variazione nelle condizioni di rischio dell’investimento (riduzione della liquidità dei titoli e/o appropriazione di benefici privati).

Sotto tale profilo contribuirebbe ad innalzare il livello di fiducia nel mercato finanziario favorendo la propensione ad investire considerata la possibilità di liquidare l’investimento a condizioni mutate. La stessa norma, vista dalla prospettiva degli assetti proprietari, può determinare reazioni diverse a seconda della concentrazione dell’azionariato. Infatti, poiché il superamento della soglia rilevante è particolarmente costoso, nei mercati finanziari in cui prevalgono società ad azionariato diffuso, l’offerente cercherà di mantenere la partecipazione sotto soglia onde evitare di dover offrire alla compagine societaria un prezzo fissato *ex lege*. Per contro lì dove sussiste un grado più elevato di concentrazione il potenziale acquirente dovrà valutare l’onere complessivo, non solo quindi il costo dell’acquisto della partecipazione di controllo ma anche quello dell’offerta successiva totalitaria. In tal caso la norma avrebbe l’effetto di disincentivare anche un acquirente in grado di promuovere un’offerta *value increasing*⁸⁵.

In conclusione l’istituto provvede *ex ante* a limitare l’autonomia privata, imponendo il coinvolgimento della totalità degli investitori di fronte ad acquisizioni destinate ad avere ripercussioni sugli indirizzi manageriali e

⁸³ La Direttiva lascia gli Stati membri liberi di stabilire la percentuale di diritti di voto sufficiente a conferire il controllo.

⁸⁴ C. Mosca, *op. cit.*, pag 10 e succ.

⁸⁵ L. Enriques, *Trasferimenti del controllo dissipativi e tutela delle minoranze: l’utilità dell’OPA obbligatoria nel contesto italiano*, in *Governo delle imprese e mercato delle regole*. Scritti giuridici di per Guido Rossi, I, Milano, 2002, 577 e succ.

sulle scelte della società inducendo – almeno in teoria – il management ad agire nell’interesse dei primi⁸⁶.

Nella determinazione delle soglie bisogna tener conto della disciplina sulla quantificazione degli strumenti finanziari derivati dettata dalla Consob la quale *“nel darvi attuazione la Consob (articolo 44-ter) ha incluso nel calcolo della partecipazione dell’OPA obbligatoria le azioni sottostanti tutti gli strumenti finanziari derivati o contratti che conferiscono al titolare una posizione lunga, a prescindere dalla circostanza che sia previsto un regolamento in contanti o tramite consegna fisica, ancorché essi siano detenuti indirettamente per mezzo di fiduciari o per interposta persona⁸⁷”*.

Sempre la CONSOB ha introdotto il nuovo articolo 44-bis del Regolamento Emittenti, ai sensi del quale, con riferimento alle società che hanno introdotto la maggiorazione del diritto di voto, tutte le soglie percentuali rilevanti ai fini dell’ OPA obbligatoria a norma dell’articolo 106 TUF⁸⁸devono essere calcolate esclusivamente avuto riguardo al numero di diritti di voto esercitabili nelle deliberazioni assembleari riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori (o del consiglio di sorveglianza) in rapporto al numero complessivo dei diritti di voto esercitabili in assemblea per le medesime materie. Pertanto, ad esempio, il soggetto che acquista una partecipazione superiore al 30% del capitale sociale di una società che ha

⁸⁶ Non manca chi evidenzia che soprattutto nel mercato angloamericano, il top management accusa la miopia del mercato (myopic market model) “di costringere loro a prendere decisioni sotto la forte influenza dell’andamento corrente del valore delle azioni dell’impresa da loro gestita e la minaccia di scalate ostili, il tutto a scapito dei risultati di medio-lungo termine. In queste condizioni, i top manager sono scarsamente incentivati ad effettuare investimenti di medio-lungo periodo a causa del timore che la conseguente riduzione dei risultati di breve periodo deprima il valore delle azioni e faccia sì che l’impresa diventi oggetto di un takeover “così Melis, Un’analisi empirica della realtà italiana in un’ottica europea, Torino, 1999, p. 30.

⁸⁷ Camera dei Deputati, Documenti, Le modifiche al regolamento emittenti in tema di offerta pubblica di acquisto: adeguamento alle norme comunitarie ed alle disposizioni legislative di recepimento

⁸⁸ Sono, invece, correttamente escluse dal criterio del computo sulla base del numero complessivo dei diritti di voto esercitabili in assemblea le soglie del 90% e del 95% previste, rispettivamente, all’articolo 108, commi 1 e 2 e all’articolo 111 del TUF in tema di obbligo di acquisto e squeeze-out. Queste soglie, quindi, continueranno ad essere calcolate, anche in presenza dell’introduzione della maggiorazione del voto da parte della società quotata, con riferimento esclusivo al numero di azioni detenute dal relativo azionista rispetto al numero complessivo dei titoli emessi dalla società medesima.

M.Sassella in dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/nuovi-profili-opaobbligatoria-decreto-competitivita-e-recenti-modifiche-regolamento-emittenti

introdotto la maggiorazione del diritto di voto, ma dispone di una quota di diritti di voto inferiore al 30% della totalità dei medesimi (per effetto dell'attribuzione di voti maggiorati a favore di altri azionisti), non sarà tenuto all'obbligo di OPA, non trovandosi, in quel momento, a detenere una partecipazione che gli consente di esercitare più del 30% dei diritti di voto complessivi. Diversamente, il soggetto che, a seguito di acquisti, è titolare di una partecipazione inferiore al 30% del capitale sociale di una società che ha introdotto la maggiorazione del diritto di voto, ma, per effetto della maggiorazione dei diritti di voto allo stesso spettante, risulta titolare di una quota di diritti di voto superiore al 30% della totalità dei medesimi, sarà tenuto all'obbligo di OPA⁸⁹. In tal modo il legislatore italiano, ispirandosi anche al modello francese delle “loyalty shares”⁹⁰, ha inteso superare il tradizionale principio del “one share-one vote”⁹¹, nel tentativo di dotare le società di una maggiore flessibilità di intervento.

Di per sé, tuttavia, il possesso di una partecipazione oltre soglia dà luogo solo ad una “presunzione relativa di controllo” ma non significa necessariamente che si abbia il controllo della società. Tale *fiction iuris* soggiace alla prova contraria dell'esistenza di circostanze idonee al godimento delle esenzioni da parte dell'offerente stabilite dal comma 5 dell'art TUF. Vi sono dunque, una serie di ipotesi in cui la presunzione non è operante come nel caso di operazioni di carattere temporaneo, di fusioni o di scissioni, di acquisti a titolo gratuito qualora avvenga per cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente o, ancora, se il superamento della soglia è realizzato in presenza di uno o più soci che detengono il controllo della società ovvero sia l'effetto del salvataggio di imprese in crisi.

⁸⁹ F. Chiappetta *op. cit.*, 367

⁹⁰ Analogamente alla maggiorazione del diritto di voto prevista dall'articolo 127-*quinquies* del TUF, rappresentano non una categoria speciale di azioni, bensì un sistema di attribuzione di un voto doppio alle azioni possedute per un certo periodo di tempo da parte del medesimo titolare.

⁹¹ Sul punto, in particolare, A. Busani, M. Sagliocca, “Le azioni non si contano, ma si “pesano”: superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato”, in *Società*, 2014, p. 1052

Una volta sorto l'obbligo di procedere all'OPA successiva totalitaria occorre stabilire quale debba essere il prezzo dell'offerta per ciascuno dei titoli che ne sono oggetto, dal momento che la sua determinazione non può essere lasciata all'offerente atteso che in tal modo verrebbe vanificata la funzione economica della disciplina⁹². Il comma 2 dell'articolo 106 pone la regola generale secondo cui per ciascuna categoria di titoli il prezzo dell'OPA successiva totalitaria non deve essere inferiore a quello più elevato pagato da chi ha superato la soglia del 30% nei dodici mesi che hanno preceduto la promozione dell'offerta. L'attuale versione, è frutto del recepimento della dir. 2004/25/CE che considera "equo" il prezzo massimo pagato per gli stessi titoli dall'offerente.

Il periodo preso in considerazione per l'individuazione del prezzo dell'OPA successiva totalitaria è di dodici mesi, rimasto immutato sin dall'emanazione del TUF nonostante le diverse riforme. È orientamento costante della CONSOB, calcolare a ritroso i dodici mesi previsti dal momento in cui per la prima volta è stata data al mercato un'informazione completa relativa all'operazione che ha generato l'obbligo di OPA⁹³.

Nelle ipotesi più semplici, tale comunicazione è successiva o, al più contestuale, al momento in cui la soglia rilevante viene effettivamente superata. rispetto al passato, è stata prevista una scissione temporale tra "la comunicazione" al pubblico e la "promozione" dell'offerta (mediante presentazione all'Autorità competente del documento destinato alla pubblicazione). È stata inoltre introdotta la previsione di un termine decadenziale – venti giorni dalla comunicazione di cui all'art. 102, comma 1 TUF- per il deposito del documento d'offerta presso la Consob, pena l'irricevibilità dello stesso e l'improponibilità, nei successivi dodici mesi, di un'ulteriore offerta avente a oggetto prodotti finanziari del medesimo

⁹² "Imponla [l'OPA obbligatoria], e poi lasciare che il prezzo si determini da sé sul mercato in funzione degli scambi giornalieri che si andranno per l'effetto a verificare, significherebbe poca trasparenza dall'operazione e disparità di trattamento tra gli investitori in una sequenza di acquisizioni pure coatte. Significherebbe altresì l'avvio di operazioni poco consone al modello che si è voluto seguire": così Libonati, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., p. 182.

⁹³ CONSOB, comunicato stampa dell'11 marzo 1999.

emittente. Si segnala, altresì, l'introduzione della regola inderogabile dell'irrevocabilità dell'offerta.⁹⁴

Nel caso, pertanto, in cui il superamento della soglia sia preceduto da un contratto preliminare, il periodo dei dodici mesi non decorre dalla data dell'acquisto della partecipazione bensì dal momento in cui è stata effettuata la prima comunicazione al mercato dell'operazione, momento che può coincidere con la data della stipula del contratto preliminare. Ne consegue che il comunicato idoneo ad individuare il giorno dal quale decorrono, a ritroso, i dodici mesi previsti sarà quello diffuso nel momento in cui sia già definita la volontà negoziale delle parti e nel quale vengano indicati i soggetti partecipanti all'operazione, nonché il prezzo e il quantitativo oggetto dell'acquisto.

Il Testo Unico delinea all'art.106 comma 3) l'OPA obbligatoria di consolidamento, che sorge a seguito di acquisti superiori al 5% o alla maggiorazione dei diritti di voto maggiore del 5% da parte di chi già detiene la partecipazione idonea all'obbligo di OPA obbligatoria totalitaria ma senza detenere la maggioranza dei diritti di voto dell'assemblea ordinaria mentre l'art. 108 commi 1 e 3 del TUF contemplano l'OPA obbligatoria residuale che si configura nel momento in cui l'offerente giunga ad avere una partecipazione pari al 95%, soglia oltre la quale ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta, pagando un corrispettivo corrispondente a quello dell'OPA precedente, di modo da garantire la possibilità di non adesione agli azionisti di minoranza. La norma specifica anche che chiunque venga a detenere una partecipazione maggiore del 90 % (anche non a seguito di OPA) deve acquistare i restanti titoli da chi ne faccia

⁹⁴ Tale regola, prevista all'art. 103 TUF comma 1, prevede espressamente, per la prima volta, che "l'offerta è irrevocabile" e che "ogni clausola contraria è nulla", fermo il principio della parità di condizioni (c.d. *equal opportunity rule*) per tutti i titolari dei prodotti finanziari oggetto d'offerta. Questa regola segna un passaggio importante per la disciplina di settore, andando a prevenire spregiudicati esercizi speculativi della disciplina in analisi. Si ricollega a questa necessità, anche la disciplina delle condizioni – sospensive o risolutive - che l'Offerente può apporre. Queste sono infatti da ritenersi ammissibili unicamente nel caso in cui non vadano a vanificare i principi cardine, tra cui, per l'appunto e anche, quello di irrevocabilità, della disciplina Opa. Consob, *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019 Evidenze empiriche e spunti di discussione*, 2021

richiesta a meno che non ripristini un adeguato flottante per il regolare andamento delle negoziazioni entro novanta giorni. Infine, l'obbligo di lanciare un'OPA scaturisce nel caso in cui l'offerente venga a detenere, a seguito di offerta pubblica totalitaria, una partecipazione almeno pari al 95% del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata. In tal caso ha diritto di acquistare i titoli residui (*squeeze out*) entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta, se ha dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto.

1.4.1 Un'altra distinzione: OPA ostili od OPA amichevoli?

Finora abbiamo cercato di illustrare l'architettura delle offerte pubbliche di acquisto, analizzando le disposizioni che ad esse si applicano, nonché le ragioni che hanno indotto il legislatore a disegnare una disciplina ad hoc. Nel fare ciò sono stati presi in considerazione anche gli interessi economici sottostanti che spingono un soggetto a lanciare un'offerta. Sotto il profilo "economico" più che squisitamente normativo si potrebbe anche parlare di OPA ostili ed OPA amichevoli a seconda della volontà della società target di essere acquisita o meno dalla società offerente, e dunque di "condividere" un cambiamento nell'assetto di comando e dell'organo di gestione come nel recentissimo caso dell'OPS effettuata tra Intesa Sanpaolo su UBI Banca, propriamente definita "concordata".

Dal momento che l'ostilità non può essere considerata una categoria giuridica predefinita dall'ordinamento e non avendo il nostro legislatore individuato neanche in via terminologica l'ipotesi in cui un'offerta debba considerarsi tale, è apparso necessario comprendere se di ostilità si potesse parlare solo in relazione ad un'OPA non approvata dagli amministratori della società emittente (o, secondo alcuni, dalla maggior parte degli azionisti), oppure si dovessero prendere in considerazione anche altri fattori come la reale possibilità di successo dell'offerta o la comparazione fra il

prezzo offerto ed i corsi di mercato dei titoli⁹⁵, concentrandosi in particolare sul concetto di partecipazione rilevante, sulla natura totalitaria e sul prezzo dell'offerta, sulla rilevanza assegnata ai diritti di voto nella nuova formulazione della norma, e sulle problematiche connesse alla scelta circa la fissazione della soglia rilevante i fini dell'obbligo di lanciare l'OPA.

In linea di principio l'OPA sarà considerata ostile (*hostil takeover*) qualora gli azionisti e/o il management della società target siano contrari all'acquisizione mentre sarà considerata amichevole nell'ipotesi in cui l'operazione avvenga con il consenso della società target se non persino con la collaborazione degli interessati⁹⁶; in entrambi i casi le conseguenze sono rilevanti dal punto di vista del valore che potrebbe risultare accresciuto (anche nel caso di OPA considerate ostili) ma anche diminuito, valutazione che è possibile fare solo ad esito dell'operazione⁹⁷.

Certo è che molteplici sono gli interessi in gioco che potrebbero indurre gli interessati a considerare come ostile un'acquisizione (o scalata). Tali fattori di conflitto sono generalmente correlati alla diversa importanza e al diverso ruolo che hanno gli organi societari all'interno della corporate: da un lato l'azionista rilevante, ovvero il proprietario, dall'altra gli amministratori che detengono il potere decisionale. In altri termini il problema attiene alla separazione tra proprietà e gestione. Se è vero, infatti, che gli amministratori vengono eletti dall'assemblea dei soci è altrettanto vero che, una volta nominati, saranno demandate a loro le strategie aziendali, senza che l'azionista abbia più significativi poteri di intervento⁹⁸.

Dalle evidenze di mercato emerge che le principali e più frequenti motivazioni che spingono una società ad opporsi sono tre:

⁹⁵ E. Pistone, *Opa ostile e tecniche di difesa*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2019

⁹⁶ *infra* pag 32-33 L'esistenza di Opa amichevoli risiede proprio in alcune delle ragioni illustrate precedentemente, le quali identificano i numerosi casi in cui le acquisizioni apportino benefici (in termini di sinergie, economie di scala, etc.) alle società stesse e all'economia tutta.

⁹⁷ Cfr. L. ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle Opa nell'Unione Europea*, in *Rivista delle Società*, fasc. 4, 2010, pag. 657

⁹⁸ La *passivity rule* nasce nell'alveo anche di tale problematica e come meccanismo di difesa dalle scalate ostili.

- riluttanza nei confronti del nuovo controllante come nel caso in cui un diretto concorrente approfitta di un'errata valutazione della società da parte del mercato e l'acquiesce offrendo un prezzo che in concreto, è solo la rappresentazione del reale valore della società, o addirittura più basso. E' possibile, in tal caso, che la società obiettivo si opponga a tale acquisizione con l'obiettivo di ottenere il giusto prezzo⁹⁹;
- una ragione, frequente soprattutto nel passato, riguarda l'interesse di società straniere nei confronti di quelle del nostro Paese. Non di rado offerte pubbliche di acquisto lanciate da società straniere nei confronti di quelle italiane, hanno trovato un forte contrasto da parte del pubblico potere "in nome della nazionalità soprattutto quando si trattava di società statali. Tale fu il caso di Telecom quando Telefonica provò a scalarla in cui fu proposto il ricorso alla "golden share" affinché lo Stato potesse intervenire¹⁰⁰. Talora sono i sindacati a tentare di bloccare tale tipo di operazioni per timore che l'investitore straniero, qualora l'offerta dovesse avere successo, delocalizzi la società, riducendo se non chiudendo) gli stabilimenti nel nostro Paese, portando ad una riduzione significativa dell'occupazione. Diversamente nel caso Alitalia -Etihad in cui la compagnia di bandiera italiana non ha posto ostacoli all'intervento straniero;
- un'ultima ragione attiene al timore del top management di essere sostituiti dal nuovo controllante, ipotesi che si realizza molto di frequente sul mercato italiano caratterizzato da una forte concentrazione della proprietà nelle mani di un solo azionista (o di un piccolo gruppo di essi) che nomina generalmente un suo amministratore di fiducia.

⁹⁹ Un'Opa che presenta queste caratteristiche è quella lanciata in data 17 febbraio 2014 dalla società Oceano Immobiliare (appartenente al gruppo Blackstone sulle quote del fondo comune d'investimento immobiliare Atlantic (gruppo IdeaFimit).

¹⁰⁰ Letteralmente "azione dorata", è un istituto di origine britannica, in forza del quale, uno Stato, durante un processo di privatizzazione o vendita di parte del capitale si riserva dei poteri speciali, indipendentemente dalle azioni possedute.
<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2009/03/gold-en-share-azioni-definizione>

1.4.2 La norma “Anti-scorrerie”

Un ultimo cenno merita anche la cosiddetta “norma anti-scorrerie”, precisamente l’art.13 del D.L148 del 2017, convertito con modificazioni dalla Legge n. 72 del 2017, provvedimento con il quale il nostro legislatore è ulteriormente intervenuto nella regolamentazione della disciplina del trasferimento del controllo allo scopo di “ridurre il rischio di scalate striscianti e dare maggiore trasparenza al mercato”¹⁰¹. Alla luce del cosiddetto “caso Vivendi” il governo ha, infatti, inteso procedere con una nuova regolamentazione per garantire trasparenza sulle strategie di investimento che hanno come obiettivo aziende italiane. Al superamento di determinate soglie di partecipazione, scatterebbe un obbligo *di disclosure* aggiuntivo rispetto a quanto già previsto per le società quotate dalla direttiva *transparency*¹⁰².

L’art. 13 del Decreto Fiscale è intervenuto direttamente sul TUF modificando la norma sugli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti contenuta nell’art. 120. Le relative disposizioni di attuazione emanate dalla Consob, contenute negli artt. 117 e seguenti del Regolamento Emittenti, indicano, oltre alle ulteriori soglie di partecipazione rilevanti ai fini del predetto obbligo di comunicazione (i criteri di calcolo delle partecipazioni stesse nonché i termini e le modalità di comunicazione.

Tanto premesso, l’art. 13 del Decreto Fiscale ha introdotto all’interno dell’art. 120 TUF un nuovo comma 4-bis, ai sensi del quale è previsto che, in occasione dell’acquisto di una partecipazione in emittenti quotati pari o superiore alle soglie del 10%, 20% e 25% del relativo capitale sociale, il soggetto che effettua le comunicazioni di cui sopra debba dichiarare (anche) gli obiettivi che ha intenzione di perseguire nel corso dei sei mesi successivi.

¹⁰¹ F.nAnunziata *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2017, p.403 e spec. *sub* nota 24 il quale però nelle more della conversione si riferiva ancora agli obiettivi del solo Decreto legge 148 del 2017.

¹⁰² “ *Sulle scalate una norma “anti-scorrerie”* in *Il Sole 24Ore*, Finanza & Mercati, 2 febbraio 2017

All'interno della dichiarazione prevista dal nuovo comma 4-bis devono essere indicati, elementi fondamentali quali i modi di finanziamento dell'acquisizione,

se agisce da solo o in concerto, le sue intenzioni per quanto riguarda eventuali accordi e patti parasociali di cui è parte o se intende proporre l'integrazione o la revoca degli organi amministrativi o di controllo dell'emittente.

La norma¹⁰³ si riferisce testualmente all'acquisto di partecipazioni in “*emittenti quotati*”; con ciò intendendo l'acquisto di partecipazioni in “*emittenti azioni quotate avente l'Italia come Stato membro d'origine*”.

Infine, a seguito della sopradetta modifica al comma 5 dell'art.120 TUF, alla violazione delle nuove prescrizioni viene estesa la sterilizzazione del diritto di voto per le azioni quotate e gli strumenti finanziari in relazione ai quali sia stata omessa la prescritta comunicazione e le sanzioni attualmente comminate per le violazioni in materia di informazione societaria e dei doveri dei sindaci, dei revisori legali e delle società di revisione legale¹⁰⁴.

1.5 Alcune evidenze tra passato e futuro

Sin qui abbiamo passato in rassegna alcuni dei più significativi interventi di merito effettuati nel Testo Unico come integrato e modificato alla luce prevalentemente di due scelte di metodo, ovvero:

- I. è stato adottato un forte processo di delegificazione in base al quale la legge fissa regole generali, le autorità indipendenti, il cui ruolo viene così enfatizzato, danno attuazione ai principi fissati dal legislatore;
- II. è stato attribuito all'autonomia statutaria, sia degli emittenti sia degli intermediari, un ruolo importante, ma, nello stesso tempo, sono state dettate le norme inderogabili necessarie per favorire l'efficienza dei mercati e per tutelare il risparmio degli investitori.

¹⁰³ Nuovo comma 4-*bis* dell'art. 120 TUF e comma 2 del medesimo art. 120

¹⁰⁴ Informazioni tratte da C. Chiomenti in Riv. Dir. Bancario, 23 gennaio 2018

E' innegabile che per molti versi tali scelte che conservano ancora il proprio valore.

Principale merito del TUF è stato quello di ricollocare in un corpo normativo unitario le disposizioni sugli intermediari e sui mercati, sostituendo alle numerose leggi in materia gruppi omogenei di norme. Gli interventi normativi che successivamente al TUF hanno portato ad accrescere responsabilità e poteri riguardo alla tutela dei risparmiatori sono per lo più modifiche volte a mantenere l'equilibrio tra poteri pubblici e autoregolamentazione privata quale delineato dal TUF¹⁰⁵.

La crisi finanziaria iniziata nel 2008 nel mettere in luce come comportamenti dei singoli operatori, pur se legittimi o perfettamente razionali, possono risultare destabilizzanti e possono contribuire ad amplificare l'effetto di uno shock sistemico, ne ha condizionato significativamente la legislazione. Siffatte riflessioni hanno portato ad una revisione dell'impianto concettuale della regolamentazione introducendo regole volte al rafforzamento degli istituti di protezione tali da accrescere la forza e la fiducia dei risparmiatori.¹⁰⁶

Una prima indagine della Commissione Europea sull'applicazione della Direttiva condotta (nel 2012). mostrava piena consapevolezza del fatto che se alcune disposizioni della Direttiva favorivano le offerte pubbliche -ad esempio, la regola di neutralità dell'organo di amministrazione, la regola di neutralizzazione, il diritto di acquisto, l'obbligo di acquisto - altre - a partire dalla stessa regola dell'offerta obbligatoria- potevano addirittura fungere da deterrenti.

Molto è cambiato nelle dinamiche del mercato del controllo societario in Europa e in Italia dal allora. Negli anni a seguire è cresciuto l'attivismo degli azionisti, stimolato anche dalle due direttive *Shareholders Rights*, si è ulteriormente rafforzata la tendenza alla concentrazione della proprietà delle società quotate, si è fatto più consistente il ricorso alle *dual-class shares*, si

¹⁰⁵ I. Visco in Quaderni giuridici, "A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union?" in Atti del convegno Banca d'Italia-Consob, 2018

¹⁰⁶ A. Genovese in Quaderni giuridici, "A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union?" in Atti del convegno Banca d'Italia-Consob, 2018, pag 16

sono accresciuti gli sforzi per promuovere un mercato dei capitali unico a livello europeo. Tutto ciò si è inserito in una realtà di mercato nazionale sempre più chiusa, caratterizzata anche da una prevalenza di investitori esteri nelle operazioni di acquisizione del controllo.

Un recentissimo studio della Consob che prende in esame le OPA svolte in Italia tra il 2007 e il 2019 mostra un rapporto inversamente proporzionale tra la crescita della concentrazione della proprietà azionaria e l'andamento delle acquisizioni ostili, le quali naturalmente prediligono un mercato più fluido, in cui i cambiamenti di controllo siano per lo più il risultato di transazioni "amichevoli" tra gli azionisti di controllo storici e i nuovi acquirenti, in luogo di un mercato rigidamente disciplinato.

Su 20.000 dati di 231 offerte pubbliche viste a Piazza Affari dal 2007 al 2019, di cui 174 su azioni, mostra che il 60,6% di esse è servita al compratore per revocare la quotazione. Delle prime 10 offerte a Piazza Affari per volumi, ben otto sono state pagate in contanti e hanno avuto per fine il "delisting": e questa tipologia negli ultimi cinque anni è salita dal 50% al 90% del totale, interessando *"non sono più solo le società di piccole dimensioni, controllate in maniera quasi totalitaria dallo storico azionista, ma anche quelle di grandi dimensioni, revocate dalla quotazione subito dopo l'acquisizione della maggioranza"*.

L'analisi degli autori ci illustra che questo è quanto accaduto per Luxottica, Ansaldo Sts, Ei Towers, Yoox Net A- Porter e Parmalat, tutte Opa miliardarie servite a ristrutturare aziende lontano dalla Borsa (eccetto Luxottica entrata nel capitale di Essilux, quotata a Parigi). E nel 2020 non campionato, a parte l'Opa ostile da 5 miliardi di Intesa Sanpaolo su Ubi Banca - comunque delistata – le società delistate sono 15 in più, tra cui Gedi (editore di Repubblica), Poligrafici editoriale, MolMed, Green Power. La tendenza è confermata anche per il 2021.

Solo 75 delle 231 offerte (il 32,5%, ma va detto che solo 149 offerte riguardano azioni quotate) abbia prodotto un cambio nel controllo della società acquisita. E solo in 10 casi ci fossero le caratteristiche del *takeover hostile*, con cui chi prende il controllo lo fa a scapito del management o degli azionisti di maggioranza. E quasi mai si vedono rilanci o controfferte rivali.

“Il dato riflette sicuramente la concentrazione degli assetti proprietari nelle quotazioni italiane, ma apre qualche interrogativo anche sul ruolo giocato in tal senso dalla normativa vigente”, si legge nella ricerca. Il premio medio del 13%, che è meglio accettare. Lo studio analizza anche il premio medio andato agli azionisti di minoranza, in media il 13% sull'ultima quotazione, le Opa “a sconto” con prezzo inferiore alla quotazione, e l'andamento in Borsa delle prede post offerta, che spesso è negativo: in media -6% dopo un anno e -7% dopo tre anni per chi resta quotato. Anche questo peggioramento “sembra contraddire la teoria economica e la volontà del legislatore”, che miravano a “consentire l'ingresso nell'azionariato di investitori in grado di gestire l'impresa con maggiore efficienza e migliore redditività”¹⁰⁷.

Si legge nello studio, *“... questi dati riflettono la ben nota concentrazione degli assetti proprietari, prevalente in Italia e in realtà nella stragrande maggioranza degli ordinamenti con la sola, parziale, esclusione dei mercati di Paesi anglosassoni. Essi, da un lato, suggeriscono che una preoccupazione centrale della disciplina deve essere quella di assicurare la parità di trattamento degli azionisti, se si condivide, naturalmente, il presupposto che l'opa ha la duplice finalità di distribuire il premio di controllo e assicurare un disinvestimento equo in caso di cambio della maggioranza; ma, dall'altro, pongono anche la domanda se il quadro normativo attuale, non solo in materia di opa, non disincentivi i takeovers ostili. Si tratta di questioni certo non nuove, che però le evidenze empiriche presentate in questo fascicolo consentono forse di affrontare con maggior cognizione di causa”*.

Questi dati, che inducono l'interprete a interrogarsi sulla efficacia dell'OPA, sulla funzione selettiva del mercato del controllo e sullo sviluppo di un maggiore coordinamento regolatorio a livello europeo, riflettono la ben nota concentrazione degli assetti proprietari, prevalente in Italia e in

¹⁰⁷ I dati sono tratti da *“Le opa in Italia dal 2007 al 2019: evidenze empiriche e spunti di discussione”*, in *“Discussion paper”* Consob, gennaio 2021 F. Picca a cura di o, G. Trovatore, M. Ventoruzzo e V. Ponziani

realtà nella stragrande maggioranza degli ordinamenti con la sola, parziale, esclusione dei mercati di Paesi anglosassoni.

Essi, da un lato, suggeriscono che una preoccupazione centrale della disciplina deve essere quella di assicurare la parità di trattamento degli azionisti con la duplice finalità di distribuire il premio di controllo e assicurare un disinvestimento equo in caso di cambio della maggioranza; ma, dall'altro, pongono anche la domanda se il quadro normativo attuale, non solo in materia di OPA, non disincentivi i *takeovers* ostili.

Si tratta di questioni certo non nuove, che però le evidenze empiriche presentate nello studio della Consob consentono forse di affrontare con maggior cognizione di causa.¹⁰⁸ Tutti spunti di riflessione per chi governa, nel bivio attuale che prelude a possibili aggiornamenti della disciplina sull'Opa e al cambio di controllo di Borsa italiana spa, in passaggio dal London Stock Exchange a Euronext con il fattivo contributo della Cassa depositi e prestiti controllata dal Tesoro.

¹⁰⁸ F. Gerosa, *L'OPA ha ormai un unico obiettivo: il delisting spesso ingiustificato. La Consob riapre il dibattito*, in MF, gennaio 2021

L'OPA DI CONCERTO: STORIA ED EVOLUZIONE

2.1 Ratio della disciplina sul concerto

Non di rado accade che in presenza di un obbligo di legge a tenere uno specifico comportamento, si cerchi di eluderlo al fine di trarne un vantaggio proprio o per altri. Tale comportamento non è estraneo anche nei riguardi delle norme che disciplinano l'OPA obbligatoria, nel caso in cui al superamento della soglia prefissata del trenta per cento, un gruppo di soggetti effettui acquisti di partecipazioni in modo isolato e singolo, per poi esercitare di fatto il controllo societario in maniera congiunta.

La disciplina dell'azione di concerto soccorre proprio al fine di smascherare eventuali comportamenti illeciti di quanti non vogliano rendere noti gli effettivi rapporti tenuti con i terzi, sulla base di tutte quelle situazioni che possono far sospettare un ipotetico coordinamento.

La nozione di concerto sembra trarre origine dal diritto *antitrust*,¹⁰⁹ in particolar modo dal concetto di pratica concordata¹¹⁰ dalla cui nozione conseguirebbe l'identificazione del concerto nella coordinazione tra soggetti.¹¹¹ Nel campo dell'*antitrust*, vengono considerate pratiche concordanti, tutte quelle situazioni in cui, anche in assenza di un accordo formale, si producono

¹⁰⁹ M. FRATINI, G. GASPARRI, *Il testo unico della finanza*, Roma, 2012, p. 1436.

¹¹⁰ Il diritto della concorrenza italiano e quello comunitario vietano tutte le intese restrittive della concorrenza, nonché tutte le pratiche concordate che possano ledere, impedire o «falsare» la concorrenza del mercato. Nel dettaglio: «Sono vietate le intese tra imprese che abbiano per oggetto o per effetto di impedire, restringere o falsare in maniera consistente il gioco della concorrenza», art. 2 della legge del 10 ottobre 1990, n. 287. Così anche a livello comunitario: «Sono incompatibili con il mercato comune e vietati tutti gli accordi tra imprese, tutte le decisioni di associazioni d'impresе e tutte le pratiche concordate che possano pregiudicare il commercio tra Stati membri e che abbiano per oggetto o per effetto di impedire, restringere o falsare il gioco della concorrenza all'interno del mercato comune», art. 101 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea.

¹¹¹ Si cita a titolo esemplificativo il caso SAI-Fondiara, sia stata proprio l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato a constatare per prima l'esistenza di un patto occulto tra SAI e Mediobanca, probabilmente con l'intento di ritrovare i presupposti tipici delle pratiche concordanti.

intese restrittive della concorrenza. Anche quanto all'onere della prova emergono notevoli similitudini con l'«azione di concerto. Tale analogia va ricercata nel fatto che è sempre ipotizzabile che, senza lasciare traccia soprattutto nel caso in cui le parti coinvolte siano poche, venga attuato uno scambio di informazioni propedeutico a pratiche collusive. In entrambi i casi, sia nella normativa *antitrust*, che nell'azione di concerto l'intento è quello di separare la convergenza di comportamenti casuali da quelli consapevoli¹¹².

In maniera pressochè unanime si ritiene che la disciplina del concerto abbia massimamente una finalità antielusiva; in sua assenza l'OPA sarebbe facilmente aggirabile annullando lo scopo ultimo dell'OPA obbligatoria. Abbiamo visto come la tutela degli azionisti miri “*da un lato mira...omissis... a far sì che nel corso di un'offerta essi non subiscano perdite né vengano esclusi dai guadagni dell'offerente ...omissis...*”¹¹³. “*Dall'altro lato, le offerte pubbliche di acquisto costituiscono uno strumento con il quale si possono realizzare operazioni di acquisizione o di change of control efficienti da un punto di vista allocativo, ad esito delle quali il controllo sia allocato presso il soggetto in grado di utilizzare le attività dell'impresa in maniera più efficiente (efficient takeover market hypothesis)*”¹¹⁴ sia come i principi illustrati, della contendibilità e della parità di trattamento, sovente confliggano tra loro non di rado, nell'assicurare l'una si limita l'altro, e, in particolare, più oneri si impongono allo scalatore, anche e soprattutto allo scopo di garantire la parità di trattamento, meno sarà facile mutare il controllo della società con il conseguente rischio di disincentivare anche acquisizioni del controllo che potrebbero avere conseguenze positive¹¹⁵.

¹¹² R. Caiazzo, *Pratiche concordate: concertazione e parallelismo cosciente. Limiti e confini di una categoria logico-giuridica molto speciale*, in Foro amm. C.d.S., 2006, nt. 279, p. 3186.

¹¹³ CONSOB, *Regolamento in materia di offerte pubbliche d'acquisto*, p. 5.

¹¹⁴ H.G. Manne, *Mergers and the market for corporate control*, *The Journal of Political Economy*, 1965, Vol. 73, No 2, pp. 110-120; M.C.Jensen, R.S. Ruback, *The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence*, *Journal of Financial Economics*, in *Journal of Financial Economics*, 1983, pp. 5-50.

¹¹⁵ Enriques, *op. cit.*, pag. 18 Con riferimento al caso della *pressure to tender*, in particolare, si può evidenziare come l'eliminazione totale della possibilità di un'OPA coercitiva, se pure ha un indubbio effetto positivo, rischia di creare un problema di *free riding*: banalmente, di fronte a un'offerta che si ritiene migliorerà la performance della società, nessun azionista cederà le proprie quote, non consentendo così il trasferimento del controllo. Laddove invece tale

Il mancato bilanciamento tra le due esigenze potrebbe, infatti, portare alla nascita di offerte non efficienti alla cui base potrebbe esserci un accordo tra le parti - la cui mancata pubblicità genera la perdita di efficienza richiesta nel mercato - identificato come *«patto parasociale»*, con possibile intento elusivo delle norme in materia di OPA. Non deve, quindi, stupire che il legislatore ha abbia ritenuto indispensabile adottare canoni antielusivi rispetto alla possibilità di mettere in atto misure idonee ad evitare di soggiacere all'obbligo di OPA, ipotesi non remota considerato l'onere che essa impone agli "oblati".

Se ne deduce in conseguenza che per essere realmente efficaci le norme sull'OPA obbligatoria devono trovare parimenti applicazione sia nel caso di superamento della soglia da parte di un unico soggetto ma anche nel caso di raggruppamenti che per il grado di coesione interna rendono il loro acquisto comparabile ad una iniziativa individuale. Ne discende la necessità di soffermarsi sulle ipotesi di OPA c.d. da "concerto"¹¹⁶ in cui una pluralità di soggetti sono tenuti al lancio dell'offerta considerata la forza complessiva della coalizione derivante dalla sommatoria delle partecipazioni individuali.

A tale esigenza rispondono in via generale i meccanismi dell'obbligo di OPA, il cui cardine costituito dal parametro oggettivo del superamento della soglia fissa ha certamente semplificato l'applicazione dell'istituto ma tuttavia la scelta legislativa non consente di risolvere in maniera definitiva il problema del controllo che *“assume un rilievo determinante nell'esegesi di quel “sottoinsieme” della normativa OPA che risponde al nome di “azione di concerto, un “sottoinsieme” della normativa OPA che , sul piano applicativo, resta a tutt'oggi forse l'area più problematica della disciplina dell'obbligo di*

cessione avvenisse, ciò sarebbe solo in presenza di un'offerta compiuta a un prezzo tale da comprendere tutti i guadagni derivanti dall'aumento del valore delle partecipazioni successivo all'acquisizione del controllo. In tal caso però, vorrebbe dire eliminare gran parte degli incentivi che lo scalatore ha ad investire risorse nell'acquisizione del controllo.

¹¹⁶ Come nota C.Mosca, *op. cit.*, pag.38. *“ la nozione di controllo abbandonata da parte del t.u.f nel 1998 nello sforzo di rendere più facile e spedita l'individuazione del presupposto dell'obbligo di offerta, torna a ricoprire un ruolo di primo piano proprio nella nozione di persone che agiscono di concerto ”*

offerta, non beneficiando, se non in misura minima, della semplificazione apportata al sistema OPA dal meccanismo a soglia fissa”¹¹⁷.

La disciplina organica dell’«acquisto di concerto», dopo varie rivisitazioni alla luce delle criticità rilevate e del processo evolutivo comunitario, va ricercata all’interno del T.U.F. e risulta oggi composta da tre disposizioni principali in materia: gli articoli 101-*bis*, comma 4, 4-*bis* e l’articolo 109 che forniscono una enunciazione esaustiva della disciplina in esame.

La definizione di concerto contenuta attualmente all’art 101-*bis* del TUF - “*per persone che agiscono di concerto si intendono i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorchè invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un’offerta pubblica di acquisto o scambio*” - rimanda chiaramente al tema del controllo dal momento che il delicato punto di raccordo del “concerto” con la normativa sulle offerte pubbliche di acquisto sta proprio nella difficoltà di accertare se i singoli acquisti rimangano di attribuzione individuale¹¹⁸ o se invece debbano essere aggregati con quelli di altri, realizzando in tal modo il superamento della soglia, in ragione dell’esistenza di un particolare legame associativo tra gli acquirenti¹¹⁹.

L’elemento *sine qua non* che configura il concerto è, per l’appunto, il comune intento di “acquisire, mantenere o rafforzare il controllo” su di un’emittente. Su un versante, dunque, troviamo la definizione di portata generale dell’art 101-*bis*, comma 4, sull’altro le declinazioni presuntive

¹¹⁷ A.Triscornia, *OPA obbligatoria : la presunzione di concerto per patto parasociale è ancora assoluta?*, ACNP, libri su BNCf, pag. 483 e succ.

¹¹⁸ Il superamento individuale della soglia dovrebbe essere, infatti, un fatto certo ed incontrovertibile

¹¹⁹ Nel *City Code* inglese la materia resta problematica; si legge infatti: “*the majority of questions which arise in the contest of Rule 9 (obbligo di offerta per superamento soglia) relate to person acting in concert*”. Anche In uno studio della UE risalente al 2011 venivano messe in luce tre criticità legate proprio alla perimetrazione dell’azione di concerto: “*the frustrations seems to come from three areas: the definition of acting in concert (viewed as potentially too broad by institutional investors), the use of cash-settled derivatives to build up an interest in connection with a takeover bid, and the propensity to try and obtain de facto control through an interest remaining just below the threshold triggering a mandatory bid*”
ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf, 19

assolute e relative, previste dall'art 101-*bis*, comma 4-*bis* del TUF e dal combinato disposto degli art. 101-*bis*, comma 4-*ter*, lettera a) del TUF e art. 44-*quater*, comma 1, del Regolamento Emittenti.

Il successivo comma, 4-*bis*, fornisce un elenco di alcune presunzioni di concerto. Secondo la nozione generale, sono infatti definite “*persone che agiscono di concerto*”: a) *gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall'articolo 122, comma 1 e comma 5 lettere a), b), c) e d)*; b) *un soggetto, il suo controllante, e le società da esso controllate*; c) *le società sottoposte a comune controllo*; d) *una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione, o di sorveglianza o direttori general*”.

Come giustamente rilevato “*Nel nostro ordinamento, nel quale continua a trovare spazio anche un sistema di presunzioni tipiche di “concerto”, il percorso ricostruttivo a disposizione dell'interprete si presenta duplice. Nozione generale e presunzioni corrono parallele, ma la prima è in grado di semplificare la prova di una “concertazione” giuridicamente rilevante che non verrebbe adeguatamente individuata sulla base del ragionamento presuntivo*”¹²⁰

In definitiva da un lato è stata presa in considerazione l'esigenza di non far sussistere il concerto nel momento in cui la cooperazione di più soggetti non persegue le finalità di controllo di cui all'art.101- *bis*, comma 4) ; dall'altro “*per ovviare al rischio di una eccessiva rigidità in sede applicativa, sono state introdotte ipotesi di presunzione relative, vale a dire ipotesi in cui si presume che i soggetti coinvolti siano persone che agiscono di concerto sulla base della definizione generale contenuta nel comma 4. Salvo che tali soggetti provino la non ricorrenza delle condizioni di cui al medesimo comma*”.¹²¹

Le presunzioni di cui al comma 4-*bis*, in particolare lett. a) e d) trovano necessario completamento nelle disposizioni dell'art. 109, comma 1 che regola il presupposto dell'OPA obbligatoria con la fissazione di una soglia fissa sul modello del City Code britannico. In tal modo sarebbe evitato l'aggiramento dell'obbligo di offerta attraverso l'acquisizione di un numero di

¹²⁰ C- Mosca, *op. cit.*, pag.X

¹²¹ G. Fauceglia, *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, Torino, 2010, pp. 271 succ.

azioni, superante la soglia del 30%, da parte di più soggetti che agiscano sulla base di un concerto procedendo ad acquisti apparentemente frazionati per conseguire o “cristallizzare” il controllo della società pur risultando ciascuno proprietario di un numero di azioni inferiore al 30%.

I due successivi commi dell’art. 109 T.U.F., invece, identificano rispettivamente i casi in cui il comma 1 non trova applicazione e quelli in cui la detenzione di partecipazioni rileva ai fini dell’applicazione del comma 1¹²².

Nell’architettura pensata dal legislatore ciò che conta non è tanto il possesso in sé di un numero di azioni superiori alla soglia formalmente imputabile a soggetti diversi, quanto che lo stesso sia riconducibile a un unico centro di interessi¹²³: è in questo contesto che va inquadrata la nozione di concerto da alcuni definito come coordinazione tra più soggetti, un legame tra più azionisti, basato su un comune interesse nello svolgimento attività sociale, e sulla condivisione del controllo acquisito o da acquisire.

Tale circostanza, se può contribuire a creare un denominatore comune, non risolve però il problema di dare un contenuto alla definizione di concerto discernendo quali legami siano riconducibili nel suo ambito e quali no, come provarli in giudizio, a quali attribuire rilevanza ai fini OPA e in presenza di quali condizioni.

Le evidenze mostrano, infatti, che tale tecnica elusiva è stata non di rado utilizzata anche dopo legiferazione puntuale in materia attraverso il TUF, proprio per la difficoltà di esercitare una vigilanza apprezzabile su tali tentativi

¹²² Art. 109 T.U.F. Acquisto di concerto «1. Sono solidalmente tenuti agli obblighi previsti dagli articoli 106 e 108 le persone che agiscono di concerto quando vengano a detenere, a seguito di acquisti effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore alle percentuali indicate nei predetti articoli. I medesimi obblighi sussistono in capo a coloro che agiscono di concerto, a seguito di maggioranza, anche a favore di uno solo di essi, dei diritti di voto, qualora essi vengano a disporre di diritti di voto in misura superiore alle percentuali indicate nell’articolo 106; 2. Il comma 1, primo periodo, non si applica quando la detenzione di una partecipazione complessiva superiore alle percentuali indicate agli articoli 106 e 108 costituisce effetto della stipula di un patto, anche nullo, di cui all’articolo 122, salvo che gli aderenti siano venuti a detenere una partecipazione complessiva superiore alle predette percentuali nei dodici mesi precedenti la stipulazione del patto; 3. Ai fini dell’applicazione del comma 1, le fattispecie di cui all’articolo 101-bis, comma 4-bis, assumono rilievo anche congiuntamente, limitatamente ai soggetti che detengono partecipazioni».

¹²³ Brunetta, *Sub art. 109*, in *La disciplina dell’offerta pubblica di acquisto*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2010, 1, 210, 206

di elusione, soprattutto nell'individuazione circostanziata dei legami sottostanti le acquisizioni. Appare evidente che il nucleo del problema è comprendere come passare dalla presunzione di acquisto del controllo¹²⁴ alla prova dello stesso la qual cosa deve portare all'individuazione di quali tipi di legami individuino il concerto, se solo alcuni contratti valgano a tal fine, quali comportamenti integrano la fattispecie e quali no, quali siano i requisiti necessari a ritenere sussistente un legame preordinato al concerto, e come si relazionino questi due momenti di ricostruzione dell'elusione.

Il tentativo di far affiorare intenti di aggiramento della norma, perimetrandone l'ambito, risulta vieppiù complesso sul piano probatorio, soprattutto nel caso in cui l'operazione voglia essere tenuta occulta dai soggetti "che agiscono in concerto", intento che potrà essere evinto solo attraverso indizi. La difficoltà in concreto consiste nel definire il livello di coordinazione e di rapporto tra i soggetti a cui si può ricollegare la presenza di un concerto, tema che si lega a quello della cooperazione tra azionisti finalizzata a monitorare il funzionamento della società e a difendere le minoranze dal rischio di abusi o di condotte dannose per l'organizzazione e, di conseguenza, alla valutazione se la coordinazione discenda da una legittima volontà collaborativa nella partecipazione alla *governance* sociale, o piuttosto sia di preludio all'acquisizione del controllo.

Anche nel caso di misure chiare e nette occorre adottare una regolamentazione che bilanci l'onere gravoso costituito dal lancio dell'OPA, in special modo nei casi in cui esso non sia necessario, e la necessità di non comprimere eccessivamente la libertà economica degli operatori attraverso la costruzione di fattispecie chiare e certe che non impediscano la possibilità di questi di partecipare al capitale di una società o di associarsi allo scopo di condizionare l'andamento della stessa.

¹²⁴ Così C. Mosca, *op. cit.*, pag.22; Costi, *Il mercato mobiliare*, Torino, Giappicchelli, 2018, pag 94 secondo il quale la soluzione di imporre l'offerta a chi supera la soglia partecipativa prevista dalla legge nel convincimento che ciò coincida con il controllo, presenta il rischio che partecipazioni di effettivo controllo si collochino al di sotto di tale soglia con possibile mutamento del controllo senza OPA

Un'ultima considerazione si rende importante nell'economia generale del lavoro; essa attiene al fatto che la ricostruzione solo in termini elusivi della disciplina del concerto coglie solo parte del suo significato in quanto finisce con l'accumunare situazioni molto diverse tra di loro¹²⁵. Mentre la finalità antielusiva è strettamente connessa alla necessità di ricondurre ad un unico centro decisionale, gli acquisti frazionati effettuati da soggetti formalmente autonomi ma assoggettati ad una medesima volontà diversa è l'azione di concerto tra soggetti che perseguono un fine comune ma siano tra di loro realmente indipendenti. Nel primo caso, vale a dire di acquisti frazionati coinvolgendo enti o persone del cui volere si dispone,¹²⁶ ci troviamo in presenza di un'esigenza di chiusura del sistema senza modificare l'ambito applicativo della norma.

Per contro l'aggregazione delle partecipazioni di più soggetti indipendenti che tuttavia coltivano un disegno comune amplia i confini dell'OPA obbligatoria dal momento che dispone l'obbligo di offerta ulteriore e concettualmente autonomo nel caso di superamento della soglia su base individuale o *para individuale*¹²⁷.

Considerata la vasta gamma di ipotesi che possono essere configurate dall'intersezione tra la clausola generale prevista dall'art 101 *bis*, comma 4 del TUF e il sistema delle presunzioni di cui ai commi 4 *bis* e 4 *ter*, medesimo articolo, si possono individuare sotto il profilo concettuale tre macro categorie di concerto:

1. il *concerto endosocietario* che ricomprende le ipotesi di cui all'art 101 *bis*, comma 4 *bis lett b) e c)*¹²⁸;

¹²⁵ In tal senso C. Mosca, *op. cit.*, pag 40

¹²⁶ Che una partecipazione nell'emittente sia interamente posseduta da una holding oppure frazionata tra quest'ultima e le sue partecipate non muta la riferibilità del concerto ad un unico centro decisionale. In fatti, nelle ipotesi di concerto tra appartenenti allo stesso gruppo societario è stato da più parti, infatti, è stata evidenziata la vicinanza alla figura dell'acquisto indiretto tramite interposti o fiduciari. C. Mosca, *op. cit.*, pagg 40-50, Sul punto anche Bianchi, *sub art. 109, La disciplina delle società quotate*, Commentario a cura di Marchetti e Bianchi, I, Milano, Giuffrè, 1999 pag 451.

¹²⁷ A. Triscornia, *op. cit.*, pag 488

¹²⁸ *Sono persone che agiscono di concerto...(omissis).. un soggetto, il suo controllante e le società da esso controllate e le società sottoposte a comune controllo*

2. il *concerto relazionale* di cui all'art. 101 bis, comma 4 bis *lett d)* quando la relazione intercorre tra “*una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza o direttori generali*” cui si affianca la previsione dell'art.44 *quater*, comma 1, *lett.a)* del Regolamento Emittenti¹²⁹;
3. il *concerto pattizio* ex art. 101 bis, comma 4 bis, *lett a)* che considera concertisti “*gli aderenti ad un patto, anche nullo previsto dall'art.122, comma 1 e comma 5 lett. a), b), c) e d)*”¹³⁰

Tale classificazione nell'intersecarsi con il regime probatorio relativo a ciascun tipo di presunzione (assoluta o relativa) evidenzia delle criticità dal momento che “*l'identità di ratio tra le due situazioni (azione individuale e collettiva) imporrebbe comunque che il riflesso sulla società quotata, conseguente all'azione di concerto, fosse di intensità almeno paragonabile al potere di influenza o di concentrazione proprietaria che un superamento individuale della soglia porta con sé*”¹³¹. In tal senso anche Mosca: “*l'imposizione dell'offerta in capo a soggetti che agiscono di concerto costituisce un risultato equilibrato se la detenzione della partecipazione aggregata oltre soglia esprime una convergenza di interessi con effetti paragonabili, in termini di concentrazione della proprietà e di esercizio del controllo, al caso di superamento individuale della soglia critica*”¹³². In assenza di una valutazione dell'idoneità ad incidere effettivamente sugli assetti proprietari o di governo, l'esistenza di un accordo, pur oggettivamente riconducibile nell'alveo del patto parasociale, non giustificerebbe un obbligo di offerta qualora non fosse obiettivamente rilevante per il controllo della società o del suo capitale.

Si ripropone in definitiva la tensione che anima tutta la materia di regolamentazione dell'OPA in tema di bilanciamento degli interessi talora

¹²⁹ a) *Un soggetto 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,*

¹³⁰ La classificazione è ripresa da A. Triscornia, *op. cit.*, pagg 485-489. Nello stesso senso anche C. Mosca, *op. cit.*

¹³¹ A. Triscornia, *Opa obbligatoria: la presunzione di concerto per patto parasociale è ancora assoluta?*, pag 490

¹³² C. Mosca, *op.cit.*, pag 19

confliggenti con l'aggiunta che le zone ancora in ombra in materia di controllo si prestano ad interpretazioni ora estensive ora più restrittive considerata la natura eccezionale dei precetti.

Non stupisca, dunque, che sia sul piano dottrinale che su quello normativo ci si chieda quale sia la via più corretta al contrasto del concerto: se un approccio basato su una clausola generale aperta che consenta maggiore flessibilità e capacità di adattarsi al mutare delle condizioni del mercato o uno basato su più fattispecie tassative chiuse, dotate magari di un carattere presuntivo assoluto che assicuri certezza di quali conseguenze discendano dai vari comportamenti.

2.2.La stratificazione della disciplina: prima del TUF

E' solo nel TUF del 1998 che la materia del concerto viene affrontata per la prima volta in maniera organica sia pur strettamente confinata all'ambito dei patti parasociali, ragione per cui nel corso degli anni trascorsi dalla riforma introdotta con il testo unico ad oggi la revisione della materia del "concerto" non si è mai arrestata grazie soprattutto alla continua opera di vigilanza della Consob che ne ha portato alla luce i limiti suggerendo le necessarie modifiche¹³³.

A ben vedere il Testo Unico della Finanza, così come la legislazione comunitaria, pur contenendo una moltitudine di riferimenti al «concerto» non dà mai una definizione chiara di che cosa esso significhi ma di certo l'intento è

¹³³ Il rilevante ruolo sia in termini di vigilanza che in termini regolamentari rivestito dalla Consob

è costante nel tempo come si può evincere non solo dagli Atti Parlamentari delle XIV legislatura che hanno preceduto l'adozione del D. Lgs. n.229 ma anche dalle consultazioni svolte in sede di modifica del regolamento emittenti ove si legge che " *considerata la complessità delle modifiche legislative intervenute e il carattere fortemente innovativo di alcune di esse, la Consob ha ritenuto opportuno effettuare una revisione complessiva della regolamentazione delle OPA, anche alla luce delle questioni emerse dall'esperienza applicativa della vigente disciplina nonché dall'analisi comparata degli orientamenti dei principali Paesi in materia*".

CONSOB, *Documento di consultazione. Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte di Pubblico Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010, *Executive Summary*

quello di separare la convergenza di comportamenti casuali da quelli consapevoli¹³⁴.

Prima del TUF, una pallida ipotesi di concerto affiora nel D.L. 95/1974, convertito in l. 216/1974, all'art. 5 bis, il quale prevedeva semplicemente che in caso di superamento di determinate soglie di partecipazione dovesse esserne data comunicazione alla Consob, tenendo conto anche delle azioni possedute da soggetti con cui si fosse concluso un accordo scritto per l'esercizio concertato dei diritti di voto.

Anche nella legge 149/1992, la prima in materia di "offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli" la questione del concerto veniva tralasciata motivo che diede luogo a molteplici critiche e ad un ampio dibattito dottrinale.¹³⁵ In maniera del tutto tangenziale l'art. 10 comma 3 paventava un'ipotesi di concerto laddove teneva in considerazione ai fini delle offerte in questione anche le partecipazioni controllate attraverso la partecipazione ad un sindacato di voto¹³⁶, prendendo così in considerazione il caso in cui il controllo da parte di più soggetti venisse conseguito attraverso un patto di sindacato. In forma embrionale si attribuiva per la prima volta rilevanza ad una condotta non molto lontana dalla futura fattispecie del concerto sebbene avrebbe riguardato solo il singolo socio, non il complesso dei partecipanti¹³⁷ al sindacato, che avesse ottenuto la maggioranza all'interno del sindacato di voto e tramite essa fosse stato investito del controllo della società.

¹³⁴ *Infra* pag 55

¹³⁵ Bianchi, *Sub art. 109*; Montalenti, *Commento all'art. 10*, 257

¹³⁶ Si prevedeva infatti che, ai fini dell'integrazione dei presupposti dell'offerta pubblica di acquisto, "qualora non sia possibile individuare uno o più azionisti di controllo ai sensi del comma 2, l'obbligo di cui al comma 1 sussiste quando s'intende acquisire direttamente o indirettamente, tramite interposta persona o la partecipazione a sindacati di voto, una partecipazione non inferiore a quella posseduta direttamente o indirettamente, per il tramite di interposta persona o di società fiduciaria, dall'azionista ovvero, nel caso in cui esistano sindacati di voto, dagli azionisti in possesso della maggioranza relativa dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria"

¹³⁷ Sul punto Montalenti, *Commento all'art. 10*, 254, F. Chiappetta, *I patti parasociali nel Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in *Riv. Soc.*, 1998, 5, 989, 1009, e la comunicazione CONSOB 92005380 del 24 luglio 1992, rintracciabile in *Gazzetta Ufficiale* del 3 agosto 1992, n. 181, 36. Per il profilo giurisprudenziale Tucci, *Condizioni dell'OPA obbligatoria e acquisizione del controllo mediante patto di sindacato*, in *Le Società*, 1999, 3, 316.

L'assenza, tuttavia, di una norma in grado di sanzionare o reprimere eventuali condotte elusive svuotava di ogni cogenza la statuizione considerato il mero richiamo all'art. 10, comma 4¹³⁸, all'obbligo di comunicazione alla Consob di eventuali accordi per l'acquisto concertato di azioni entro cinque giorni dalla stipulazione, pena la loro inefficacia, da rendere pubblici tramite la pubblicazione di un annuncio su tre quotidiani nazionali.

La previsione si sarebbe dimostrata insoddisfacente sia dal punto di vista dell'assetto normativo sia in termini di effettività: l'esistenza del concerto avrebbe acquistato rilevanza solo in quanto oggetto di un patto parasociale senza che, tuttavia, se ne valutassero le ulteriori conseguenze che potevano derivare in un contesto in cui si affermava l'obbligatorietà dell'OPA quale unico metodo di acquisizione del controllo di una società¹³⁹ ancor più considerata l'assenza di una norma in grado di reprimere eventuali condotte elusive.

Un passo in avanti veniva fatto con legge 474/1994 sulle privatizzazioni, la quale, modificando il precedente d.l. 332/1994 all'articolo 8 comma 1¹⁴⁰, disponeva che in presenza “---- *ad un patto di sindacato di voto o di consultazione*¹⁴¹ *in qualsiasi forma concluso, desumibile anche dal comportamento concertato, di azioni di società, di cui al presente decreto, acquistate dai partecipanti, contestualmente o non contestualmente, a far tempo dalla comunicazione ufficiale del soggetto proprietario della*

¹³⁸ “Qualunque patto o accordo che comporti per gli aderenti limitazioni o regolamentazioni del diritto di voto, obblighi o facoltà di preventiva consultazione per l'esercizio dello stesso, obblighi circa il trasferimento di azioni, ovvero qualunque accordo per l'acquisto concertato, deve essere comunicato, a pena di inefficacia, alla CONSOB, entro cinque giorni dalla data di stipulazione, e reso pubblico, per estratto, mediante annuncio su tre quotidiani a diffusione nazionale, di cui due economici”.

¹³⁹ Campobasso, *Diritto Commerciale*, pagg.2 e 260

¹⁴⁰ “L'apporto [...] *ad un patto di sindacato di voto o di consultazione in qualsiasi forma concluso, desumibile anche dal comportamento concertato, di azioni di società, di cui al presente decreto, acquistate dai partecipanti, contestualmente o non contestualmente, a far tempo dalla comunicazione ufficiale del soggetto proprietario della dismissione con procedura di offerta pubblica di vendita, determina l'obbligo di procedere ad offerta pubblica di acquisto, allorché i quantitativi apportati consentano di disporre della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria*”.

¹⁴¹ Il patto di consultazione costituisca una novità rispetto alla normativa precedente, anche ove essa fosse interpretata estensivamente, visto che in essa rilevavano solo i sindacati di voto.

dismissione con procedura di offerta pubblica di vendita, determina l'obbligo di procedere ad offerta pubblica di acquisto, allorché i quantitativi apportati consentano di disporre della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria” . In sintesi l'obbligo del lancio dell'OPA sorgeva nel momento in cui vi fosse stato un “apporto di azioni” tale da consentire l'acquisizione del controllo o la possibilità di esercitare un ‘influenza dominante nell'assemblea.

Il principio sotteso alla norma è che il comportamento concertato tra due o più soggetti acquista rilevanza essenzialmente su un piano probatorio quale elemento di presunzione relativa dell'esistenza di un patto parasociale o più precisamente di un sindacato di voto o di consultazione: l'esistenza del patto parasociale avrebbe rappresentato sostanzialmente la cartina al tornasole di una situazione di concerto nella conduzione della società tra i contraenti e dunque un concerto inerente il successivo acquisto di azioni.

Per il legislatore del 1994 essenziale era il riferimento al comportamento concertato in quanto elemento probatorio ma non un elemento autonomo in virtù del quale si considerassero integrati i presupposti per l'offerta pubblica di acquisto. La limitatezza delle previsioni in materia di concerto, tra l'altro limitate a due sole fattispecie determinate di patti, anziché ad una più ampia classe di condotte che potessero significare una collaborazione tra due parti finalizzate all'acquisizione del controllo, rese sempre più pressante a partire dal 1992 l'esigenza di regolare in maniera più completa le ipotesi di concerto tanto da sollevare più volte le riflessioni della Consob che nella proposta di modifica del 1995 prevedeva che il superamento di un determinato numero di partecipazioni comportasse l'obbligo di OPA anche laddove si agisse di concerto con altre persone, giuridiche o fisiche¹⁴².

¹⁴² “*Agiscono di concerto, e sono solidalmente tenute agli obblighi di cui al presente articolo, le persone fisiche o giuridiche che abbiano tra loro concluso in qualsiasi forma un accordo o un patto con l'intento di acquistare o vendere azioni che attribuiscono diritti di voto nell'assemblea ordinaria ovvero con l'intento di esercitare tali diritti per assicurare unicità di indirizzo alla gestione sociale. Si presumono comunque agire di concerto: a) una società con i propri amministratori, sindaci e direttori generali; b) una persona fisica con il coniuge, con i parenti in linea retta e in linea collaterale nonché con gli affini, fino al terzo grado*” CONSOB, *Proposta di modifica alla legge OPA*, in Banca Borsa Tit. Cred., 1995, 2, 545.

Al riguardo è interessante rilevare come la previsione della Consob prevedesse un riferimento più ampio al novero dei patti parasociali che cominciano ad essere considerati quale elemento costitutivo della normativa¹⁴³, centralità che emerge ancora oggi nei dibattiti sull'obbligo solidale di offerta pubblica di acquisto.

Da qui in poi la storia della disciplina del concerto può essere suddivisa in due fasi principali: la prima fase è iniziata con l'emanazione del TUF nel 1998 ed è proseguita fino al D. Lgs. n.229 che ha recepito la direttiva *takeover*.

La seconda fase, tutt'ora in corso, inizia con il decreto legislativo n.146 del 2009 (detto anche decreto "correttivo"), che si connota per l'introduzione all'art 101-bis, comma 4 del TUF della nuova accezione di "persone che agiscono di concerto"¹⁴⁴.

2.2.1 (segue) La disciplina del Testo unico della Finanza: dalla bozza Draghi al Testo unico

Con il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria adottato con decreto legislativo 58 del 24 febbraio 1998 i presupposti dell'acquisto di concerto vengono mutati come conseguenza del mutamento dei presupposti dell'OPA in generale: in un mercato quale quello italiano, caratterizzato da assetti di controllo di tipo "coalizionale"¹⁴⁵ e con lo scopo evidente di semplificare l'applicazione della normativa, prende corpo la prima formulazione dell'articolo 109 del TUF ispirato dall'obiettivo di evitare che le regole in materia di offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie fondate sul superamento delle soglie del 30 % e del 90 % non vengano eluse frammentando le acquisizioni delle partecipazioni fra una molteplicità di soggetti, giuridicamente distinti ma economicamente coordinati in un disegno unitario.

¹⁴³ I patti parasociali costituiscono fenomeno diffuso in Italia come rilevato dalla Consob nel Rapporto 2012 sulla *corporate governance* delle società quotate, dicembre 2012. E' pur vero che secondo l'ultimo rapporto sulla *corporate governance* della Consob segnala una significativa diminuzione

¹⁴⁴ C. Mosca, *op. cit.*, pagg 80-100

¹⁴⁵ F. Chiappetta *op. cit.*,

La scelta di agganciare il presupposto dell'obbligo di offerta al superamento di una soglia fissa, al posto di un meccanismo che richiedeva una valutazione caso per caso in relazione al potere di controllo esercitato dall'offerente, rappresentò un vero e proprio elemento di rottura rispetto alla previgente disciplina contenuta nella legge n.149 del 1992.

La genesi della materia di concerto fu preceduto da un lungo dibattito che portò sostanziali modifiche alla prima bozza della normativa, c.d. bozza Draghi, prima di giungere al testo adottato alla fine dell'iter legislativo in cui concerto e patto parasociale hanno finito per identificarsi *“dando vita ad un rapporto simbiotico che si è dimostrato inscindibile soprattutto nell'applicazione concreta della disciplina ad opera della Consob”*.¹⁴⁶

Ripercorrendo i lavori parlamentari precedenti all'adozione del TUF si rileva che nello schema di decreto legislativo iniziale si contemplava una formula generica per la definizione dell'azione di concerto, richiedendosi a tal fine non necessariamente l'esistenza di un accordo delle parti, ma anche il semplice fatto che queste agissero consapevolmente in modo coordinato.

Si trattava di un assetto ispirato al modello britannico (in parte recepito anche nel sistema francese) secondo il quale il concerto si realizza in ogni caso in cui due o più persone, in base ad un accordo o altra intesa formale o informale cooperino attivamente, mediante l'acquisto da parte di uno di essi delle azioni di una società, al fine di acquisire o consolidare il controllo della medesima società.

La scelta si poneva peraltro sulla stessa linea della legge sulle privatizzazioni: il concerto coinvolge tutti i concertisti e non riguarda più il solo soggetto che ottenga una determinata posizione in virtù del nesso con altri soggetti¹⁴⁷.

Due sono gli elementi rilevanti introdotti nella bozza: il generico “agire di concerto” prende il posto del patto parasociale e accanto a quest'ultimo vengono previste altre tre fattispecie da cui far discendere l'obbligo di OPA,

¹⁴⁶ A. Triscornia, op. cit., pag 495

¹⁴⁷ La norma fa infatti chiaramente riferimento ai termini complessivi della partecipazione, e conferma tale scelta statuendo che l'acquisto anche di un solo concertista obbliga tutti gli altri, indipendentemente dalla loro consapevolezza.

come vedremo più avanti. E' sul piano probatorio che lo scenario muta in maniera sostanziale: per la prova dell'agire di concerto si può fare riferimento anche al comportamento successivo degli stessi soggetti, in maniera sostanzialmente parallela a quanto avveniva nell'art. 8 l. 474/1994, in cui invece l'elemento da provare era il patto parasociale, e il mezzo tramite cui desumerlo veniva ad essere il comportamento concertato. In sostanza, il comportamento concertato che prima faceva presumere il patto e quindi l'obbligo di OPA, ora fa presumere, insieme ad altre fattispecie, l'esistenza di un'azione di concerto, ed è da questa che discende l'obbligo di OPA.

Si sarebbe così realizzato il passaggio da un regime in cui la sola stipulazione di un patto, anche occulto, era idonea a far presumere il concerto ad uno caratterizzato da una clausola generale, appunto l'azione di concerto, dai confini molto più ampi sia pur più vaghi ed indeterminati.

Nel corso delle audizioni parlamentari¹⁴⁸ propedeutiche all'approvazione definitiva del TUF, la proposta incontrò le critiche delle rappresentanze del mondo imprenditoriale e finanziario preoccupate di una formulazione aperta sul modello francese ed inglese, che potesse ampliare indefinitamente il novero delle situazioni suscettibili di portare all'OPA. Proprio per tale motivo la formulazione originaria dello schema di D. Lgs. venne ritenuta ambigua nel corso dell'esame parlamentare, manifestandosi l'esigenza che il concerto fosse desunto dall'esistenza di patti parasociali, anche nulli, soluzione poi confluita nell' articolo 109 del testo unico.

Il legislatore delegato ripensò dunque l'impostazione delle previsioni in materia di concerto lasciando da parte la creazione di una fattispecie generale e sostituendola con la creazione di quattro fattispecie di concertisti che vengano a detenere, a seguito di acquisti a titolo oneroso effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore alle soglie fissate. In presenza di una di tali fattispecie, sorge un'obbligazione solidale di presentare un'offerta, che, in base ad accordi interni alla coalizione, può essere adempiuta

¹⁴⁸ *Indagine conoscitiva sull'evoluzione del mercato mobiliare italiano della Commissione Finanza della Camera, Audizione del Direttore Generale di Confindustria del 27 Gennaio 1998, in Riv. Soc. 1998, pag 243*

da uno solo o da alcuni dei partecipanti al concerto in quanto situazioni accumulate da una convergenza di interessi o da una cabina di regia cui ricondurre la gestione della complessiva partecipazione.

Quanto agli obblighi richiamati, il riferimento è all'obbligo di offerta totalitaria, regolato all'art. 106¹⁴⁹ operante una volta che con acquisti onerosi si superi la soglia del 30%, e all'obbligo di acquisto residuale¹⁵⁰, regolato dall'art. 108, nel caso in cui la partecipazione dei concertisti abbia superato il 90% o il 95% del capitale. Ove nell'ottenere il controllo ci si mantenga sotto tale soglia, nessuna conseguenza e nessun obbligo vi saranno per il nuovo controllante.

Con il ricondurre le ipotesi di concerto alla posizione dei soggetti obbligati e ai rapporti intercorrenti tra essi, e non alle loro condotte nei confronti della società, il legislatore sceglieva in definitiva un approccio soggettivo nel costruire le fattispecie di concerto¹⁵¹: l'obbligo solidale di lancio dell'offerta pubblica per i soggetti individuati nella norma sorge nel momento in cui venga superata la soglia del 30% tramite un acquisto oneroso effettuato anche da uno solo di essi, e dunque a prescindere dal fatto che gli altri soggetti coinvolti siano consapevoli dell'acquisto. La conseguenza derivante nel caso di violazione dell'obbligo di OPA, che potrebbe concretizzarsi attraverso un concerto non reso pubblico dalle parti è, ai sensi dell'art. 110 TUF, l'alienazione delle partecipazioni eccedenti la soglia rispettivamente del 30% e del 90%, entro i successivi dodici mesi, cui si aggiunge il divieto di esercizio del voto per l'intera partecipazione durante tale periodo oltre che, per

¹⁴⁹ L'articolo 106 è stato interessato da un intervento della CONSOB che, in sede di regolamento emittenti, all'art. 44-ter, conformemente al compito definitorio attribuitogli dall'art. 105 c.3-bis, ha stabilito in quali termini la detenzione di strumenti finanziari derivati sia computata ai fini del raggiungimento della soglia. Si veda sul punto Sandrelli, *La nuova disciplina degli «strumenti finanziari derivati» nelle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.* 2012, 1, 129.

¹⁵⁰ Si rammenta che obbligo di acquisto, sorge in un contesto in cui l'offerente ha acquisito la quasi totalità delle partecipazioni, consentendo ai pochi soggetti che ancora detengono partecipazioni nell'emittente di cederle, visto le quantità richieste che un mercato fortemente illiquido genererebbe per il disinvestimento. In alternativa, nel caso in cui si sia raggiunta la sola soglia del 90%, l'offerente avrà la possibilità di provvedere a ripristinare il flottante necessario a un corretto andamento delle negoziazioni.

¹⁵¹ Basso, Sub art. 109, in AA. VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, CEDAM, 1998, 2, 1017.

consolidata giurisprudenza la sussistenza di un obbligo risarcitorio da parte dei concertisti.

In tal modo il concerto non è strumentale all'acquisizione del controllo da parte di un soggetto singolo, ma individua una cooperazione e un nesso tra vari soggetti che insieme vengono vincolati all'OPA. Alla luce della norma il tratto caratterizzante la materia cessa di essere "l'azione di concerto" auspicata inizialmente, per assumere la connotazione di "acquisti di concerto".

La nozione di concerto acquista insomma autonomia, il che peraltro ha migliorato sostanzialmente la normativa, che prima poteva essere sin troppo facilmente elusa tramite un attento frazionamento delle rispettive quote tra i partecipanti al patto; al contempo l'elenco tassativo di presunzioni legali di concerto, e dunque una disciplina chiusa, metteva in ombra il dato sostanziale del controllo scegliendo il dato formale del superamento della soglia, dato che sembrava soddisfare l'esigenza di certezza evitando di rimettere alla Consob il compito di compiere i complessi accertamenti in merito alla sussistenza del concerto procedendo caso per caso¹⁵².

In definitiva perde rilievo lo scopo delle condotte delle parti, per cui nulla importa all'ordinamento che esse agiscano al fine di controllare, di comune accordo, la società, né che l'accordo di base sia idoneo a questo scopo, quello che conta è che si integrino le fattispecie previste: "*il concerto, in altri termini, risultava sostanzialmente declassato da fattispecie giuridica a semplice "nomen iuris" della disciplina*"¹⁵³.

2.2.2 Dall'azione di concerto all'acquisto di concerto

Come abbiamo sin qui visto, nella versione definitiva del TUF del 1998 il legislatore tra una definizione di una nozione ampia di concerto, coincidente con l'"azione di concerto" e quella più "sicura" di "acquisto di concerto"

¹⁵² Ciò tiene in conto, correttamente, l'importanza di ridurre le incertezze nell'accertamento dell'OPA, che vista la rilevanza di questa, possono avere un rilevante impatto sul funzionamento dei mercati, e sull'andamento dei titoli dell'emittente. Mosca, *Comportamenti di concerto e patti parasociali*, in Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti, Milano, Egea, 2011

¹⁵³ C. Mosca, *op. cit.*, pag.90

(come è rubricato l'art. 109) opta per quest'ultima. Ne consegue un'architettura che vede da un lato la nozione di concerto strettamente correlata a quella di acquisto la qual cosa comporta che per far scattare l'obbligo di OPA non è sufficiente l'esistenza di un patto, di un accordo o di condotte comuni tra più soggetti ma si rende necessario anche l'acquisto di una partecipazione,¹⁵⁴ vale a dire un apporto di azioni all'interno del patto superando la soglia mentre nessun obbligo è imposto nel caso di un patto di sindacato superiore al 30% stipulato tra più soggetto o nel caso che più soggetti che detengono una tale partecipazione cooperino tra di loro nel controllo della società.

Ancora più importante è il riflesso sul piano tecnico interpretativo: adottare una definizione di concerto più "aperta" ma sicuramente anche più sfumata nei suoi confini, finirebbe per gravare l'interprete nell'attività di definizione del contenuto lasciando spazio alle più varie eventualità lì dove le azioni apparissero concordate dei concertisti e finalizzate ad un comune obiettivo e, dunque, sia nel caso di accordi realmente esistenti sia nel caso di convergenze involontarie.

Proprio per evitare di lasciare all'interprete ed alle autorità di vigilanza un compito così esteso, il legislatore sceglie in definitiva la via dell'acquisto di concerto che viene definito sulla base di un'unica condotta, quella, come detto, di acquisizione a titolo oneroso di partecipazioni azionarie oltre soglia, e di quattro presunzioni inerenti i rapporti tra i detentori delle partecipazioni sociali, quelle di cui alle lett. a), b), c) e d), vale a dire quattro rigide fattispecie riconducibili ad altrettanti tipi di legami esistenti tra gli azionisti.

Quale che sia la finalità delle parti, che esse agiscano o meno al fine di controllare di comune accordo la società, sulla base di un accordo idoneo o meno a questo scopo, l'unico elemento che rileva per l'ordinamento è che si integrino le fattispecie previste. L'acquisto di azioni, effettuato anche da un

¹⁵⁴ Non tutti i sistemi hanno adottato la stessa soluzione. La Francia ad esempio, *non richiede che la stipulazione dell'accordo sia correlata ad acquisti di azioni*", Bianchi, *Sub art.109*, 436.

singolo azionista, viene automaticamente inquadrato quale acquisto di concerto e di conseguenza comporta l'obbligo di lancio dell'OPA essendo del tutto irrilevante che l'acquisto del controllo venga seguito da un effettivo esercizio dello stesso o da comportamenti che confermino l'esistenza di un accordo tra i soci. In definitiva i requisiti da prendere in considerazione sono:

1. la detenzione da parte di più soggetti di una quantità di azioni che superano la soglia;
2. la correlazione della stessa a degli acquisti.

Si evince *ictu oculi* che con una fattispecie così delineata, più circoscritta e di facile applicazione¹⁵⁵ e che non richiede una verifica dell'effettiva cooperazione tra i soggetti, risulta ridotto il potere discrezionale della Consob nell'interpretare la norma non essendo più chiamata ad una analisi puntuale delle condotte dei concertisti.¹⁵⁶

Nonostante il tenore della norma da più parti si è posto l'interrogativo se il legame tra la portata generale dell'azione di concerto e le singole presunzioni stabilite nel D. Lgs 58/98 consentissero di ampliare il novero di queste ultime attraverso una interpretazione che desse un peso prevalente allo scopo perseguito dal legislatore. Al riguardo, tuttavia, non si ritiene che possa essere altra soluzione di quella che porti a ritenere "chiuse" le quattro fattispecie, limitando la possibilità di estendere il concerto oltre le ipotesi previste dalla norma. In tal senso soccorrono sia i lavori parlamentari durante i quali, come abbiamo visto, l'argomento fu dibattuto scegliendo l'abolizione della più ampia nozione di "azione di concerto" sostituita con la previsione di ipotesi dalla portata particolarmente ampia, soprattutto quella in tema di patti parasociali¹⁵⁷. A ciò si aggiunga che in quanto norma eccezionale mal si presta ad una

¹⁵⁵ Brunetta, *op. cit.*, 209; Ferro Luzzi, *Il «concerto grosso»; variazioni sul tema dell'OPA*, in *Giur. Comm.*, 2002, 1, 661.

¹⁵⁶ Come è stato notato il legislatore sembra del tutto prescindere da un'analisi dell'effettiva condotta dei soggetti coinvolti, non interessandosi dunque del fatto che essi mettano in pratica delle condotte effettivamente significative, quale ad esempio poteva essere quella di esercizio in comune del voto. Basso, *op. cit.*, 1018, che fa riferimento specificamente al caso dei patti nulli, ma il principio è applicabile anche ai patti validi laddove essi non abbiano a che fare con la gestione sociale.

¹⁵⁷ Giudici, *L'acquisto di concerto*, in *Riv. Soc.*, 2001, 495.; Montalenti, *OPA: la nuova disciplina*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 1999, 1, 155.

interpretazione analogica e da ultimo occorre tenere in considerazione che l'OPA è un contratto imposto, che impone limitazioni all'autonomia privata, e pertanto ogni deroga deve essere espressamente prevista.¹⁵⁸ Altrettanto controversa è stata la natura delle presunzioni e cioè se ci si trovasse in presenza di presunzioni assolute (non ammettono la prova contraria) o relative. Anche in tal caso aiuta l'esame dell'iter legislativo considerato che la formulazione del testo definitivo non riprende la bozza Draghi, laddove si faceva espresso riferimento al carattere presuntivo delle ipotesi citate ("si presume"), il che avrebbe sottinteso la possibilità di prova contraria per i soggetti coinvolti. Altro argomento a favore della natura assoluta della presunzione, riporta alla distinzione tra azione e acquisto di concerto, infatti, con l'art. 109 si vengono a creare delle fattispecie rigide che lasciano poco o nessuno spazio all'interpretazione, dato che il legislatore non pone nessun criterio ulteriore rispetto alla mera esistenza del legame, che venga richiesto al fine di valutare se vi sia il concerto¹⁵⁹. Se si volesse ipotizzare la sussistenza di un requisito ulteriore, quale la "volontà di concertarsi" o l'esistenza di una strategia programmata, si riporterebbe in vita l'azione di concerto, in palese contraddizione con le scelte operate dal legislatore¹⁶⁰, come confermato, dalla CONSOB la quale affermò che *"Appare, in particolare, non condivisibile quanto affermato nel quesito in merito al carattere relativo delle presunzioni di acquisto di concerto (...) E' infatti opinione prevalente in dottrina che le presunzioni di concerto previste nell'art. 109 del TUF siano tassative e non ammettano prova contraria. Ciò viene variamente argomentato richiamando la genesi della norma di legge, sottolineando la circostanza che la disposizione in parola, ai fini della sussistenza degli obblighi di OPA, si limita ad attribuire rilevanza ad acquisti posti in essere da determinati soggetti, non richiedendo*

¹⁵⁸ Brunetta, *op. cit.*, 208.

¹⁵⁹ Bianchi, *Sub art. 109*, 439. Sotto un altro punto di vista, l'eventuale prova contraria si configurerebbe spesso come una *probatio diabolica*, dato che essa dovrebbe dimostrare l'inesistenza di una volontà di cooperare tra soggetti che hanno un legame volto a tale scopo. Sicuramente invece sarebbe stata possibile e anche opportuna la prova contraria nel caso di cui alla lett. d) e nel caso di un obbligo di OPA imposto per un patto parasociale stipulato entro i 12 mesi successivi all'acquisto di partecipazioni in numero superiore al 30% da parte dei soci sindacati.

¹⁶⁰ Giudici, *op. cit.*, 496.

peraltro che tali acquisti siano riconducibili ad una strategia comune o programmata, sia in considerazione che il dettato della norma medesima, per come è formulato, non consente una valutazione di tipo finalistico. E' evidente che distinguere, ai fini dell'applicazione dell'art. 109 del TUF, le finalità e gli intendimenti connessi agli acquisti effettuati dagli aderenti al patto implicherebbe la necessità di procedere ad indagini complesse, anche psicologiche, non previste dalla legge, assolutamente discrezionali e suscettibili di creare disparità di trattamento tra i soggetti interessati“¹⁶¹.

Il risultato finale è sostanzialmente quello della costruzione di una norma in cui l'azione di concerto, che si poteva considerare come “programmaticamente aperta”, lascia posto alla costruzione della fattispecie e nella definizione del concerto a ipotesi rigide e specifiche di natura soggettiva, con il conseguente rischio di obbligare all'OPA anche in casi in cui potrebbe inopportuna. D'altro canto però tali legami soggettivi vanno riempiti di contenuti, ed è su questo piano che il legislatore rende più flessibile la norma, soprattutto, anzi, quasi esclusivamente, attraverso lo strumento del patto parasociale.

L'accento va dunque ora posto su tali legami soggettivi, sulle singole ipotesi dell'art. 109 la cui formulazione, lungi dal rendere rigida e meno interpretabile possibile la norma, come pareva essersi proposto, ha finito per lasciare amplissimi margini di incertezza e quindi di interpretazione sul piano della dimostrazione della sussistenza del patto.

2.2.3 Le quattro fattispecie

Per completezza di analisi si ritiene opportuno un approfondimento delle quattro fattispecie di concerto anche se alcuni casi specifici e più complessi saranno approfondite nel prosieguo della trattazione.

La previsione dell'art. 122 TUF che disciplina i patti parasociali richiamati dall'art. 109, è particolarmente ampia e ricomprende gran parte delle tipologie di patti parasociali esistenti e rilevanti ai fini del concerto.

¹⁶¹ Comunicazione 1081336 del 26 ottobre 2001, in www.consob.it

Dal punto di vista dei contenuti, i patti parasociali oggetto della disciplina dettata dal T.U.F. consistono, innanzitutto, nei sindacati di voto, come in precedenza definiti. Rientrano poi, nella nozione di patti parasociali ai sensi dell'art. 122 del T.U.F. i patti di consultazione obbligatoria e i sindacati di blocco (situazione in cui il gruppo di controllo riesce a cristallizzare l'assetto proprietario che meglio garantisce l'esercizio del controllo medesimo). Rientrano poi in tale categoria i patti aventi ad oggetto l'acquisto di azioni (ai sensi del comma 5, lett. c dell'art. 122 del T.U.F. rientrerebbero solo quelli relativi all'acquisto di azioni da soggetti estranei ai patti parasociali). Infine, vi è la possibilità di stipulare un patto in vista di una singola assemblea, posto l'obbligo la tempestività degli adempimenti pubblicitari. Per quanto concerne la forma, l'art. 122 del T.U.F. si limita a prevedere che i patti da esso disciplinati possano essere stipulati in qualsiasi forma. Rientra in tale tipologia anche la forma verbale, salva comunque la necessità di procedere alla trascrizione degli stessi ai fini pubblicitari¹⁶².

Ciò appare coerente non solo con la finalità antielusiva della disciplina ma anche con il primario interesse pubblico di parità di trattamento degli azionisti per cui l'obbligo di offerta deve trovare applicazione non solo nel caso in cui il superamento della soglia sia riferibile ad un unico soggetto ma anche in presenza di raggruppamenti che per il grado di coesione interna siano assimilabili ad una iniziativa individuale.

Per altri versi, tuttavia la nozione di patti parasociali tende a ricomprendere condotte anche estranee alla finalità di acquisizione del controllo, e comunque ad avere una portata particolarmente ampia riproponendo il rischio di una estensione eccessiva della norma¹⁶³, con la sua applicazione anche in caso di patti momentaneamente stipulati e finalizzati a tutt'altro che al controllo della società, persino a patti stipulati da soggetti le cui

¹⁶² Dunque anche a quei patti che si siano perfezionati *per facta concludentia*. Giudici, *op. cit.*, 499; Basso, *op. cit.*, 1017.

¹⁶³ *Infra* pagg 61-62

partecipazioni aggregate superino il 30% ma che siano comunque rappresentativi di una minoranza, per quanto di una certa consistenza¹⁶⁴.

Quanto alla ricomprensione dei patti nulli nella fattispecie la ragione risiede, come sempre, nella necessità evitare incongruenze ed elusioni; per tale motivo nella disciplina del concerto il patto rileva non come negozio ma come fatto la cui rilevanza è data dalla idoneità a consentire alle parti, anche in assenza di un accordo formale, di accordarsi sulla condotta da tenere, aggirando le previsioni normative. Rispetto alla stipula del patto rilevano sia gli acquisti successivi e contemporanei ad esso, sia quelli pregressi, purché conclusi nei dodici mesi precedenti l'acquisto. In ragione della previsione vengono sottoposti all'obbligo di OPA anche quei soggetti che abbiano stipulato un patto in tempi immediatamente precedenti l'acquisto, evitando di portarlo allo scoperto prima che questo venga effettuato, sfruttando l'oggettiva difficoltà di provare l'esatto momento in cui il patto è stato concluso¹⁶⁵. Come conseguenza della previsione normativa anche la CONSOB risulta alleggerita nella sua attività essendo dispensata dall'onere della prova.

Al contempo, nel far riferimento ai soli patti parasociali il legislatore sembrerebbe escludere tutte quelle pratiche concertate che non hanno fondamento in un accordo come nell'ipotesi in cui due soggetti, le cui partecipazioni superino il 30%, tengano comportamenti analoghi di voto, ben conoscendo la convergenza dei loro interessi e dunque la loro convenienza ad esercitare insieme il controllo della società, senza per questo stipulare un qualche tipo di patto o di accordo, nemmeno occulto. Tali condotte non potrebbero essere sanzionate, neppure qualora i soggetti continuassero a

¹⁶⁴ Basso, *op. cit.* Ciò si ricollega a sua volta al problema dello *shareholder activism*, vale a dire al rischio che la previsione in tema di OPA di concerto disincentivi l'aggregazione in sede assembleare di investitori istituzionali e altri investitori di minoranza i quali, in un'ottica di *corporate governance*, dovrebbero svolgere una funzione di controllo sulla gestione sociale in quanto dotati di interesse e capacità in merito, e che potrebbero costituire, appunto, una minoranza rilevante

¹⁶⁵ La previsione di una clausola che estende la rilevanza del patto parasociale agli acquisti pregressi è una specificità della nostra disciplina e sembra coerente con l'intento di evitare elusioni senza per questo irrigidire eccessivamente la materia. Non dimentichiamo che la *ratio* della normativa è quella di obbligare all'OPA chi acquisti una partecipazione superiore alla soglia di concerto con altri soggetti, e non chi controlli la società tramite un patto con altri soggetti, dovuto a una coincidenza di interessi o ad altro, senza provvedere all'acquisizione di partecipazioni ulteriori

cooperare e/o stabilizzare il loro patto una volta decorsi i dodici mesi necessari a evitare l'OPA. All'apparente vuoto normativo, dovuto alla scelta di eliminare "l'azione di concerto" sembrerebbe soccorrere il concetto di patto per fatti concludenti che tuttavia non consente un netto distinguo tra accordi e pratiche parallele.

Venendo alla ripartizione dell'obbligo di OPA, che vede una uguale disciplina per tutte e quattro le fattispecie, il TUF ha introdotto una forte innovazione prevedendo un obbligo solidale di tutti i concertisti in luogo della previgente normativa che imponeva l'obbligo di OPA al singolo soggetto oggetto che conseguisse il controllo, anche tramite un sindacato di voto, e non sulla totalità dei partecipanti al sindacato. Da tale scelta, che di certo può rappresentare un deterrente rispetto ai tentativi di elusione, ne deriva un maggior beneficio per gli azionisti di minoranza o comunque di coloro che cederanno la loro partecipazione¹⁶⁶.

Quanto poi alla modalità di ripartizione dell'obbligo, si deve ritenere che l'onere non debba essere adempiuto in parti uguali, ma in modo proporzionale alla quantità di azioni già possedute da ciascun concertista¹⁶⁷, ferma restando ovviamente la possibilità per la coalizione dei concertisti di ripartire l'onere diversamente all'interno del sodalizio¹⁶⁸ mentre rimane poco chiaro se, in

¹⁶⁶ Bianchi, *Sub art. 109*.

¹⁶⁷ Non tutta la dottrina converge sul punto. Così Basso, *op. cit.*, basa questa considerazione essenzialmente sull'art. 1298 cc, in base al quale "*Le parti di ciascuno si presumono uguali, se non risulta diversamente*". Per ragioni equitative appare corretto che la ripartizione dell'onere fra i concertisti imponga a ciascuno un "peso" proporzionale alla loro partecipazione. Di diverso avviso Sersale, *Sub art. 109*, 201, il quale, vista la possibilità che un soggetto venga obbligato all'OPA pur non avendo partecipato o addirittura essendo contrario al superamento della soglia, ritiene che vada seguito il principio dell'art. 2055 cod. civ., in tema di responsabilità solidale da illecito, per cui ciascuno è obbligato in misura proporzionata alla propria colpa, nel caso specifico nel superamento della soglia prevista per l'OPA, per cui, si dovrebbe evincere, il concertista "suo malgrado" avrebbe un ruolo di poca o nulla rilevanza nel lancio dell'offerta. Tale opinione consentirebbe di risolvere facilmente la problematica connessa alla ripartizione dell'onere ove si ritenga che siano obbligati all'OPA anche i soggetti che non possiedono una partecipazione azionaria

¹⁶⁸ Bianchi, *Sub art.109*, 453. Anche, come suggerito da Brunetta, *op. cit.*, 225, a scopo sanzionatorio nei confronti di chi abbia portato il concerto a superare la soglia, contro la volontà degli altri azionisti. In tale ipotesi però la sanzione dovrebbe stare nella maggiore contribuzione economica all'acquisto, e non nell'obbligo di acquistare un più elevato numero di azioni, il che potrebbe essere anche condizione non troppo sgradita o addirittura scopo della condotta rispetto al socio acquirente la partecipazione oltre soglia.

presenza di un adempimento da parte di uno solo dei concertisti, occorra ridistribuire le partecipazioni acquisite proporzionalmente¹⁶⁹.

Passando alle altre tre fattispecie previste all'art. 109, occorre evidenziare la differenza tra la previsione concernente i patti parasociali e quelle enucleate alle lett. b), c) e d) dove viene in esame l'esercizio di un'influenza o di un controllo da parte di un soggetto nei confronti di un altro e non un accordo tra soggetti di pari qualifica¹⁷⁰. Le tre fattispecie diverse dai patti parasociali evidenziano una forte analogia con l'ipotesi della interposizione da cui non è sempre facile distinguerle soprattutto se si considera che le posizioni di controllato e controllante sono pienamente sovrapponibili, determinando l'impossibilità di dimostrare che nonostante il rapporto i due soggetti seguono linee di condotta diverse. Pertanto se il rapporto venisse qualificato come concerto, tutte le parti coinvolte nell'acquisto sarebbero obbligate mentre nel caso di interposizione l'unico ad essere obbligato ai sensi dell'art. 105 TUF sarebbe l'interponente. Un'ulteriore considerazione riconducibile all'art. 105 mette in luce un elemento di differenziazione della disciplina dell'OPA di concerto rispetto ad altre forme di elusione, nella sua funzionalizzazione a rendere effettivo l'obbligo di OPA. Infatti, se guardiamo alla disposizione prevista all'art. 105, 2° comma, TUF, essa stabilisce come si calcola la partecipazione di un soggetto, cioè aggiungendo alle quote che esso possiede direttamente anche quelle da esso indirettamente detenute. Si somma dunque la quota di capitale detenuta tramite fiduciari o interposta persona a quella

¹⁶⁹ Brunetta, *op. cit.*, 225.

¹⁷⁰ Altrettanto efficace della ripartizione adottata da Triscornia (*infra pag 61*) è la classificazione operata da Tucci in *Acquisto di concerto*, pag 923, che porterebbe a distinguere l'ipotesi "orizzontale" di concerto da quella "verticale" dei patti parasociali. Ciò esemplifica innanzitutto il fatto che ci troviamo di fronte ad ipotesi in cui rileva il nesso intercorrente tra i soggetti da un punto di vista "statico" di composizione della compagine sociale o ruolo dei concertisti rispetto alla società, e non "dinamico", di esistenza fra di essi di accordi o patti e relativo comportamento.

dell'interponente, ma nel fare ciò si obbliga solamente esso al lancio dell'OPA, proprio perché gli si addossa direttamente la partecipazione. Questo punto, abbastanza insidioso, merita un approfondimento che svolgeremo più avanti.

Venendo alla fattispecie sub lett. b) viene disciplinato il caso in cui ad acquisire la partecipazione azionaria oltre soglia siano un soggetto e le società da esso controllate. La norma, che non fa espressamente riferimento ad una nozione specifica di controllo, prende in considerazione il caso in cui il comportamento della società controllata viene considerato necessariamente concertato e coincidente con quello del controllante in virtù del rapporto che lega i due soggetti, e della unità economica del gruppo¹⁷¹. Analoghe considerazioni possono essere svolte per le ipotesi della lett c) che si riferisce alle così dette società sorelle, vale a dire le società sottoposte a comune controllo.

L'ipotesi di cui alla lettera d) infine fa riferimento alla società e ai suoi direttori o amministratori generali che detengano azioni dell'emittente. La ratio sta nell'elevata probabilità che gli amministratori di una società e la società stessa collaborino vicendevolmente nel controllo dell'emittente rendendo l'elusione della disciplina del concerto ancora più facile che nelle due ipotesi precedenti.

Nella realtà, tuttavia, solo di rado vale effettivamente la pena di presumere un concerto assoluto in queste situazioni, e cioè quando il collegamento tra società e organi di gestione sia particolarmente stretto¹⁷², ad esempio per le forti deleghe esecutive ad essi attribuite. Da alcuni, infatti, si osserva che non per forza v'è una coincidenza tra amministratori e controllo della società, come nel caso di un amministratore di minoranza o indipendente il quale acquisisca partecipazioni dell'emittente a titolo personale o le abbia già

¹⁷¹ “La norma è inequivocabile nel parificare gli acquisti effettuati dall'offerente con quelli effettuati da società controllate dallo stesso (il rapporto di controllo come detto è uno dei rapporti di colleganza di cui al citato art. 109), e ciò in quanto gli acquisti effettuati da società controllate, essendo indirettamente imputabili all'offerente, produrrebbero gli stessi effetti dell'acquisto effettuato direttamente dall'offerente.” CONSOB comunicazione n. DIS/99093347 del 22 dicembre 1999, in www.consob.it

¹⁷² Bosi, *Sub art. 101-bis*, in *La disciplina dell'offerta pubblica di acquisto*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2010, 1, 51.

acquisite in precedenza, prima di assumere tale nuovo incarico. Anche qualora la somma di tali partecipazioni con quelle della società superasse il 30%, ciò non costituirebbe un caso elusivo della disciplina.

Sin qui abbiamo considerato le singole ipotesi ma ci si chiede se sia possibile, attraverso il ricorso alle varie ipotesi, cumulare le partecipazioni seguendo più vie di concerto. Questa problematica, così detta del concerto grosso, merita una specifica trattazione come vedremo più avanti.

2.3 Dal TUF all'armonizzazione della disciplina europea (Direttiva OPA 2004/25/CE 19)

Il rigido schema di ipotesi tassative¹⁷³ adottato nella formulazione del TUF del 1998, ispirato solo in parte all'obiettivo di disciplinare i comportamenti concertati degli azionisti, era destinato, a scontrarsi di fronte ai comportamenti dei concertisti che, pur adottando strategie non direttamente riconducibili alle ipotesi dell'art.109, erano comunque in grado di condizionare la configurazione degli assetti proprietari. Non di rado la Consob, nella sua attività di vigilanza e informazione, ha avuto maggiori difficoltà nel qualificare giuridicamente attività riconducibili all'ambito del previgente art. 109 più che nel cercare elementi di prova di comportamenti "concertati" dovendo in primo luogo dimostrare che il comportamento concertato era dovuto all'esistenza un patto, ancorchè nullo; conseguenzialmente, subito dopo, veniva applicata la presunzione assoluta prevista dall'art. 109, comma 1, lett. a) del TUF nei confronti dei partecipanti al patto accertato. Il nodo critico consisteva nella prova del patto nullo, ancor più considerato che nel nostro ordinamento non è presente la definizione di patto.

Tanto si rileva anche nei lavori parlamentari di analisi e discussione dei disegni di legge. Nel corso dell'indagine emerse come la disciplina attuale non avesse in realtà evitato l'insorgenza di dubbi interpretativi, soprattutto in

¹⁷³ R.Costi, L. Enriques, Il mercato mobiliare, in Trattato di diritto commerciale, VIII, diretto da G Cottino, Padova,2004, pag. 135

relazione all'accertamento dell'esistenza di un patto parasociale anche nullo. Secondo, ASSONIME l'articolo 109 non definiva la fattispecie dell'azione di concerto limitandosi ad individuare i soggetti che, trovandosi in una certa condizione, sarebbero stati da considerarsi "in concerto", suggerendo congiuntamente a Confindustria, l'introduzione almeno in via di applicazione e interpretazione della norma, di parametri oggettivi che consentissero di distinguere i comportamenti casualmente convergenti dalla azione di concerto vera e propria, quali quelli sviluppati dalla giurisprudenza comunitaria con riferimento alle «pratiche concordate» nel settore della concorrenza.

La soluzione era stata sostanzialmente condivisa da alcuni degli esperti intervenuti, Marchetti, Gambino e in particolare il Prof. Ferrarini che propose, un ritorno alla previsione originaria dello schema di decreto legislativo., la quale conteneva una formulazione che, prescindendo dalla natura parasociale dell'azione di concerto, sarebbe risultata di più immediata applicazione alla realtà del fenomeno oltre che un rafforzamento dei poteri di accertamento e di ispezione della CONSOB relativi all'azione di concerto¹⁷⁴.

Invero, alla luce delle considerazioni formulate nel corso dell'indagine, emerse che la disciplina dell'acquisto di concerto postula, da una parte, l'adozione di formulazioni sufficientemente ampie che, anche attraverso l'attività di interpretazione dell'autorità di vigilanza, non lascino spazio a pratiche elusive, e, dall'altra, la definizione di criteri e parametri che consentano di predefinire l'ambito di applicazione della disciplina in parola, in modo da contenere i costi derivanti dall'obbligo di OPA e l'incertezza per gli operatori.

L'occasione per rivedere la materia è stata offerta dal recepimento della nozione di "persone che agiscono di concerto"¹⁷⁵ prevista dalla Direttiva OPA

¹⁷⁴ XIV LEGISLATURA — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI — DOCUMENTI

¹⁷⁵ La nozione di concerto in realtà era già presente nella Direttiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio Europeo, la *c.d* Direttiva *Transparency* in cui il concerto viene definito all'art. 10, lett. a) come " *un accordo che...omissis... obbliga ad adottare, con un esercizio concertato dei diritti di voto detenuti, una politica comune durevole nei confronti della gestione dell'emittente in questione*". Nonostante le differenze - vedasi Ghetti, *L'acquisto di concerto e azione di concerto*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2010, 758 e succ. - i concetti contenuti nella Direttiva *Transparency* hanno ispirato le scelte di vari legislatori nazionali, in primis in Francia, in sede di recepimento della Direttiva OPA. ESMA, *Public statement, Information on*

adottata con l'intento di armonizzare le singole normative nazionali in materia di takeover per uno sviluppo equilibrato dei mercati finanziari in Europa. Ragione per la quale la definizione adottata è alquanto generica e stringata in quanto si limita a prevedere un obbligo di offerta a carico di chi superi la soglia partecipativa rilevante a seguito di propri acquisti o di acquisti effettuati da persone che con lui agiscano di concerto (art. 5, co 1).

Queste ultime sono “*le persone fisiche o giuridiche che cooperano con l'offerente o la società emittente sulla base di un accordo, sia esso espresso o tacito, verbale o scritto, e volto ad ottenere il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta*” (art. 2, comma 1, lett d)). Si precisa altresì che “*le persone controllate da un'altra persona...omissis...sono considerate persone che agiscono di concerto con detta persona e tra loro* (art. 2, comma 2)¹⁷⁶”. Quanto al prezzo pagato dalle persone che agiscono di concerto all'art 5, comma 4, viene fissata la regola del *best price*.

E' indubbio che la disciplina europea ha avuto un ruolo importante nel forgiare l'azione di concerto come oggi si presenta nel nostro ordinamento, dal momento che per quanto talora imprecisa non lascia incertezza sulle finalità perseguite garantendo un regime omogeneo in sede di UE dell'obbligo di offerte in caso di superamento delle soglie. Peraltro il fatto la definizione flessibile del concerto ha corrisposto alla necessità di tener conto delle caratteristiche economiche e culturali dei singoli mercati.

La disciplina dell'azione di concerto è stata sistematizzata dal d.lgs. 146/2009 anche detto Decreto Correttivo contenente disposizioni integrative e correttive al primo decreto di attuazione 229/2007 con cui veniva recepita la Direttiva comunitaria. Con la norma di recepimento il legislatore aveva

shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive, 1st update, 20th June 2014, Appendix C, first paragraph

¹⁷⁶ Secondo Brunetta, si tratta di una presunzione assoluta anche se in molti ordinamenti è stata congegnata come presunzione semplice., *Sub art. 109, in Aa. Vv., La disciplina dell'offerta pubblica di acquisto*, a cura Pederzini in *N. leggi civ. comm*, 2010. Così nel City Code inglese dove per espressa disposizione (“*unless contrary is established*”) è sempre considerata suscettibile di prova contraria. Non diversamente nel diritto endosocietario francese dove il concerto è oggetto di presunzione semplice, Vandier, *OPA OPE et autres offres publiques*, Parigi, Francis Levebre, 2014, pag. 299.

mantenuto salvo lo scheletro della precedente disciplina, la quale non prevedeva una definizione puntuale di «azione di concerto», limitandosi a riportare le quattro ipotesi di presunzione dell'art 109 con l'aggiunta di un quinto elemento di presunzione che identificava come persone che agiscono di concerto i “*soggetti che cooperano al fine di ottenere il controllo della società emittente*”, norma di compromesso tra l'impostazione previgente, basata sull'elenco tassativo di casi e una nozione più aperta di concerto.

Con l'introduzione di tale ultima fattispecie avviene, in qualche misura, l'esordio della nozione di “persone che agiscono di concerto” che viene collocata all'interno dell'art. 101- bis, comma 4, lett e) TUF insieme alle altre presunzioni già codificate. La sistemazione di tale presunzione assoluta in chiusura di un elenco di presunzioni relative suscitò non poche critiche¹⁷⁷ per il timore di attrarre nell'ambito della disciplina situazioni non rilevanti ai fini dell'OPA senza che i soggetti coinvolti potessero dimostrare la loro estraneità ai fatti contestati.

Quanto all'ultima fase, operata dal Decreto Correttivo del 2009 ed attualmente in corso, con la previsione dell'art. 101-bis¹⁷⁸ ha introdotto una nozione generale in grado di ricondurre nell'alveo del concerto un novero più ampio di azioni coordinate che ne presentino i tratti tipici¹⁷⁹. Così se in passato era necessario far ricorso alla dimostrazione dell'esistenza di un patto nullo per ricomprendere i comportamenti che non rientravano nell'elenco tassativo di presunzioni, il principio di “persone che agiscono di concerto” consente di superare la difficoltà. Infatti la cooperazione sulla base di un *accordo*, in qualsiasi forma concluso, non soggiace alla necessità di riconoscere l'esistenza di un legame parasociale tra le parti, che invece rimane il presupposto delle altre presunzioni; ciò in ragione del fatto che mentre i patti parasociali

¹⁷⁷ Confindustria, *Schema di decreto legislativo recante disposizioni integrative e correttive del Decreto legislativo 19 novembre 2007*, n.229, Roma, 21 luglio 2009, pag. 2; Assonime *Circolare n.4/2010*, in *Riv. Soc.*2010, pag 575; F. Venturini, *Difese, concerto e derivati nelle ultime modifiche alla disciplina OPA*, in *Società*, 2010, pag 251.

¹⁷⁸ *Infra* pag 56

¹⁷⁹ E. Cardinale, *Commento sub art. 109 t.u.f.*, in *Codice commentato delle Società*; a cura di N. Abriani- M. Stella Richter jr, Torino 2010, pag 3211

costituiscono contratti, l'accordo ha confini più sfumati e in tale veste richiede minor protezione dall'ordinamento giuridico.

Leggendo la vigente normativa appare, però, evidente come il solo "accordo" non sia sufficiente per ricondurre un determinato comportamento all'azione di concerto. *“La formula (di cui all'art. 101-bis) esprime un'endiadi, ovvero un'unione di concetti - cooperazione e accordo – che, ai fini interpretativi, non possono essere separati. (...) La cooperazione deve sempre accompagnare o seguire il momento dell'accordo e deve esprimersi in comportamenti funzionali a realizzare gli obiettivi che i soggetti hanno condiviso. In tal senso, l'accordo manifesta un'aspettativa circa le attività che saranno poste in essere, ma per aversi concerto è anche necessario che si dia luogo all'esecuzione del suo contenuto”*¹⁸⁰.

La precisazione non è accessoria dal momento che aiuta a meglio comprendere la distinzione tra concerto dedotto in base alla clausola generale e la presunzione di concerto da patto parasociale (infra pag...): non si ha azione di concerto quando alcuni azionisti condividono l'interesse di massima ad incrementare, ad esempio la partecipazione nell'emittente, a meno che i soggetti coinvolti non esprimano, attraverso una serie di comportamenti concludenti (ad es. acquisti di titoli dell'emittente, voto in assemblea, etc.) il forte coinvolgimento nel realizzare gli obiettivi dell'accordo attraverso una collaborazione non occasionale.

In definitiva poiché il legislatore italiano “rimanda a tutte quelle situazioni finalizzate ad “acquisire”, “mantenere” o “rafforzare” il controllo della società emittente, la scelta va ricercata nella volontà di voler includere all'interno di tale definizione quante più situazioni possibili, in quanto le azioni di concerto possono assumere rilievo, per esempio, anche in presenza di un soggetto già detenente del controllo nel caso di O.P.A. da consolidamento”¹⁸¹. In questi termini l'azione di concerto può comportare l'aggregazione ad unità

¹⁸⁰ C. MOSCA, op.cit., p. 132.

¹⁸¹ CONSOB, Allegato n. 6 al Documento di Consultazione 6 ottobre 2010 del Regolamento emittenti - Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio

delle partecipazioni dei concertisti ancor prima della manifestazione di volontà di costituire un vincolo giuridico¹⁸².

Esito importante è che la disciplina contenuta nel Decreto Correttivo consente non solo di entrare in contatto con ulteriori fattispecie del “concerto” rispetto a quelle indicate al comma 4-bis del 101-bis, ma di attribuire alla Consob il compito di delineare la portata dell’azione di concerto, attraverso l’individuazione in via regolamentare di:

- (i) presunzioni relative di “persone che *agiscono di concerto*”,
- (ii) nonché (ii) “*i casi nei quali la cooperazione tra più soggetti non configura un’azione di concerto ai sensi del comma 4*”¹⁸³.

*«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”*¹⁸⁴.

Il nuovo comma 4-ter dell’art. 101-bis del TUF delega la Consob a individuare con regolamento “*a) i casi per i quali si presume che i soggetti coinvolti siano persone che agiscono di concerto ai sensi del comma 4, salvo che provino che non ricorrono le condizioni di cui al medesimo comma*”.

Ne discende che è attribuito alla Consob il potere di prevedere, in via regolamentare, ipotesi di presunzioni di concerto (diverse dalle fattispecie tassative *iuris et de iure* di cui al comma 4-bis) che rientrino nella definizione generale di azione di concerto prevista dal comma 4 e che ammettano la prova contraria (presunzioni *iuris tantum*). È stato a tal fine introdotto nell’articolato un nuovo articolo 44-quater in cui sono state elencate, al

¹⁸² P. SERSALE, *Commento sub art. 109, in Commentario dell’offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino, 2010, pag191

¹⁸³ CONSOB, Allegato n. 6, *op. cit*

¹⁸⁴ R. GHETTI, *L’impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi*, Roma 2014, p.33.

comma 1, le ipotesi di presunzioni relative di concerto che vengono di seguito illustrate.

Nell'attuazione delle deleghe di legge la Consob ha inteso, dunque, ridurre il grado di incertezza sulle condotte che possono configurare un'azione di concerto rilevante per l'obbligo di OPA. La definizione è avvenuta dopo un *iter* abbastanza lungo, conclusosi con l'aggiunta al regolamento emittenti dell' art. 44- quater, rubricato "*Persone che agiscono di concerto*,: da un lato, sono stati identificati i casi in cui, salvo prova contraria, si presume che alcuni soggetti agiscano di concerto; dall'altro, sono stati individuati i casi di cooperazione tra azionisti che esulano da tale fattispecie, al fine di evitare che incertezze interpretative possano ostacolare la partecipazione attiva delle minoranze alla *governance* delle imprese.

2.3.1 Presunzioni relative di concerto

Le prime due ipotesi di presunzione rientrano nell'ambito di quello che in precedenza abbiamo definito come "*controllo relazionale*" di cui all'art 101 bis, comma 4 bis *lett d)* TUF¹⁸⁵.

A tale previsione si affianca la lett. a) inserita dalla CONSOB all'art 44-*quater* del Regolamento Emittenti la quale recita che si considerano persone di concerto, salvo che provino che non ricorrono le condizioni di cui all'articolo 101-*bis*, 4° comma, "*un soggetto 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 o del convivente*". Pare di facile comprensione che i rapporti di parentela, specie in un contesto come quello italiano, possano prestarsi ad elusione" ben più facilmente di un contratto parasociale, dal momento che proprio in virtù del rapporto di parentela non sarebbe necessario stipulare, rendendo l'eventuale accordo non sanzionabile. Peraltro sarebbe impossibile configurare in tal caso una ipotesi di presunzione assoluta considerata la non volontarietà del rapporto.

¹⁸⁵ *Infra* pag 61

La seconda presunzione relativa rinviene un'azione di concerto per opera di *“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”*.

Rispetto alla formulazione della prima proposta¹⁸⁶, nel testo definitivo i soggetti coinvolti e il piano temporale restano uguali¹⁸⁵, ma cambia la previsione inerente le condotte tenute, dato che si fa riferimento al fatto che l'attività di negoziazione deve essere svolta per conto proprio e in secondo luogo all'ordinaria operatività e alle condizioni di mercato. La prima formulazione nasceva dall'esperienza della Consob nell'applicazione della previgente disciplina ed in particolare nei casi in cui l'*advisor* aveva acquistato delle azioni senza esercitare il diritto di voto, consentendo così all'azionista di controllare una percentuale di titoli maggiori di quelli in suo possesso, superando di fatto il 30%, senza dover far scattare l'OPA¹⁸⁷.

Compito della CONSOB in qualità di regolatore, è la verifica della separazione tra le due divisioni della società che svolge funzioni di *advisoring*, e che esse agiscano in modo tra loro indipendente. A tal fine risponde la qualificazione della presunzione come relativa (*rectius* negativa) e il fatto che si ponga il riferimento temporale del mese precedente l'incarico, periodo in cui evidentemente si presume che l'affidamento dello stesso possa essere a conoscenza *dell'advisor*, evitando così facili elusioni. Si cerca in tal modo di contemperare la libertà economica dell'*advisor* o della società ad esso collegata con l'esigenza di impedire, appunto, condotte elusive dell'obbligo di cui all'art. 106 TUF. Più discusso era invece la previsione che dovesse trattarsi di acquisti compiuti fuori dalla *“gestione ordinaria della propria attività caratteristica”* considerato che una divisione della stessa società dell'*advisor* può svolgere la

¹⁸⁶ *“un soggetto e i suoi consulenti finanziari per operazioni relative all'emittente, purché tali consulenti, o società appartenenti al medesimo gruppo, abbiano effettuato acquisti di titoli dell'emittente al di fuori della gestione ordinaria della propria attività caratteristica, a partire dal mese precedente al conferimento dell'incarico”*

¹⁸⁷ Primo documento di consultazione della CONSOB, *op. cit.*

funzione di intermediazione finanziaria e al contempo è del tutto normale che vengano effettuati acquisti, in un contesto in cui ci si approssima a un'OPA visto l'interesse che circonda la società oggetto di scalata. Il richiamo all'"ordinaria operatività" in luogo della "gestione ordinaria" fa sì che il ruolo svolto dall'*advisor* o dalla società appartenente allo stesso gruppo, se collegato a intenti elusivi, venga colpito dalla presunzione relativa, e che si riesca a sanzionare il solo acquisto anomalo. A ciò si aggiunga l'ulteriore requisito che gli acquisti vengano compiuti a prezzo di mercato in modo da ridurre i rischi connessi all'acquisto di una partecipazione di controllo¹⁸⁸. Ciò nonostante la nozione di ordinaria operatività è comunque indeterminata e spetterà sempre alla CONSOB darle forma, sebbene l'attività dell'interprete conservi spazi di intervento.

Nella prima proposta di modifica al regolamento emittenti era prevista una terza presunzione concernente *"i soggetti che presentano una lista per l'elezione della maggioranza dei componenti dell'organo amministrativo o del consiglio di sorveglianza, ovvero che promuovono congiuntamente una sollecitazione di deleghe di voto finalizzata alla votazione di tale lista"* anch'essa soggetta a pubblica consultazione ¹⁸⁹.

Tale proposta trovava la sua ragione nella considerazione che la presentazione di una lista comune può sottendere un agire comune volto alla selezione di vertici della società condivisi tra i soci che presentano la lista, e dunque, attraverso la loro nomina all'acquisizione e al rafforzamento del comune controllo della stessa. Lo stesso scopo potrebbe avere la promozione di

¹⁸⁸ La CONSOB nell'allegato 1 al secondo documento di consultazione, in www.consob.it, sintetizza la portata del cambiamento affermando che *"rientrano nell'ambito applicativo della presunzione, salvo prova contraria, gli acquisti: imputati nel portafoglio partecipazioni dell'intermediario (tesoreria); effettuati nell'ambito dell'attività di negoziazione per conto proprio e connotati da elementi di anomalia (i.e. non a condizioni di mercato e/o per volumi diversi dall'ordinaria attività su quel determinato titolo)."*

¹⁸⁹ La tendenza a prestare attenzione alla collaborazione per l'elezione dei membri dell'organo di amministrazione come possibile presunzione di concerto è comune a molti ordinamenti: si possono citare da questo punto di vista quello austriaco e quello spagnolo in *External Study on the application of the Directive on takeover bids, undertaken by Marccus Partners on behalf of the Commission, Assessment Report*, 28 giugno 2012, in ec.europa.eu, 139.

una sollecitazione di deleghe¹⁹⁰. In conclusione, l'elezione di una maggioranza nel consiglio di amministrazione che sia espressione della "coalizione" dei concertisti consentirebbe a questi ultimi di esercitare di fatto il controllo senza esplicitare l'esistenza di una loro coordinazione, facendo svolgere agli amministratori una funzione di capofila del concerto.

Tale presunzione fu però criticata nelle osservazioni alla proposta di modifica sia da Assonime che da Confindustria. In particolare si notò che la presentazione di una lista è un passaggio fisiologico connesso al naturale svolgimento della vita della società considerato, peraltro, che il poter mirare all'elezione della maggioranza degli amministratori non implica che effettivamente si possa raggiungere tale risultato anche in ragione del fatto che la presentazione delle liste va effettuata entro venticinque giorni prima dell'assemblea in cui si voteranno, e dunque non si avrebbe un immediato riscontro del mancato raggiungimento dell'obiettivo.

La presunzione di concerto in questione infatti appariva problematica nella sua applicazione dal momento che, a differenza di tutte le altre presunzioni, assolute e relative, essa non era connessa all'esistenza di un vincolo (di parentela o contrattuale), ma a un comportamento puntuale, rispetto a cui poteva apparire particolarmente difficile comprendere fin quando esso provasse un concerto e da quando invece l'acquisizione di ulteriori azioni potesse farsi liberamente.

Le molteplici critiche avanzate da più parti, in particolare quella basata sull'impossibilità di prova contraria al momento della presentazione della lista, portarono, dunque, alla sua eliminazione dal testo di modifica del Regolamento Emittenti.

¹⁹⁰ Stella Richter, *Sulla composizione, e sulla elezione dell'organo amministrativo di una società quotata*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2012, 1, 52.

2.3.2 Presunzioni relative di non concerto.

L'art. 101-bis al comma 4-ter, lett. b), del TUF attribuisce alla Consob il potere regolamentare di individuare “*i casi in cui la cooperazione tra più soggetti non configura un'azione di concerto ai sensi del comma 4*”.

Fin dalla prima bozza di modifica al Regolamento Emittenti., era prevista una complessa casistica di presunzioni relative di non concerto, finalizzata tendenzialmente a favorire un uso selettivo della disciplina del concerto.

Il dibattito che, infatti, si era sviluppato in Europa sul contenuto dell'art. 2 par.1, lett. d) della Direttiva *Takeover*, ruotava intorno alla necessità di delimitare in maniera più precisa i confini tra la nozione di “*persons acting in concert*” e quelle forme di cooperazione ricadenti nell'ambito dello *shareholder activism*¹⁹¹. Il timore è che la disciplina del concerto possa inibire comportamenti virtuosi di azionisti di società quotate vanificando forme di coordinamento per contro fortemente incentivate dagli studi che vedono in esse una prospettiva di migliore performance da parte della *governance* societaria. In particolare è stato evidenziato il rischio che ricomprendendo *nell'acting in concert* il coordinamento fra azionisti si finisca con l'ostacolare l'esercizio di alcuni diritti sociali, segnatamente l'espressione di voto nelle assemblee della società. In tal modo verrebbe ridotta l'efficacia dell'”attivismo”, soprattutto dei “primi attori” quali sono appunto gli investitori istituzionali. Tali investitori sovente hanno interessi simili, sono soggetti qualificati professionalmente e quindi dotati delle conoscenze per comprendere la portata delle scelte compiute dal *board*, e soprattutto possiedono partecipazioni nella società di un certo rilievo. E' di tutta evidenza come le loro funzioni di monitoraggio, esplicandosi magari in un voto comune su alcune delibere o sulla nomina degli amministratori e comprendendo potenzialmente soggetti con un pacchetto azionario rilevante, potrebbero indurre a scambiare tale collaborazione, che

¹⁹¹ Per *shareholder activism* si intendono quelle condotte di controllo (o meglio, di monitoraggio) dell'operato degli amministratori della società, e dunque anche degli azionisti di comando, ove presenti, tenute di norma da investitori istituzionali (fondi pensione, fondi di investimento, in particolare gli *hedge funds*), quindi da minoranze qualificate per capacità di operare all'interno della società e per partecipazioni detenute. Per maggiori approfondimenti si veda C.MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e “azione di concerto” in Rivista delle società*, ISSN 0035-6018, Anno 58, fasc. 1, 2013, pagg. 118-162

pure è estranea a propositi di assunzione della guida della società, per un concerto comportante l'obbligo di OPA.

Per tali ragioni il teso finale adottato dalla Consob mira ad evitare che vi sia una compressione della partecipazione delle minoranze che costituisce invece uno degli elementi essenziali per il funzionamento e il governo delle società.¹⁹² Il che non vuol dire far salvi gli investitori ove stipulino un patto parasociale, caso in cui vige una ¹⁹³presunzione assoluta.

Si è dunque scelto di concentrarsi specificamente su tali condotte cooperative, facendo sì ch'esse non comportino un concerto e che dunque tali minoranze possano agire in tranquillità.

La fattispecie presuntiva costruita faceva innanzitutto riferimento al “*coordinamento tra azionisti al fine di esercitare le azioni e i diritti loro attribuiti dagli articoli 2367, 2377, 2388, 2393-bis, 2395, 2396, 2408, 2409 e 2497 del codice civile ovvero dagli articoli 126-bis, 127-ter e 157 del Testo unico*”, tutti casi di previsioni a tutela delle minoranze attivabili rappresentando una percentuale di azioni variabile, ma comunque minoritaria.: azioni di responsabilità, impugnazioni di delibere e forme di partecipazione particolari in assemblea.

Sempre allo scopo di tutela di una forma di attivismo da parte delle minoranze azionarie, la lett. b) del c. 2 della bozza CONSOB si riferiva ad “*accordi per la presentazione di liste per l'elezione degli organi sociali ai*

¹⁹² In tal senso anche il considerando n. 3 della direttiva 2007/36/CE, detta *shareholders' rights directive*, in base al quale “*un controllo effettivo da parte degli azionisti è una condizione preliminare per un buon governo societario e dovrebbe quindi essere agevolato e incoraggiato. A tal fine è pertanto necessario adottare misure per il ravvicinamento delle legislazioni degli Stati membri. Gli ostacoli che dissuadono gli azionisti dal votare (...) dovrebbero essere eliminati*”, oppure i principi di governo societario dell'OCSE, e in particolare il secondo principio, in www.oecd.org, il quale, fra gli altri diritti degli azionisti, fa riferimento al fatto che “*Gli azionisti, compresi gli investitori istituzionali, dovrebbero essere autorizzati a consultarsi su questioni concernenti i diritti basilari degli azionisti come definiti nei Principi, salve alcune eccezioni volte a prevenire gli abusi*”.

¹⁹³ L'argomento è dibattuto dal momento che i patti parasociali sarebbero forse una forma di attivismo da incentivare, dato che sanciscono una forma di collaborazione stabile e con effetti duraturi sulla *governance*. Sul punto Erede – Sandrelli, “*Inappropriate short-term activism*” vs. “*appropriate long-term engagement*”: *Note critiche sul ruolo degli investitori professionali nella corporate governance a margine del dibattito avviato dalla Commissione Europea*, in www.orizzontideldirittocommerciale.it.

sensi degli articoli 147-ter e 148 del Testo unico, sempreché tali liste candidino un numero di soggetti inferiore alla metà dei componenti da eleggere ovvero siano programmaticamente preordinate alla elezione dei rappresentanti della minoranza”, previsione complementare della mai nata lett. c) del 1° comma, che invece presumeva il concerto laddove si presentassero liste per l’elezione della maggioranza dei componenti l’organo.

Al di là della considerazione che non di frequente è possibile individuare se la presentazione di una lista punti a eleggere degli amministratori di minoranza o meno, la problematica trova in parte soluzione nella previsione di criteri per distinguere le liste di minoranza che il legislatore ha codificato allo scopo di garantire l’effettiva elezione di almeno un amministratore di minoranza. In particolare, nell’ambito di una valutazione *ex post*, la presunzione relativa di non concerto potrebbe giustificarsi, sulla base del criterio di cui all’art. 147-ter, 3° comma, TUF, in base al quale la lista esprime l’amministratore di minoranza a condizione che essa *“non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti”*, e dunque sulla base dell’assenza di un collegamento tra soci presentanti e votanti la lista di maggioranza, e soci presentanti una lista di minoranza¹⁹⁴. La qual cosa non elimina completamente le criticità poiché il collegamento, basato proprio sul fatto che la lista sia votata anche da esponenti della maggioranza, potrà essere valutato solo dopo il voto. Al proposito appare fondato il suggerimento della CONSOB¹⁹⁵ di far

¹⁹⁴ Stella Richter, *Ibidem*, 62; Mosca, *Attivismo degli azionisti*.

¹⁹⁵ CONSOB, Comunicazione n. DEM/9017893 del 26 febbraio 2009, in base alla quale *“In occasione dell’elezione dell’organo di amministrazione si raccomanda ai soci che presentino una ‘lista di minoranza’ di depositare insieme alla lista una dichiarazione che attesti l’assenza dei rapporti di collegamento, anche indiretti, di cui all’art. 147-ter, comma 3, del TUF e all’art. 144- quinquies del Regolamento Emittenti, con gli azionisti che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa”*, ed ancora *“In tale dichiarazione dovranno inoltre essere specificate le relazioni eventualmente esistenti, qualora significative, con i soci che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa, ove individuabili, nonché le motivazioni per le quali tali relazioni non sono state considerate determinanti per l’esistenza dei citati rapporti di collegamento, ovvero dovrà essere indicata l’assenza delle richiamate relazioni”* Si noti come tra le relazioni citate dalla comunicazione, che per motivi di sintesi non si elencano, si indichino i rapporti di parentela, l’adesione (anche passata) a un patto parasociale di cui all’art. 122, quindi anche legami che segnalino di norma un concerto tra i soggetti presentanti la lista di minoranza e i controllanti.

coincidere il requisito che la presentazione della lista sia preordinata all'elezione dei rappresentanti di minoranza con il fatto che venga proposta una dichiarazione in tal senso, fatta salva la possibilità di prova contraria. La comunicazione CONSOB fornisce anche dei parametri, almeno ai fini di una valutazione *ex ante*, poiché si può ritenere essa debba eventualmente far cadere la presunzione relativa di non concerto dimostrando l'esistenza delle relazioni negate, o, ove sussistenti, la loro rilevanza.

La terza ipotesi di presunzione relativa di non concerto era quella prevista alla lett c) la *“cooperazione tra azionisti per contrastare l'approvazione di una delibera di assemblea straordinaria o di una delibera di assemblea ordinaria avente ad oggetto: 1) i compensi dei componenti degli organi sociali, le politiche di remunerazione o i piani di compensi basati su strumenti finanziari; 2) operazioni con parti correlate; 3) autorizzazioni ai sensi dell'articolo 2390 del codice civile o dell'articolo 104 del Testo unico”*¹⁹⁶.

Pur essendo delibere importanti per la vita della Società e al ruolo di controllo delle minoranze, rischia di allargarsi alla generale cooperazione il contrastare l'approvazione di una delibera, a prescindere dalla materia, o comunque facendo salvo il caso in cui la materia sia tale da poter significare che la condotta degli azionisti è identificabile con una cooperazione volta a acquisizione, mantenimento o rafforzamento del controllo sulla società da parte dei cooperanti.

Da ultimo la lett. d) aggiungeva la cooperazione tra azionisti per: *“1) favorire l'approvazione di una delibera assembleare avente ad oggetto la responsabilità dei componenti degli organi sociali o di una proposta all'ordine del giorno ai sensi dell'articolo 2367 del codice civile o dell'articolo 126-bis del Testo unico; 2) far confluire voti su una lista che candidi un numero di soggetti inferiore alla metà dei componenti da eleggere, o sia programmaticamente preordinata alla elezione dei rappresentanti della*

¹⁹⁶ Riguardanti rispettivamente il divieto di concorrenza degli amministratori e le difese rispetto all'OPA.

minoranza, anche tramite la sollecitazione di deleghe di voto finalizzata alla votazione di tale lista”.

La prima ipotesi riguarda, dunque, il caso in cui vi sia una cooperazione allo scopo di promuovere l’approvazione di una delibera, nella seconda invece l’impegno al fine di far eleggere degli amministratori di minoranza, che esclude dall’ipotesi di concerto non solo, come nella lett. b), coloro che si accordino per presentare una lista - tendenzialmente gli investitori istituzionali¹⁹⁷ - ma anche il resto della minoranza azionaria che si aggrega intorno a tale lista.

Dall’esame delle ipotesi esaminate risulta l’esonero dall’obbligo di OPA di quelle mere condotte che si presentino sotto forma di accordo o cooperazione finalizzate a tutelare il diritto delle minoranze per meglio influenzare la vita sociale considerato altresì che si tratta di intese che non vincolano le parti e restano confinate ad uno specifico momento della vita della società.

Non è, dunque la durata e la stabilità della cooperazione a fare la differenza se ad essa non si associa il fatto che la cooperazione è finalizzata al controllo della società o è espressione di esso, in ottemperanza alla nozione generale di persone che agiscono di concerto.

2.4 Il concerto nel sistema inglese e in quello italiano: i nodi del nostro sistema

Se si mette a confronto la disciplina da noi adottata con la nozione di *persons acting in concert* della Direttiva europea si nota che pur vi rilevando una notevole somiglianza tra la disposizione italiana e quella europea, non vi sia, tuttavia, una perfetta coincidenza.

¹⁹⁷ Mosca, *Attivismo degli azionisti*, op. cit.

In particolare, la differenza tra la clausola generale prevista all'art 101, comma 4 del TUF e l'art 2, par. 1, lett. d) della Direttiva risiede nel fatto che quest'ultima non ritiene di dover rimarcare la relazione particolare che può intercorrere tra i soggetti che agiscono di concerto e "l'offerente". Da questo punto di vista il sistema italiano ha mirato a configurare una nozione di più ampio respiro rispetto alla più limitata portata del testo europeo, rimanendo quantunque conforme ai suoi dettami. La Direttiva sembra infatti limitare l'obbligo di offerta all'ipotesi di allineamento dei comportamenti dei concertisti con l'offerente. Ipotesi di scuola è l'attività posta in essere dall'offerente nel cercare alleati per un progetto di scalata o nell'organizzare una "cordata" per reagire all'aggressione di un soggetto terzo. Tali comportamenti devono essere tenuti presenti soprattutto per due ragioni: primariamente perché eventuali acquisti e rastrellamenti di titoli anche da parte dei concertisti concorrono all'applicazione del *best price rule* e, in secondo luogo, perché il presupposto dell'OPA potrebbe essere sorto ben prima dell'annuncio al mercato¹⁹⁸ da parte dell'offerente o della coalizione¹⁹⁹.

La disciplina inglese del concerto - che nelle sue linee fondamentali è rimasta sostanzialmente invariata dal 1972, quando il City Code venne modificato con la previsione dell'OPA obbligatoria originariamente assente - è perfettamente aderente al modello comunitario cui, peraltro, la Direttiva OPA, si è ispirata²⁰⁰.

¹⁹⁸ L'annuncio al mercato deve essere effettuato in ottemperanza al disposto dell'art.6 della Direttiva Takeover che nel nostro ordinamento sono stati recepiti all'art. 102, comma 1, e comma 3, TUF, i quali prevedono rispettivamente "la decisione ovvero il sorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio sono senza indugio comunicati alla Consob e testualmente resi pubblici" e che l'offerta si considera promossa con la trasmissione alla Consob del documento destinato alla pubblicazione, che deve avvenire entro venti giorni dall'annuncio effettuato senza indugio.

¹⁹⁹ C. MOSCA, op. cit., pag.108-110

²⁰⁰ Per una ricostruzione puntuale della materia dell'OPA in Inghilterra si veda MUSTON, *Coping with change: a view from the UK Takeover Panel*, in *The Security Council 25 Years-An Antology*, a cura di Munche e Skog, Stoccolma, 2011, pag. 69 ss. Si rammenti che nel 1968

Anche il City Code nel prevedere infatti un obbligo di offerta a carico di chi, individualmente o di concerto, superi la soglia del 30%. (*Rule 9.1 (a)*), detta una definizione di persone che agiscono di concerto “*Persons acting in concert comprise persons who, pursuant to an agreement or understanding (whether formal or informal), co-operate to obtain or consolidate control (as defined below) of a company or to frustrate the successful outcome of an offer for a company. A person and each of its affiliated persons will be deemed to be acting in concert all with each other* “. La definizione generale è accompagnata da un elenco di presunzioni semplici “*the following persons will be presumed to be persons acting in concert with other persons in the same category unless the contrary is established* “che sebbene strettamente collegate ad istituti giuridici anglosassoni,²⁰¹ rispondono alle fattispecie presuntive sul fronte relazionale ed endosocietario come presenti nel nostro ordinamento e come risulta dalla definizione di “persone di concerto” di cui all’art 101- bis, comma 4, del TUF che ricalca in maniera quasi pedissequa la formulazione del City Code²⁰².

Nonostante ciò vi è tra il sistema italiano e quello inglese una notevole differenza determinata dalla circostanza che in quest’ultimo manca la presunzione di concerto incentrata sui patti parasociali quale fattispecie autonoma e distinta rispetto alla clausola generale dell’azione di concerto finalizzata al controllo societario. La ragione di ciò risiede nella differenza tra

venne introdotto in Inghilterra il Takeover Panel, organismo ancora vigente cui venne affidato il compito di predisporre ed amministrare regole volte a garantire agli azionisti parità di trattamento in caso di OPA

²⁰¹ A titolo esemplificativo si pensi all’istituto del trust (presunzioni 2, 5 e 6 della Sez. C), ai fondi pensione (presunzione n.3) e ai fondi di investimento costituiti secondo la tipica struttura inglese *dell’investment company*

²⁰² La definizione italiana aggiunge rispetto a quella inglese un inciso relativo all’accordo a base della cooperazione (che può essere invalido o inefficace) e una finalità (mantenere il controllo). Si tratta più di differenze lessicali che sostanziali dal momento che il Panel dà una interpretazione estesa alla definizione di accordo. *Statement Panel 1989/13; Statement Panel 2015/15*

il mercato italiano dove storicamente si è data maggiore enfasi ai patti parasociali quale strumento per il controllo delle società e quello inglese dove invece il fenomeno è limitato al modello di governo delle società private mentre è quasi completamente assente nelle public companies. Nel caso di un accordo tra soci, il City Code individua l'esistenza di un'azione di concerto²⁰³ sulla base della clausola generale solo nel caso in cui sussiste la finalità dell'acquisto del controllo da parte dell'emittente tralasciando i casi in cui eventuali convenzioni di voto esauriscano i loro effetti in una specifica adunanza assembleare a meno che la delibera abbia ad oggetto la nomina della maggioranza del consiglio di amministrazione dell'emittente e, comunque, solo nel caso siano presenti altri indici presuntivi di controllo concertato²⁰⁴.

In Italia, diversamente sia dall'esperienza inglese che comunitaria, concerto e patto parasociale - come verrà approfondito nel prossimo capitolo - hanno finito per dar vita ad un "rapporto simbiotico"²⁰⁵ che si è dimostrato inscindibile soprattutto nell'applicazione concreta della disciplina ad opera della Consob. In ciò la nostra disciplina, come più volte messo in luce, appare frutto di un compromesso che presenta un vizio di origine dovuto alla sua genesi fortemente influenzata dalle specificità economiche e culturali del mercato italiano e soprattutto dal timore che l'obbligo di OPA potesse costituire un onere particolarmente gravoso per il nostro mercato data la scarsa patrimonializzazione dei suoi principali attori²⁰⁶.

²⁰³ Practice Statement n.26/2009: "the following factors would not of themselves led the Executive to conclude that a concert party had come together ...omissis.... (c) the agreement by shareholders to vote in the same way on a particular resolution at a general meeting"

²⁰⁴ Ossia in presenza di una così detta "board-control seeking resolution" secondo i canoni del Practice Statement n.26. Per un'analisi approfondita C. MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e azione di concerto*, in *Riv. soc.*, 2013, pag. 118 e ss.

²⁰⁵ A. TRISCORNIA, *op. cit.* pag 495

²⁰⁶ Secondo WEIGMANN, *Commento sub art. 109*, in Testo Unico della Finanza, *Commentario diretto da CAMPOBASSO*, Torino, Giappicchelli, 2002, pag.913 "la soluzione (del prezzo medio) in grado di dare ai soci di minoranza una tutela sufficiente, è stata adottata per alleggerire lo sforzo finanziario a cui è tenuto chi intenda scalare una società quotata: si è

Analogamente anche la materia del concerto ha finito per distaccarsi dal modello inglese considerate le preoccupazioni del mondo imprenditoriale e finanziario che una formulazione aperta, sul modello inglese o francese, finisse con l'ampliare il novero delle situazioni suscettibili di dar luogo ad un'OPA. Tali preoccupazioni trovarono riflesso nell'originaria formulazione dell'art. 109 del TUF che non prevedeva l'azione di concerto quale autonoma fattispecie, finendo con il far coincidere in maniera alquanto simbiotica l'azione di concerto con i patti parasociali considerati come la più probabile manifestazione del concerto²⁰⁷. Né il recepimento della Direttiva ha corretto questo vizio di origine dal momento che il legislatore ha mantenuto l'architettura iniziale delle presunzioni affiancando, sul modello europeo, alcune fattispecie in cui l'azione di concerto si presume: a) iuris et de iure; b) salvo prova contraria; c) non è configurabile nonostante la collaborazione tra più soggetti²⁰⁸.

Un ultimo cenno alla differenza tra l'ordinamento italiano rispetto al City Code attiene ai comportamenti delle persone che agiscono di concerto durante l'organizzazione di una coalizione, specificamente alla conformità all'ordinamento degli acquisti di titoli effettuati in assenza di informazioni al mercato e che i concertisti abbiano avuto dal capofila della "cordata". E' evidente l'importanza che la condivisione di informazioni e ricerca di consensi rivestano nell'ambito di una concertazione sia in una fase iniziale in cui ancora non si ha ancora contezza del possibile successo dell'operazione ed ancor più nelle fasi successive in cui i termini dell'alleanza cominciano ad assumere contorni più netti²⁰⁹. In tale fase è possibile che vengano effettuati acquisti di

pensato che, se si fosse insistito sul più rigoroso modello britannico, si sarebbero emarginati tutti quei gruppi imprenditoriali non sufficientemente provvisti di risorse e che pure, con una regola meno impegnativa, come è quella vigente avrebbero potuto candidarsi meritatamente alla guida di imprese quotate gestite in modo inefficiente"

²⁰⁷ In aggiunta ai tre casi di concerto endosocietario

²⁰⁸ L'analisi sarà approfondita nel Cap III pag.

²⁰⁹ Sul tema trattative ed obbligo di *disclosure* L. PICONE, *Trattative, due diligence ed obblighi informativi della società quotate*, in Banca Borsa, 2004, I, pag. 234. La materia incrocia le previsioni dell'art. 181 TUF relativo alle informazioni privilegiate. Se per un verso la fase delle trattative non costituisce di per sé motivo di comunicazione al pubblico almeno finché non si verifichi l'evento *price sensitive* per altro verso i soggetti informati di

titoli da parte dell'emittente proprio al fine del ruolo da svolgere successivamente in seno al gruppo. Da questi comportamenti possono derivare conseguenze rilevanti sull'applicazione della disciplina OPA, se la partecipazione superasse la soglia rilevante, a causa di acquisti in fase di concertazione, potrebbero trovarsi dinanzi all'obbligo di lanciare senza indugio l'OPA. Tuttavia, l'obbligo scatterebbe solo a fronte di un accordo divenuto noto e che comportasse acquisti oltre soglia mentre la "sanzione" non opererebbe nel caso di acquisti sotto soglia. Ciò non elimina il problema di eventuali informazioni asimmetriche in quanto non fornite al pubblico degli investitori.

Maggiore attenzione al problema è presente nel City Code stante la disposizione della *Rule 4.1* la quale letteralmente stabilisce che” (a) *No dealings of any kind in securities of the offeree company by any person, not being the offeror, who is privy to confidential price-sensitive information concerning an offer or contemplated offer may take place between the time when there is reason to suppose that an approach or an offer is contemplated and the announcement of the approach or offer or of the termination of the discussions.* (b) *No person who is privy to such information may make any recommendation to any other person as to dealing in the relevant securities.* (c) *No such dealings may take place in securities of the offeror except where the proposed offer is not price-sensitive in relation to such securities.*”

La norma del City Code ha adottato una formulazione ampia “*confidential price-sensitive information*”, da parte di soggetti differenti dall'offerente e, dunque, capace di attrarre un maggior numero di casi rispetto alla nozione più ristretta di *insider information* fatta propria dal nostro ordinamento e comporta che soggetti diversi dall'offerente, eventualmente informati da quest'ultimo per un'azione a supporto, non possano effettuare acquisti di titoli sfruttando notizie non comunicate al mercato.

un'operazione finalizzata all'acquisizione, rafforzamento o consolidamento del controllo, non devono abusare di tali informazioni.

Una previsione di tal fatta non è presente nella nostra legislazione anche se un rimando al limite generale all'attività dei concertisti si ritrova agli artt.184 e 187-bis del TUF ²¹⁰ nei casi in cui ricorrano i presupposti riferiti alle ipotesi di *insider trading*²¹¹ . Anche la normativa europea non si allontana da questa impostazione lì dove, nell'ambito della direttiva *market abuse*, nel trattare la materia degli acquisti nell'imminenza di un'OPA suggerisce di non considerare casi di sfruttamento di un'informazione privilegiata gli acquisti di titoli "*effettuati nella consapevolezza delle proprie intenzioni ...omissis....nè vi sarebbe abuso di informazioni privilegiate nell'ambito degli acquisti che conseguono all'esecuzione di un'opa alla luce della conoscenza di informazioni, anche privilegiate, relative alla società target*"²¹².

Dal confronto risulta un atteggiamento più indulgente della normativa comunitaria e di quella nazionale rispetto alle più rigorose previsioni del City Code che si riflette inevitabilmente anche sul piano dell'azione di concerto i cui concertisti appaiono favoriti da una norma che non preclude di effettuare acquisti durante una scalata di modo che ciascun concertista può tranquillamente effettuarli al di fuori dei casi di "abuso di informazioni privilegiate"²¹³.

Sul piano pratico, tuttavia, la diversità tra il sistema presuntivo assoluto italiano e quelli inglese e francese sempre soggetti a prova contraria²¹⁴, non produrrebbe effetti di gran lunga diversi e di maggiore rigidità se non in relazione alla presunzione *iuris et de iure* che, come vedremo nel prossimo capitolo, l'ordinamento italiano associa ai patti parasociali.

In effetti la presunzione assoluta è riservata in Italia a quattro ipotesi contenute nell'art. 101-bis, comma 4-bis, di cui due sono espressione di

²¹⁰ Trattasi delle previsioni in materia di abuso di informazioni privilegiate

²¹¹ Sul punto C. MOSCA, *op cit*, pag 115 secondo la quale il rigoroso precetto di "non trading" si limita ai casi in cui la notizia oggetto del possibile sfruttamento sia abbastanza precisa da poter essere tecnicamente qualificata quale informazione privilegiata ex art.181 TUF

²¹² C. MOSCA, *op cit*, pag 116-. Nello stesso senso M. Montanari, *Gestione dell'impresa e offerta pubblica di valori mobiliari*, in *Giur. Comm* 1995, I, pag 779 e ss.117

²¹³ In altri termini nessuna *disclosure* è imposta riguardo al programma di persone che agiscono di concerto almeno fino a quando la partecipazione aggregata non superi la soglia minima.

²¹⁴ VIANDIER, *OPA OPE et autres offres publiques*, Parigi, Francis Lefèbre, 2014, 298.

concerto endosocietario²¹⁵, una relativa ai patti parasociali e l'ultima al concerto relazionale. Che nel contesto di un gruppo di società o nella relazione tra questa e suoi amministratori, gli stessi decidano in autonomia e libera autodeterminazione e che conseguentemente la presunzione di concerto possa essere superata attraverso prova contraria come previsto nell'ordinamento inglese e in quello francese, appare infatti più come problema teorico che concreto. Tanto più che il superamento delle soglie obbligherebbe ogni acquirente di titoli alla *disclosure* dei propri acquisti.

Anche nel caso di concerto relazionale, l'OPA si impone solo nel caso di acquisti che superino la soglia del 30%²¹⁶. In tal caso l'effetto distorsivo della presunzione si porrebbe solo lì dove un amministratore e la società che presiede, nel brevissimo arco temporale che separa la comunicazione al mercato da un acquisto rilevante, rastrellino titoli superiori alla soglia inconsapevolmente l'uno dall'altro. Peraltro, in caso di acquisto incolpevole, il soggetto interessato potrebbe richiedere l'applicazione dell'esenzione dall'obbligo di offerta per superamento della soglia in ragione di cause indipendenti dalla propria volontà²¹⁷.

In definitiva, a ben vedere le rigidità non dipendono dal concerto relazionale e da quello societario quanto piuttosto dalla disciplina relativa ai patti parasociali che sarà oggetto di specifico esame nel capitolo successivo.

²¹⁵ Si rammenta che il concerto è presunto senza possibilità di prova contraria tra: un soggetto, il suo controllante e le società da esso controllate (lett b)) e tra società sottoposte ad un comune controllo.

²¹⁶ 25% nel caso di società a larga capitalizzazione

²¹⁷ C. MOSCA, *op. cit.*, pag 59. Sebbene il caso non ricada in alcuna delle esenzioni tipizzate dal Regolamento Emittenti, la Consob potrebbe concedere una esenzione in base al combinato disposto dei commi 5 e 6, lett c), ex art. 106 TUF.

APPLICAZIONE DELLA NORMATIVA SULL'OPA DI CONCERTO

3.1 *Clausola generale e presunzione assoluta: nozione e difficoltà applicative dell'art. 101-bis, commi 4 e 4-bis*

Come abbiamo rilevato nel precedente capitolo l'esito della Direttiva OPA non ha corretto il vizio di origine del sistema italiano data la decisione del legislatore di mantenere l'originario apparato delle presunzioni assolute a cui ha affiancato la clausola generale della nozione di "persone che agiscono di concerto" di matrice comunitaria contenuta all'art. 101-bis, comma 4 del TUF.

Che il principio codificato in tale articolo di legge abbia portata generale all'interno della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto o scambio è un punto comunemente riconosciuto dalla dottrina²¹⁸, che ha evidenziato come la flessibilità del concetto di *persone che agiscono di concerto* conceda ampio spazio all'interpretazione del fenomeno, vieppiù in ragione dell'esigenza di consentire all'ordinamento, in un contesto di mercati finanziari in continua evoluzione, di adeguarsi costantemente ai mutamenti.

Peculiarità delle clausole generali è, infatti, quella di operare all'interno del sistema giuridico "*una delega a ricercare valori fuori dall'ordinamento positivo*"²¹⁹ e di richiedere "*una integrazione valutativa della norma*"²²⁰. In

²¹⁸ Che la nozione dettata dall'art 101, comma 4, TUF costituisca nella materia del concerto una clausola generale è stato concordemente affermato all'indomani dell'introduzione a seguito del recepimento della Direttiva europea. G. BOSI, *Commento sub art101-bis TUF, in Commentario alla disciplina dell'offerta pubblica di acquisto*, a cura di E. PEDERZINI in *Nuove leggi Civ.*,2010, pag.50; G. GUIZZI- A. TUCCI, *Acquisti di concerto*, in *Le offerte pubbliche di acquisto* a cura M. STELLA RICHTER jr, Torino 2011, pag. 264; F. TROISI-G. VANZINELLI, *Commento sub art.109 in Testo Unico della Finanza, Commentario* a cura di M. FRATINI-G. GASPARRI, II, Torino, 2012, pag.1437

²¹⁹ P. RESCIGNO, *Appunti sulle clausole generali*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1998, I pagg.2 e-5

²²⁰ Le clausole generali sono caratterizzate da "*una funzione di progressivo e pacifico adattamento del diritto applicato alle esigenze di una realtà in continuo mutamento*": M. LIBERTINI, *Clausole generali, norme di principio, norme a contenuto indeterminato. Una*

altri termini ciò che le connota è la flessibilità e la capacità di adattarsi al contesto.

Ne consegue il rischio che una declinazione troppo ampia della clausola generale su cui costruire le presunzioni assolute di concerto è una operazione che presenta “limiti evidenti e che genera altrettanto evidenti disfunzioni”²²¹ con il rischio che valutazioni di carattere generale non conducano ad un risultato sempre adeguato. E’, infatti, necessario tener presente che la *ratio* della norma che prevede l’OPA in caso di superamento delle soglie è volta principalmente a garantire un’ampia tutela ai soci di minoranza, e non sarebbe vantaggioso assorbire nella disciplina anche accordi il cui contenuto sia del tutto inidoneo ad incidere sull’assetto di controllo dell’emittente.

In tale fase interpretativa diventa, dunque, fondamentale la ricostruzione dei comportamenti tenuti le cui conseguenze devono essere considerate all’interno del preciso ambito di riferimento cioè a dire “persone che agiscono di concerto” in quanto attratte nella sfera di applicazione della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto. Ovvero” *poiché la definizione di persone che agiscono di concerto opera esclusivamente nell’ambito della disciplina dell’OPA, la correttezza di qualsiasi conclusione è in funzione di un giudizio in ordine all’interesse, per questo istituto, del risultato raggiunto sul piano interpretativo*”²²².

L’opzione che si pone all’interprete circa il percorso ricostruttivo da seguire – scelta che avviene sempre *ex ante*- tende dunque o alla dimostrazione dell’esistenza di un patto, nel qual caso l’azione di concerto non potrà più essere messa in discussione, o alla dimostrazione che la cooperazione tra azionisti sottende un patto che sia pur senza assumerne la forma sia in grado di influire sul controllo societario. Chiaramente la scelta ricadrà sulla prima delle opzioni quando non vi siano ragionevoli dubbi circa l’esistenza di un patto, in special modo nel caso di patto nullo.

proposta di distinzione, relazione presentata al II convegno nazionale dell’Associazione Orizzonti del diritto commerciale, *Le clausole generali nel diritto commerciale e industriale*, Roma, 2011, pag.2

²²¹ A. TRISCORNIA, *op. cit.*, pag.505

²²² C. MOSCA, *op. cit.*, pag. 120 e ss.

Questo è il punto che presenta maggiori difficoltà interpretative considerata sia l'assenza nell'ordinamento di una definizione di patti parasociali sia, ancor più, il difetto di demarcazione del significato di *patto nullo* richiamato sia nell'art. 101-bis, comma 4-bis, *lett. a)* TUF sia nell'art. 122, comma 3, medesima legge, sfuggevolezza²²³ che riverbera inevitabilmente sull'applicazione della presunzione assoluta che in tal modo è passibile di una duplice interpretazione.

Secondo una prima esegesi, ai patti nulli si dovrebbe attribuire un significato ampio in modo da comprendere sia i contratti stipulati che gli accordi di qualsiasi natura (espreso o tacito, verbale o scritto, etc) concernenti le previsioni dell'art. 122 dalla *lett. a)* alla lettera *d)*. In tale ipotesi, tuttavia, la portata della clausola generale ricomprenderebbe indifferentemente sia i patti che gli accordi, rendendo interscambiabili le due nozioni.

Poiché è dato desumere che il legislatore intendesse riferirsi a due istituti diversi anche attraverso la distinzione lessicale (accordo *versus* patto) appare più fondata una seconda lettura secondo la quale la disciplina non ha inteso estendere ai "patti nulli" l'ampia portata applicativa dell'art.101-*bis*, comma 4), TUF.

A supporto di tale interpretazione viene innanzitutto invocata la subordinazione prevista dagli artt. 1321 e 1325 del Cod. Civ. tra accordi e contratti, i quali ultimi soltanto possono incorrere nella disciplina della nullità. L'accordo non è dunque sufficiente a qualificare il patto come parasociale essendo necessaria l'evidenza empirica dell'intento. Né vale al riguardo

²²³ Nell'utilizzo dei termini patti e accordi è dato da riscontrare una forte ambiguità. In particolare è rilevante la differenza tra patti sociali, che parte della dottrina inquadra nella fattispecie dei contratti (c.f.r. nota n.), e la nozione di accordi spesso utilizzato con il medesimo significato di patti. Nel *t.u.b.*, ad esempio, è previsto l'obbligo di comunicazione di "*ogni accordo, in qualsiasi forma concluso, ..omissis... che regola o da cui comunque possa derivare l'esercizio concertato del voto in una banca...*" Sul punto è intervenuta l'Autorità di vigilanza sulle banche precisando che la riconducibilità della nozione di accordo è "*indipendente dalla forma, dalla durata, dalla vincolatività e stabilità*" ma deve in ogni caso trattarsi di un esercizio "concertato", Circolare n.229/99, Titolo II, Cap. I, Sez. III, 2.1 Istituto di Vigilanza per le banche. In altri casi, invece, il legislatore usa il termine accordi riferendosi ai patti parasociali; così ad esempio all'art 123-bis, comma 1, lett g) e all'art. 121, comma 2, TUF. Esaminando la legislazione europea troviamo che la nozione di accordo contenuta nella direttiva *transparency* è sempre coniugata insieme "alla vincolatività"; nella direttiva della Commissione 2007/14/CE, ad esempio all'art. 11, paragrafo 1, è statuito che "*per accordo formale si intende un accordo vincolante in base al diritto applicabile*".

richiamare la disposizione dell'art. 122 comma 3 TUF dal momento che il precetto si riferisce all'ipotesi di nullità per violazione della norma sulla trasparenza che riguarda specifici accordi che se pubblicati avrebbero vincolato i contraenti atteso che il legislatore ha inteso in tal modo solo punire la volontà di tenere occulta l'esistenza di un vincolo giuridico.

Si può dunque ritenere che elementi indispensabili alla qualificazione di un patto nullo siano la riconoscibilità del momento della stipulazione e l'incontro della volontà²²⁴, come peraltro confermato nelle pronunce giurisprudenziali²²⁵, tenuto conto che tale soluzione limita certamente l'utilizzo della presunzione assoluta ma non attenua la protezione assicurata dalla disciplina OPA grazie alla presenza nell'ordinamento della clausola generale in forza della quale potrà essere dimostrata l'eventuale azione di concerto.

Tra i fattori che concorrono alla ricostruzione va ricompresa anche la cooperazione sulla base di un accordo, che come abbiamo visto (*infra pag.103*) va esaminata alla luce del principio per cui il concerto non ricorre solo in ragione della condivisione di alcuni azionisti ad effettuare una politica comune ma occorre verificare se tale intento sia preceduto o seguito da comportamenti volti al raggiungimento di obiettivi specifici. La prospettiva è, invece, rovesciata nel caso di patti parasociali in relazione ai quali il sistema adotta un maggior rigore al punto da rendere pressoché impossibile la dimostrazione di insussistenza del patto anche nelle ipotesi estreme sia di un dissenso tra i possibili partecipanti al patto sia quando non venga data esecuzione al patto²²⁶.

²²⁴ "Anche ad una dichiarazione tacita deve corrispondere una manifestazione di volontà, consistente in un comportamento scelto, in un atto cioè, consapevolmente destinato dal soggetto alla funzione manifestativa", V. SCALISI, *Il negozio giuridico tra scienza e diritto positivo*, Milano, 1998, pag. 75 ss.

²²⁵ "Un patto, anche nullo, esiste quando vi sia un accordo socialmente riconoscibile tra le parti su un rapporto patrimoniale, e ciò implica che l'elemento discrezionale è dato dalla percepibilità oggettiva della "vincolatività" dell'accordo tra le parti, indipendentemente dalla giuridica validità e dalla stessa efficacia dell'obbligo". In tal senso la Corte di appello di Genova annullando una sanzione emanata dalla Consob per la mancata pubblicazione di un patto parasociale ex art. 122 TUF. la cui impostazione è stata confermata con sentenza n.9963 della seconda sezione civile della Corte di Cassazione.

²²⁶ Anche nel caso in cui dopo la stipulazione del patto ma prima della scadenza intervenga un dissenso insanabile e prolungato da parte di alcuno dei partecipanti, non sarebbe possibile superare la presunzione di concerto dell'art. 101-bis, comma 4-bis, lett a) TUF. Finché non si giunge a scadenza o allo scioglimento anticipato del rapporto, tutti i partecipanti continuano ad essere considerati "persone che agiscono di concerto fintanto che permane il vincolo

Più complesso appare individuare accordi taciti nel caso di comportamenti o pratiche concordate stante l'ampio tenore letterale dell'art. 101-*bis* che fa riferimento ad accordi espressi o taciti, verbali o scritti. Di conseguenza, come è possibile che i comportamenti dei concertisti possono soccorrere alla formazione del mezzo di prove, potrebbe essere altrettanto plausibile ritenere che qualsiasi relazione consensuale tra concertisti possa assurgere ad assioma di concerto. Si richiede, dunque, la massima cautela soprattutto quando la pretesa convergenza si verifica nell'esercizio del diritto di voto posto che rispetto alle scelte da operare la stessa costituisce la fisiologia del sistema. Anche nell'ambito del diritto *antitrust*, in presenza di comportamenti convergenti, ci si interroga se gli stessi possano costituire prova sufficiente a dimostrare l'esistenza di una pratica frutto di un accordo anche implicito rispondente ad una precisa volontà o se non sia del tutto casuale. I comportamenti vengono ricondotti alla materia delle pratiche concordate se l'ipotesi collusiva è l'unica spiegazione plausibile. Mentre tale valutazione nel diritto antitrust avviene su evidenze rilevate *ex post*, nel "*diritto societario la linea di confine tra un parallelismo di comportamenti incidentale e comportamenti consapevolmente convergenti presenta ambiguità maggiori*"²²⁷ in ragione anche del fatto che nella normativa sulle offerte pubbliche di acquisto l'attività dell'interprete avviene *ex ante*, per cui in assenza di elementi rivelatori di una diversa volontà, la convergenza potrebbe rientrare nell'ordinario esercizio dei diritti degli azionisti.

Nel caso dei così detti "patti monouso" l'accordo dovrà, dunque, essere sempre provato anche in mancanza di riscontri diretti e il sospetto che i concertisti stiano seguendo una politica comune deve trovare conferma in altre circostanze di fatto²²⁸. In tal senso anche la Consob²²⁹ "*...in particolare si ritiene che non*

all'impegno. J.J DAIGRE, *De l'action de concert. Après la décision du CMF du 13 novembre 1998*, in *La Semaine Juridique*, 1999, pag 661 ss.

²²⁷ C.MOSCA, *op. cit.*, pag. 138

²²⁸ "..... il coordinamento per la singola assemblea, qualunque ne sia l'oggetto, e anche ove esso sia finalizzato a consentire la nomina della maggioranza del consiglio, non configura mai, in nessun caso, un'ipotesi di concerto" Guizzi, *Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema del concerto*, in *Governo della società quotate ed attivismo degli investitori*, pag 125

siano da considerarsi ricomprese nella nozione di azione di concerto le attività di coordinamento e consultazione tra azionisti di minoranza volte a facilitare l'esercizio dei loro diritti, a promuovere migliori prassi di governance ovvero a sollecitare, mediante il dialogo con i vertici delle società, cambiamenti gestionali o strategici. In altri termini si ritiene che l'attuazione di iniziative ed intese occasionali tra azionisti di minoranza finalizzate a coordinare i comportamenti in concomitanza di specifici eventi societari, non configurino un'azione concertata, in quanto finalizzate ad esaurire i propri effetti uno actu e a non influire stabilmente sulla gestione della società”.

La ragione dell'apparente contraddizione è legata alla preoccupazione, sia a livello comunitario che nazionale, che una applicazione eccessivamente rigorosa della disciplina del concerto possa recare nocimento al coordinamento degli investitori istituzionali²³⁰, fenomeno invece considerato positivamente dal mercato.

Resta ancora da esaminare uno degli elementi fondamentali che entrano in gioco nella valutazione di pratiche collusive da concerto, vale a dire il controllo, segnatamente quello congiunto²³¹ ovvero risultante dalla somma di più forze, che costituisce l'obiettivo cui tende la cooperazione tra concertisti. Questo è uno dei punti che presenta maggiori difficoltà applicative atteso che la concertazione e la collaborazione per venire in rilievo ai fini della disciplina OPA devono manifestare caratteri di “*stabilità, durevolezza e intensità*” perché possano essere considerate come poteri di controllo. Ebbene mentre in via

²²⁹ Documento Consob sul recepimento della Direttiva OPA/2010, Allegato n.6 Azione di concerto-

²³⁰ La Commissione Europea, nel documento programmatico del 2012, aveva inserito tra le priorità di intervento, proprio il coinvolgimento degli azionisti nel governo societario. Commissione europea, *Piano d'azione: diritto europeo e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*. [Http://eurlex.europa.eu/legal-content](http://eurlex.europa.eu/legal-content)

²³¹ L'art .105 comma 3 TUF delega la Consob ad includere nella nozione di partecipazione, al fine dell'obbligo di OPA, anche “ *categorie di titoli che attribuiscono diritti di voto su uno o più argomenti diversi tenuto conto della natura e del tipo di influenza sulla gestione della società che può avere il loro esercizio anche congiunto*”. Anche l'art 122, comma 5, lett d) fa riferimento, sia pur indiretto, al controllo congiunto, lì dove include tra i patti parasociali soggetti alla disciplina della trasparenza degli assetti societari, i patti che consentono l'esercizio “anche congiunto di un'influenza dominante”. G. SANTONI, *Commento sub art.122*, in *Testo Unico della Finanza, Commentario* a cura di G.F. CAMPOBASSO, II, Torino 2002, pag.1004

generale il controllo congiunto ha origine contrattuale, nelle ipotesi prese in considerazione dall'art. 101-bis, comma 4) TUF l'accordo si presenta in maniera informale, tacita o verbale, rendendo incerta ed ambigua l'interpretazione in assenza di indizi che offrano manifestazione concreta della capacità di esercitare il controllo²³².

Affrontando la tematica dalla prospettiva del controllo, declinato come "acquisto, mantenimento o rafforzamento", proveremmo a distinguere tre macro aree di comportamenti:

i) quanto all'espressione "acquisire il controllo" due sono i comportamenti primari ad essa riconducibili: l'acquisto congiunto di azioni in quantità da consentire l'esercizio del controllo e i comportamenti degli azionisti dell'emittente, i quali pur senza effettuare acquisti, condividono l'esercizio dei diritti di voto al fine di disporre di un potere di controllo.

Nel primo caso perché l'azione possa essere definita di concerto la valutazione non può essere limitata alla sola fase delle trattative o alle condizioni per procedere all'acquisto, ma deve accertare anche la volontà di perseguire una politica comune attraverso una collaborazione preordinata ad un fine specifico²³³. Un indizio sintomatico che si sia passati dalla collaborazione alla concretizzazione ad esempio può essere rinvenuto dall'interprete in acquisti massicci ed inconsueti di azioni.

La seconda tipologia evidenzia come l'azione di concerto ricorra non solo in concomitanza di un acquisto di azioni ma anche nella fase organizzativa finalizzata all'acquisto del controllo da parte di un raggruppamento di azionisti²³⁴. Ciò comporta che si ricada nell'azione di concerto, con

²³² V. CARIELLO, *Dal controllo congiunto all'attività congiunta di direzione e coordinamento di società*, in *Riv. Soc.*, 2007, pag. 29

²³³ A. TUCCI, "Acquisto di concerto" e "Azione di concerto", in *Riv. Dir. Comm.* 2010, I, pag. 197.

²³⁴ In tal senso STELLA RICHTER jr., *op. cit.*, secondo il quale in tale prospettiva "il controllo, in termini generali, non può considerarsi un diritto, e neanche un'altra situazione soggettiva, bensì un mero fatto" mentre nella disciplina del presupposto dell'OPA obbligatoria "non c'è acquisto del controllo senza un trasferimento alcuno di partecipazioni". Sebbene tali considerazioni siano state formulate in relazione alla disciplina dell'OPA prima delle intervenute modifiche, risultano ancora oggi attuali in elazione alla dicotomia tra art. 101-bis, comma 4) TUF e l'art. 109 comma 1), medesima legge, il quale recita: *Sono solidalmente tenuti agli obblighi previsti dagli articoli 106 e 108 le persone che agiscono di concerto quando*

conseguente obbligo di OPA, anche nel caso in cui gli acquisti oltre soglia vengano effettuati da una sola delle persone “che agiscono di concerto” anche in assenza di qualsiasi consultazione o condivisione circa la decisione. Per comprendere la rilevanza di tale interpretazione basti pensare al fatto che nel caso di raggruppamento già in possesso di una partecipazione superiore alla soglia massima, la collaborazione e, dunque, l’inizio dell’azione di concerto rilevante ai fini OPA scatta in presenza di ogni ulteriore acquisto.

ii) L’azione di concerto volta a mantenere il controllo si configura in via principale nel caso in cui, a fronte di un’operazione sul capitale dell’emittente tale da determinare una diluizione della partecipazione dell’azionista che esercita un’influenza dominante, si provveda ad un acquisto di titoli o diritti idoneo a consentire la conservazione del potere grazie alla somma delle partecipazioni dei concertisti.

Poiché, tuttavia, una operazione di tale natura presuppone un accordo tra due soggetti per ottenere il risultato di mantenere il controllo, non è detto, che determini le condizioni idonee a far scattare l’obbligo di Opa a protezione degli interessi delle minoranze, poiché al termine si potrebbe avere una partecipazione suddivisa tra due soggetti diversi piuttosto che una partecipazione unitaria²³⁵. In passato la Consob, nell’esaminare alcune situazioni, è giunta alla conclusione che la diminuzione temporanea delle partecipazioni al di sotto della soglia rilevante e il successivo ritorno nella

vengano a detenere, a seguito di acquisti effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore alle percentuali indicate nei predetti articoli. ((I medesimi obblighi sussistono in capo a coloro che agiscono di concerto, a seguito di maggiorazione, anche a favore di uno solo di essi, dei diritti di voto, qualora essi vengano a disporre di diritti di voto in misura superiore alle percentuali indicate nell’articolo 106.))

²³⁵ Consob comunicazione DEM/2010342/2002 e DEM/7091047/2007. Tuttavia se nella comunicazione DIS/99061705/1999 si afferma che “ è vero, infatti che la partecipazione...omissis....oggi facente capo ai soci sindacai oggi sarebbe destinata a subire prima una riduzione (per effetto dell’aumento di capitale a servizio della suaccennata offerta pubblica di scambio) e poi un aumento conseguente all’ingresso nel sindacato di nuovi soci che abbiano aderito all’offerta di scambio)” nella comunicazione DEM/11016918/2011 le due fasi vengono considerate come un’operazione unitaria precisando che “ la sussistenza di una perfetta coincidenza temporale tra la discesa e la risalita della partecipazione non è stata ritenuta da sola motivo sufficiente a garantire la disapplicazione dell’OPA da consolidamento. L’analisi dei precedenti orientamenti della Consob evidenzia come l’unitarietà di più operazioni sia invece da ritenere sussistente allorché tali operazioni vengano compiute ab initio come passaggi necessari volti a realizzare un risultato finale condiviso dalle parti”.

detenzione iniziale oltre soglia non comporta l'obbligo di OPA se è possibile riconoscere due passaggi essenziali riconducibili ad una figura negoziale unitaria. Si darà, quindi, seguito all'obbligo di OPA in caso di incremento della partecipazione in seguito ad acquisti che oltre a mantenere il controllo innalzano l'entità della partecipazione complessiva.

iii) Da ultimo, in relazione al "rafforzamento" di cui all'art.101-bis è evidente che l'espressione implichi una situazione di controllo preesistente che l'azione dei concertisti contribuisce ad accrescere. Segnatamente si avrebbe un rafforzamento del controllo se, in presenza di una partecipazione che già assicura una posizione dominante, si realizzi, in virtù di un accordo che comporta un'aggregazione, un incremento dei diritti di voto disponibili. Il fatto di per sé non comporta obbligo di OPA se non nel caso in cui siano effettuati acquisti rilevanti ai sensi dell'art.109, comma 1, TUF. Più precisamente se l'originaria posizione di controllo il cui potere viene mantenuto o rafforzato attraverso un'azione di concerto corrisponde ad una partecipazione unitaria oltre soglia, potrà darsi luogo all'obbligo di offerta solo nel caso di OPA da consolidamento o incremento di cui all'art. 106, comma 3, lett. b) del TUF.²³⁶ Come vedremo più avanti il tema del mantenimento e/o rafforzamento del controllo assume particolare rilevanza in materia di modifiche all'interno di accordi o patti parasociali qualora il superamento delle soglie rilevanti sia imputabile ad un soggetto già parte di un patto preesistente

In conclusione, la clausola generale prevista dall'art.101- *bis*, comma 4 del TUF e le presunzioni assolute contemplate dal successivo comma 4- *bis*, pur rappresentando norme indipendenti, concorrono a disegnare la cornice della materia così che si possa far ricorso alla definizione di concerto quando le presunzioni che operano *ex lege* non possono essere applicate al caso concreto. Infatti, per un verso, considerata l'atipicità degli accordi richiamati al comma

²³⁶ In tal caso "l'obbligo di offerta di cui all'art. 106, comma 3, lett. b) del TUF consegue all'acquisto, anche indiretto ai sensi dell'art.45, di più del 5% del capitale rappresentato da titoli che attribuiscono diritti di voto sugli argomenti indicati nell'art. 105 del testo unico per acquisti effettuati nei dodici mesi" Art 46 Regolamento Emittenti

4) che lascia spazio ad un ampio spettro di ipotesi²³⁷, la clausola generale permetterebbe di stabilire di volta in volta se singoli casi concreti possano essere ricondotti nell'alveo di un concerto volto a "acquisire, mantenere e rafforzare il controllo della società emittente" o "contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio". Per altro verso viene instaurata una relazione molto stretta tra i patti parasociali e l'azione di concerto e in tale contesto prenderemo in esame la problematica dei patti nulli.

3.2 Interposizione e concerto

Prima di approfondire le criticità applicative della disciplina OPA nelle ipotesi di acquisti di concerto, è bene precisare i tratti della detenzione indiretta di partecipazioni prevista all'art. 105, 2° comma, TUF²³⁸ e dell'acquisto di concerto dato il rischio che le due ipotesi vengano a sovrapporsi.

Precisamente l'art. 105 prende in considerazione ipotesi di frammentazione di una partecipazione unitaria in capo a più soggetti così che le situazioni di detenzione tramite controllata non siano ricomprese nella determinazione imputabile all'offerente. La logica di tale previsione rispetta il principio per cui nella detenzione tramite interposti o fiduciari²³⁹ *"il possessore attraverso un atto volontario incondizionato può rientrare in un rapporto diretto con il bene partecipazione, senza per questo curarsi di ledere interessi di terzi"*²⁴⁰: l'acquisto viene dunque imputato all'interponente come se avesse provveduto direttamente all'acquisto intestandosi la partecipazione atteso che

²³⁷ Secondo il precetto "l'accordo può essere espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace.

²³⁸ *"Ai fini della presente sezione, per partecipazione si intende una quota, detenuta anche indirettamente per il tramite di fiduciari o per interposta persona, dei titoli emessi da una società di cui al comma 1 che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza."*

²³⁹ Sul tema dell'intestazione fiduciaria F. DI MAIO, *Intestazione fiduciaria e società fiduciarie*, in *Contr. e Impr.*, 2012, 9 ss, 16 ss. e 21 rileva la differenza tra contratto fiduciario e negozio fiduciario, laddove il primo *"integrarli estremi dell'interposizione reale di persona"* ed il secondo è, invece, un contratto tipico che le persone possono stipulare con la società fiduciaria.

²⁴⁰ U. CARNEVALI, *Intestazione fiduciaria*, in *Dizionari del Diritto Privato*, 1 a cura di N. IRTI, Milano 1980, pag.456

in linea di principio né il soggetto interposto né il fiduciario possono esercitare una volontà propria.

Nell'ipotesi della detenzione indiretta vi è, infatti, una notevole somiglianza con i requisiti del concerto dal momento che le partecipazioni, il cui cumulo integra i presupposti dell'OPA, sono detenute da un soggetto e da uno o più fiduciari²⁴¹ o persone interposte²⁴².

A titolo esemplificativo si rammenta il caso che prese avvio da un'alienazione di azioni della S.S. Lazio, effettuata da Capitalia, in parte a vantaggio dell'azionista di maggioranza dell'emittente, in parte in capo a un soggetto terzo da esso finanziato, in modo da eludere l'obbligo di OPA. Tale operazione è stata qualificata come patto parasociale (nello specifico un patto "*con cui si concorda l'acquisto da terzi di azioni di una quotata o della sua controllante*") dalla CONSOB e nel successivo iter amministrativo (CONSOB, delibera n. 16326, 30 gennaio 2008; TAR Lazio, sentenza n. 8835 del 9 luglio 2008; Consiglio di Stato, sentenza n. 8175 del 1° dicembre 2009²⁴³. La ricostruzione effettuata dal Tribunale e dalla Corte d'Appello di Milano in sede penale (Tribunale di Milano, sez. II penale, sentenza n. 2949 del 15 luglio 2008; Corte d'Appello di Milano, sez. II penale, sentenza n. 1602 del 22 marzo 2012), ricomprende, invece, il caso in questione nella categoria dell'interposizione. Pur non essendo particolarmente chiare le ragioni della differente qualificazione, la Corte d'Appello sembra richiamare come dato

²⁴¹ Tendenzialmente la figura dell'"*amministrazione statica*", è quella in base a cui il fiduciante "controlla" lo svolgimento delle operazioni da parte della fiduciaria. Nanni, *L'interposizione di persona*, Padova, CEDAM, 1990, 209.

²⁴² La nozione di persona interposta non è di facile definizione. Di certo rientra in quest'ambito il soggetto obbligato a ritrasmettere le azioni acquistate all'interponente; non altrettanto sicuro è se ad essa vada attribuita un'interpretazione estensiva che dunque vada oltre tale caso, seguendo un'analisi sostanziale la quale attribuisca la qualifica di persona interposta a qualsiasi soggetto si trovi nelle stesse condizioni di cui sopra. Ad esempio secondo questa visione colui che detenga azioni su cui sussista un'opzione *call* liberamente esercitabile da parte di un altro soggetto può essere assimilato all'interposta persona. Sul punto si veda Enriques, *Mercato del controllo societario*, 58. Contro tale opinione, v'è chi ritiene che per imputare azioni ordinarie a un soggetto che non ne sia formalmente titolare è necessario ch'esso sia comunque tecnicamente un soggetto interposto, agendo comunque sulla base di un mandato fiduciario. Per questa tesi Bianchi, *Sub art. 105, TUF*, in AA. VV., *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D. lgs 24 febbraio 1998 n. 58*, a cura di Marchetti e Bianchi, Milano, Giuffrè, 1999, 1, 323.

²⁴³ Sentenze rintracciabili in www.consob.it

fondante della ricostruzione della CONSOB l'esistenza di un interesse specifico di entrambi i soggetti nell'accordo, di uno "scambio di favori" tra i due, sebbene nel caso di specie l'interesse del soggetto che si presta all'elusione è estraneo al conseguimento di vantaggi all'interno del rapporto sociale.

Diverso il caso in cui si tratti di detenzione indiretta²⁴⁴, tramite controllata, di una partecipazione oltre soglia dell'emittente.

Causa della possibile sovrapposizione è il fatto che le ipotesi verticali disciplinate all'art. 101-*bis* TUF sono imperniate su legami oggettivi tra i concertisti, senza che l'espressione di una volontà o il fine perseguito dal singolo detentore di partecipazioni abbiano rilevanza (come invece avviene nel caso del patto parasociale o dell'accordo in genere) posto, altresì che si tratta di presunzioni assolute. Proprio perché la presenza di un accordo tra gli azionisti coinvolti non gioca alcun ruolo, tra i casi in questione si rende necessaria una distinzione non agevole dato che si tratta pur sempre di rapporti "statici" o di posizione, a differenza del carattere²⁴⁵ dinamico di un patto parasociale.

Non manca, infatti chi, ragionando *a contrario*, ritiene che la sovrapposizione difficilmente si realizzi rispetto alle ipotesi "verticali" di concerto riguardanti i rapporti di controllo. A tale conclusione giungono mettendo a confronto la disposizione di cui all'art. 105, 2° comma, TUF con quella dell'art. 2359 cc., il quale, nell'individuare la quantità di voti necessari ad una società per avere una posizione di controllo su un'altra, fa riferimento anche ai "voti spettanti a società controllate", oltre alle ipotesi, presenti anche nella disciplina di settore, dei voti spettanti a società fiduciarie e a interposta persona. Ciò porterebbe a ritenere che il legislatore abbia voluto escludere l'ipotesi in cui si detengano azioni per via di società controllate dall'applicazione dello stesso art. 105, in

²⁴⁴ L'ipotesi di detenzione indiretta, tramite controllata presenta connotati molto diversi se confrontata con gli effetti tipici dell'interposizione di persona o dell'intestazione fiduciaria; soprattutto l'intestazione di una partecipazione ad una società fiduciaria "non si configura né attualmente, né organizzativamente come autonomo centro decisionale nella catena del comando societario", A. ZOPPINI- U. TUNDARI, in *Intestazione fiduciaria e nuova disciplina dei gruppi di società*, in *Contr. e Impr.*, 2004, pag. 1112

²⁴⁵ G. GUIZZI- A. TUCCI, *Acquisti di concerto*, in *Le offerte pubbliche di acquisto a cura M. STELLA RICHTER jr*, Torino 2011, pag. 264271

virtù del fatto che ricadono nell'ipotesi del concerto, e dunque disciplinate esclusivamente dall'art. 109²⁴⁶.

Tracciare una linea di demarcazione tra i due istituti non è, dunque, agevole; pur tuttavia è necessario esaminare cosa avvenga nel momento in cui tale sovrapposizione si verifica e, segnatamente, valutare se applicare la disciplina dell'art. 105, comma 2, o quella dell'art. 109. Proprio in ragione della rilevante differenza di conseguenze derivanti, v'è chi sostiene che, nei casi di sovrapposizione tra le due normative, andrebbe applicata quella del concerto, in quanto maggiormente idonea a tutelare gli azionisti di minoranza della società bersaglio.

Sembra ragionevole ritenere che l'elemento dirimente consista nella capacità della controllata - o del socio sindacato - di compiere una scelta autonoma in ordine alla propria partecipazione, in altri termini di avere autonomia decisionale nel compimento delle proprie scelte²⁴⁷, valorizzando l'elemento dell'accordo in un'ottica sostanziale, riguardante ovverosia il concreto rapporto tra i concertisti; a rigore l'interposizione incrocerebbe la disciplina del concerto solo nel caso in cui mancasse l'elemento dell'accordo, essendo rinvenuto sulla sola base della posizione di un soggetto rispetto a un altro. Si verserebbe parimenti nell'ipotesi di interposizione qualora vi sia un controllo di tipo contrattuale da parte di un socio sulle partecipazioni di un altro pur essendo soggetti non legati dai vincoli di cui all'art. 101-*bis* c. 4-*bis* lett. b), c) e d).

In definitiva si qualificherebbe come azione di concerto il caso in cui vi sia una cooperazione "volontaria" tra i soggetti nell'acquisizione della società, mentre si ravviserebbe un'interposizione nel momento in cui vi sia una posizione di dipendenza di uno di essi tale da non potersi riconoscere un'autonoma determinazione nella scelta di acquisto della partecipazione d'intesa con l'altro soggetto. La qual cosa implica che, nel caso di un patto

²⁴⁶ "Alla nozione di *interposta persona* può essere data tale ampiezza fino a ricomprendere tutte le società collegate". In tal senso, ENRIQUES, *Mercato del controllo societario*, pag. 58.

²⁴⁷ Tucci, *Contratti parasociali e trust nel mercato finanziario*, in AA. VV., *I contratti nel mercato finanziario*, a cura di Gabrielli e Lener, in *Trattato dei Contratti*, diretto da Rescigno e Gabrielli, Torino, UTET, 2004, 951.

parasociale finalizzato all'acquisto di azioni, bisognerà verificare l'effettiva esistenza di un vincolo contrattuale che obblighi a ritrasmettere la partecipazione all'interponente o che comunque sottoponga ad esso il dominio sulla partecipazione.

Procedendo in tal senso si dovrebbe giungere alla conclusione che, nel caso di cui all'art. 101-*bis* c. 4-*bis* lett. b), vi sia uno spazio di autodeterminazione della controllata e, pertanto, sia sempre applicabile la disposizione di cui all'art. 105 comma 2. Tale interpretazione, che svuoterebbe di valore la fattispecie di concerto inerente al rapporto di controllo, appare poco condivisibile, diversamente dall'interpretazione che esentando la disciplina dei rapporti tra controllante e controllate dall'art. 105 comma 2, la riconduce nell'alveo della disciplina di "persone che agiscono di concerto"²⁴⁸.

I termini non cambiano in caso di controllo c.d. orizzontale posto che le società "sorelle" nella gestione dei diritti delle partecipazioni uniformeranno i loro comportamenti alla linea di indirizzo determinata dalla comune controllante.

In termini generali, l'interprete dovrà sempre tenere la distinzione tra interpretazione e concerto quando dovrà ricostruire la presenza di un soggetto interposto che operi sulla base di un mandato fiduciario o un gruppo di persone che agiscono di concerto.

Per meglio comprendere il caso, si immagini una situazione in cui un soggetto A abbia acquistato il controllo della società B, la quale a sua volta detiene una partecipazione significativa nella società quotata C.

In base alla disciplina dell'OPA, scatterà:

²⁴⁸ Secondo BRUNETTA, *op. cit.*, pag. 217, non è necessario trovare un fondamento normativo dell'estensione in questione, il quale riposerebbe nel fatto che sussisterebbe un ulteriore patto parasociale tra i pattisti e il soggetto che possiede azioni non immesse nel patto, avente per oggetto l'esercizio del diritto di voto per le azioni fuori patto. Peraltro, in tale caso si potrebbe parlare invece che di un patto tacito, di parallelismo consapevole di comportamenti, non dovendo per forza sussistere il requisito dell'accordo.

1. l'obbligo di offerta indiretta²⁴⁹ in capo ad A se la partecipazione di B in C sia superiore alla soglia del 30% e rappresenti l'*asset* prevalente del patrimonio di B;
2. qualora la partecipazione di B in C fosse inferiore al 30%, il combinato disposto della disciplina del concerto e dell'OPA indiretta potrebbe far sorgere l'obbligo di OPA se:
 - (i) successivamente all'acquisto della partecipazione indiretta A effettua acquisti diretti in C tali da superare congiuntamente alle quote già detenute da B la soglia del 30%;
 - (ii) qualora A detenga già direttamente azioni di C si applica l'art. 45 Reg. Emittenti lì dove prevede l'OPA diretta quando "*l'acquirente venga a detenere, indirettamente o per effetto della somma di partecipazioni dirette e indirette, più del 30% dei titoli*"

3.3 La qualificazione di alcune azioni ricomprese nel concerto

Non sempre nella pratica risulta facile ricorrere ai meccanismi che abbiamo esaminato al fine di ricondurre singoli casi concreti al di fuori di quelli formalizzati, nella previsione dell'interposizione piuttosto che dell'azione di concerto in ragione delle linee di separazione poco nette fra i singoli casi.

Per meglio comprendere quali siano le partecipazioni la cui detenzione impone l'OPA, prendiamo in esame due ipotesi limite

3.3.1 Le azioni non immesse nel patto sociale

Ci si può chiedere cosa avvenga laddove uno o più dei soci sindacati conferiscano nel patto parasociale non l'intera partecipazione da loro detenuta ma solo una parte, lasciando l'altra libera da vincoli.

²⁴⁹ Ai sensi dell'art. 106 comma 3, lett a) TUF e dell'art.45 del Reg. Em., per OPA indiretta si intende il presupposto dell'obbligo di acquisti che non riguardano direttamente l'emittente bensì la società che sia controllante di quest'ultimo

Sul punto la Consob per costante interpretazione sin dal 1999 ha deliberato²⁵⁰ come, ai fini dell'accertamento dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto, non valga il fatto che le azioni siano conferite o meno al patto, dal momento che quest'ultimo rappresenta, nella previsione dell'art. 109 del T.U. solo una delle ipotesi di collegamento fra più soggetti rilevante ai fini dell'obbligo solidale di offerta pubblica di acquisto. Tuttavia, al contempo, ai fini dell'accertamento dei presupposti dell'obbligo, cioè a dire del superamento delle soglie rilevanti, non è possibile prendere esclusivamente in considerazione la quantità di azioni conferite al patto. Invero, rilevano tutte le partecipazioni possedute complessivamente dagli aderenti al patto a prescindere se le stesse siano vincolate o meno allo stesso.

Contestualmente si è stabilito che al fine di verificare se vi sia "una partecipazione complessiva superiore alle percentuali" rilevanti, si devono sommare le partecipazioni vincolate al patto con quelle che non conferite dagli aderenti. D'altro canto, la stessa formulazione della norma si limita a richiedere che i soggetti vincolati dai legami previsti dal legislatore raggiungano una certa soglia complessiva, senza postulare una necessaria coerenza tra il voto per le partecipazioni fuori patto e il voto per le azioni ricomprese nell'accordo.

Considerato che il fine della disciplina del concerto è antielusivo e di protezione delle minoranze, nessuna altra interpretazione rispetto a quella consolidatasi nelle pronunce della Consob appare ammissibile²⁵¹.

²⁵⁰ CONSOB, comunicazione n. DIS/99024712 del 31 marzo 1999, in *www.consob.it*.

²⁵¹ Pare invece non necessario trovare un fondamento normativo dell'estensione in questione, il quale riposerebbe, secondo parte della dottrina (BRUNETTA, *op. cit.*, pag. 217), nel fatto che sussisterebbe un ulteriore patto parasociale tra i pattisti e il soggetto che possiede azioni non immesse nel patto, avente per oggetto l'esercizio del diritto di voto per le azioni fuori patto. Peraltro, più che di un patto tacito si potrebbe parlare, nel caso, di un esempio chiaro di parallelismo consapevole di comportamenti, non dovendo per forza sussistere il requisito dell'accordo.

3.3.2 Le azioni proprie detenute dalla società

Una fattispecie di non facile approccio riguarda le azioni proprie detenute dall'emittente quando controllato da soggetti le cui partecipazioni, sommate alle azioni presenti nel portafoglio dell'emittente stesso, superino il 30%.

Richiamando le previsioni dell'OPA, a lanciare l'offerta dovrebbero essere tanto i soggetti controllanti quanto, in qualità di concertista, l'emittente, che dunque dovrebbe lanciare un'offerta pubblica su stesso. Né sarebbe possibile ricorrere alla nozione di interposizione poiché, come risulta dall'analisi effettuata, la disciplina non si applica al caso in cui tra gli acquirenti azioni vi siano rapporti di controllo. Di tal segno l'iniziale decisione della Consob di ritenere che l'acquisto di azioni proprie dovesse essere preso in esame ai fini del raggiungimento della soglia implicante l'OPA obbligatoria.

Nel tempo, tuttavia, l'iniziale impostazione ha subito una radicale trasformazione che ha condotto ad una restrizione del campo di applicazione delle previsioni in materia di concerto ai casi in cui le società interessate - controllante e controllata - detenessero partecipazioni di una società terza. Per altro verso, tuttavia, non poteva essere ignorato il dispositivo dell'art 2357²⁵² cod. civ e il potenziale conflitto con il limite per l'acquisto di azioni proprie ivi stabilito.

²⁵² La società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato. Possono essere acquistate soltanto azioni interamente liberate.

2. L'acquisto deve essere autorizzato dall'assemblea, la quale ne fissa le modalità, indicando in particolare il numero massimo di azioni da acquistare, la durata, non superiore ai diciotto mesi, per la quale l'autorizzazione è accordata, il corrispettivo minimo ed il corrispettivo massimo.

3. Il valore nominale delle azioni acquistate a norma del primo e secondo comma dalle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio non può eccedere la quinta parte del capitale sociale, tenendosi conto a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate.

4. Le azioni acquistate in violazione dei commi precedenti debbono essere alienate secondo modalità da determinarsi dall'assemblea, entro un anno dal loro acquisto. In mancanza, deve procedersi senza indugio al loro annullamento e alla corrispondente riduzione del capitale. Qualora l'assemblea non provveda, gli amministratori e i sindaci devono chiedere che la riduzione sia disposta dal tribunale secondo il procedimento previsto dall'articolo 2446, secondo comma.

5. Le disposizioni del presente articolo si applicano anche agli acquisti fatti per tramite di società fiduciaria o per interposta persona.

Si ripresentava per tale via, il pericolo di manovre elusive dell'obbligo di OPA: l'acquisto di azioni proprie avrebbe potuto essere funzionale al rafforzamento del controllo da parte di un soggetto che pur volesse mantenersi al di sotto della soglia rilevante, con la conseguenza da un lato di rafforzare il potere relativo di voto dei soci, e, dall'altro di sottrarre al mercato un cospicuo numero di azioni determinando un sostanziale immobilismo delle posizioni di controllo.

Al fine di scongiurare tale rischio, la Consob stabilì che l'acquisto di azioni proprie rilevasse tramite la sottrazione delle azioni in "portafoglio" dalla base di calcolo della percentuale prevista dall'art.106, fermo restando l'obbligo di OPA nel caso in cui l'acquisto di azioni fosse imputabile all'intenzione del socio di rafforzare il proprio controllo disponendo nella specifico che *"l'obbligo sorge in capo a colui che abbia determinato, o concorso in modo significativo a determinare, con la propria volontà ed a proprio vantaggio il mutamento degli equilibri di potere in assemblea oltre le suindicate soglie"*²⁵³

Ulteriore necessaria modifica del Regolamento Emittenti²⁵⁴ è stata resa necessaria dall'adozione della Direttiva *takeover* a seguito della quale la CONSOB ha introdotto l'art. 44-*bis*, volto a regolare il regime delle azioni "private del diritto di voto"²⁵⁵, che al primo comma regola il caso in cui l'acquisto, che determina il superamento della soglia, venga effettuato da uno o più soci, stabilendo l'esclusione delle azioni proprie dal capitale sociale su cui si calcola la partecipazione rilevante ai fini dell'art. 106, dando, pertanto, esclusivo rilievo all'effettivo potere di voto detenuto dai soggetti che controllano la società.

Il comma 2 dell'articolo 44-*bis* fa salvo, ai fini del calcolo della partecipazione rilevante per l'OPA obbligatoria, l'ipotesi di acquisto da parte

²⁵³ Comunicazione CONSOB 1059750/01.

²⁵⁴ CONSOB, delibera n. 17731 del 5 aprile 2011, in www.consob.it

²⁵⁵ L'art. 44-*bis*, così rubricato (in realtà si tratta di sospensione del diritto di voto), fa poi riferimento alla sola fattispecie delle azioni detenute dall'emittente stessa mentre manca ogni riferimento anche ad altri casi di partecipazioni private del diritto di voto, che potrebbero prestarsi ai medesimi intenti elusivi tramite la neutralizzazione di una quota partecipativa.

dell'emittente di azioni proprie, che risultano dunque neutre nei confronti di tutti gli azionisti (di controllo e non, attuali e potenziali) a condizione che la delibera di autorizzazione all'acquisto di azioni proprie sia stata approvata dalla maggioranza degli *independent shareholders*, ovvero della maggioranza dei soci dell'emittente, presenti in assemblea, diversi dal socio o dai soci che detengono la maggioranza (anche relativa) purché superiore al 10 per cento²⁵⁶.

L'Autorità ha così "inteso contemperare le due contrapposte esigenze di evitarne un utilizzo potenzialmente elusivo della disciplina dell'OPA obbligatoria, da una parte, e di consentire alle società di ricorrere al buy-back ove ciò corrisponda all'interesse di tutti gli azionisti, dall'altra.

In tal modo si viene a specificare il requisito di riconducibilità dell'acquisto alla volontà dei soci di maggioranza, riconducibilità esclusa quando la volontà dell'assemblea, al netto di quanto votato dai soci di maggioranza, si sarebbe comunque espressa a favore dell'acquisto: si utilizza, dunque, lo strumento del *whitewash* per cui è necessario, e sufficiente, per escludere che sussista l'obbligo di OPA, il parere favorevole del complesso degli independent shareholders rispetto all'acquisto²⁵⁷. Il procedimento del c.d. "whitewash" è previsto dall'art. 8 comma 2 del Regolamento Parti correlate, ove è stato attribuito all'assemblea la facoltà di approvare l'operazione di maggior rilevanza in caso di parere contrario degli amministratori indipendenti.

²⁵⁶ Una prima formulazione alternativa proposta dalla CONSOB in quest'ambito prevedeva che l'esenzione riguardasse solo il soggetto o il complesso di soggetti che non esercitassero un'influenza dominante nella società, senza riferimento alla maggioranza che avesse approvato l'acquisto. Tale formulazione era stata criticata vista la non sempre facile comprensibilità di chi esercitasse l'influenza dominante, mentre quella poi adottata è stata prediletta per la sua maggiore chiarezza applicativa. Si veda sul punto il primo documento di consultazione CONSOB, in *www.consob.it*. L'attuale formulazione della norma consente di valutare, nell'insorgere dell'obbligo di OPA, non tanto la posizione del soggetto controllante, quanto la ragionevolezza dell'operazione, e quali ne siano i reali motivi, se quelli di elusione dell'OPA o la rispondenza a un'operazione di *buy-back* corrispondente agli effettivi interessi sociali. Residua comunque nella formulazione attuale l'elemento ad essa connesso della necessaria partecipazione di almeno il 10% dei soci sottoponibili all'obbligo.

²⁵⁷ Strettamente collegato a tali fini è il comma terzo della norma, il quale prevede uno specifico obbligo di informazione all'interno dell'ordine del giorno relativo all'assemblea che dovrebbe approvare l'acquisto delle azioni. In esso deve, infatti, essere dettagliatamente illustrata l'efficacia esimente rispetto all'obbligo di OPA garantendo una maggiore consapevolezza dell'assemblea sul "beneficio" che il loro voto favorevole al piano di acquisto attribuirebbe ai soci di maggioranza.

Il suddetto articolo dispone che *“le procedure possono prevedere, ferme le previsioni statutarie richieste dalla legge, che il consiglio di amministrazione possa approvare le operazioni di maggiore rilevanza nonostante l’avviso contrario degli amministratori indipendenti, purché il compimento di tali operazioni sia autorizzato, ai sensi dell’articolo 2364, comma 1, numero 5), del codice civile, dall’assemblea, che delibera conformemente a quanto previsto dall’articolo 11, comma 3”*. A sua volta l’art. 11 comma 3, stabilisce che le procedure *“[...] contengono regole volte ad impedire il compimento dell’operazione qualora la maggioranza dei soci non correlati votanti esprima voto contrario all’operazione. Le procedure possono prevedere che il compimento dell’operazione sia impedito solo qualora i soci non correlati presenti in assemblea rappresentino almeno una determinata quota del capitale sociale con diritto di voto, comunque non superiore al dieci per cento”*.

Pertanto, il consiglio ha due alternative nel caso in cui il parere degli indipendenti sia negativo: o fermare l’operazione ed eventualmente effettuare le opportune modifiche per sottoporre nuovamente il parere agli amministratori indipendenti; oppure convocare l’assemblea per l’approvazione dell’operazione rischiando di vedere rigettata l’operazione da parte dei soci non correlati. Occorre evidenziare, inoltre, che il sistema di *whitewash* è previsto per l’ipotesi in cui l’operazione di maggior rilevanza sia stata già approvata dal consiglio di amministrazione ma in presenza di un parere contrario degli amministratori o consiglieri indipendenti²⁵⁸.

Guardando al complesso del comma secondo e del comma terzo, appare evidente un rafforzamento dei requisiti per escludere l’obbligo di OPA. Esclusione che deve a questo punto essere necessariamente ricollegata alla realizzazione, tramite l’acquisto, di un effettivo interesse della società, come tale presentato nell’ordine del giorno e riconosciuto dagli altri azionisti, che hanno una sorta di potere di scegliere se imporre l’OPA o meno. Questa è una

²⁵⁸ P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2011, fasc. 3 pt. 1 p. 332 – 333.

delle critiche principali mosse all'uso del meccanismo del *whitewash*, in tali contesti analogamente a quanto avveniva con riguardo alle previsioni citate sulle esenzioni dall'obbligo di OPA. Si richiamava al riguardo il fatto che le esenzioni dell'obbligo di OPA sono connesse alla tutela di una più ampia platea di interessi che non quella dei soli soci²⁵⁹.

Infine, il quarto comma prevede delle eccezioni, per cui non si escludono dal capitale sociale le operazioni effettuate: “a) per la conservazione e disposizione dei titoli per l'impiego come corrispettivo in operazioni straordinarie, anche di scambio di partecipazioni, già deliberate; b) per l'adempimento delle obbligazioni derivanti da piani di compenso approvati ai sensi dell'articolo 114-bis del Testo unico”. Si tratta in entrambi i casi di operazioni precedentemente approvate dall'assemblea e con delle peculiarità tali da non farne ritenere possibile l'intento elusivo: il fine ultimo è quello di evitare che tali operazioni “al di sopra di ogni sospetto” non vengano effettuate per timore di imporre l'OPA al soggetto controllante la società.

3.3.3 *Il concerto “grosso”*

Un problema rilevante, inerente al funzionamento del concerto, è stato, sin dalla disciplina del 1998, quello del riconoscimento o meno del c.d. “concerto grosso”²⁶⁰ termine con cui tradizionalmente ci si riferisce alla regola che impone di cumulare le presunzioni assolute di concerto prendendo in considerazione i legami di cui alla lettera a) -d) dell'art. 101-bis, comma 4-bis, non solo isolatamente ma anche congiuntamente.

²⁵⁹ Tale considerazione non è estensibile a questo caso, in cui il fatto che vi sia il consenso degli altri soci è volto a dimostrare il fatto che l'operazione compiuta è finalizzata non alla stabilizzazione del controllo e alla riduzione della contendibilità della società, ma a altri scopi rispondenti agli interessi della società stessa e non del gruppo di comando. Meno eludibile resta la considerazione che la disciplina così strutturata si presta al rischio di *free riding* da parte degli azionisti di minoranza. Infatti potrebbe darsi il caso che essi, interessati al lancio dell'OPA, votino contro una delibera pur rispondente agli effettivi interessi della società allo scopo di causare l'imposizione dell'OPA. È un rischio che, almeno in parte, potrà comunque essere evitato dalle eccezioni di cui al quarto comma. A. PRINCIPATO, *L'OPA di concerto: disciplina, problemi applicativi, prospettive evolutive*, Università degli studi di Pisa, 2013. pag 84

²⁶⁰ Il termine fu usato per la prima volta da P. FERRO-LUZZI in *Il concerto grosso, variazioni sul tema dell'o.p.a.*, in *Giur. Comm.* 2002 pag. 655 ss.

Per comprendere il calibro della situazione basti pensare al caso in cui la A possieda il 20% delle azioni, la società B, sua controllata, l'8%, tra loro presuntivamente concertiste rispetto alla società emittente Y, unitamente agli amministratori della società B che possiedono il 5%. La regola infatti consente di cumulare le due linee di concerto, quella tra un soggetto, il suo controllante e le società da esso controllate unitamente ad una società ed i suoi amministratori. Ma può anche darsi il caso di due società partecipanti ad un patto parasociale ex art. 122 commi 1 o 5, lett. a) -d), TUF (*infra più avanti*) aventi ad oggetto azioni di un emittente le quali, cumulate con quelle delle due società amministrate, condurrebbero al superamento del 30%.

Evidentemente, laddove si cumulassero tali differenti linee di concerto si addiverrebbe a un risultato, il lancio dell'OPA, che invece non sarebbe raggiungibile nel caso queste venissero isolate. Potrebbe, dunque, sorgere il problema di cumulare il "concerto" in capo agli amministratori²⁶¹ di ciascuno di esse, ma anche nei confronti di società controllate dalle stesse nonché nei confronti di società controllate da soggetti che siedono negli organi di amministrazione o controllo.

Vigente la disciplina del 1998, la cumulabilità dei presupposti dell'obbligo di OPA ex art. 109 TUF poteva produrre il risultato positivo di evitare l'elusione della disciplina dell'OPA, ma al contempo rischiava di avere l'effetto controproducente di ampliare a dismisura le ipotesi di concerto, finendo per ricomprendere anche soggetti estranei al concerto.

D'altronde, la tassatività delle previsioni di cui al TUF non consentiva una interpretazione favorevole all'aggregazione delle linee di concerto a fronte della mancanza di un legame oggettivo tra i presunti concertisti²⁶², specie laddove l'eventuale collaborazione passasse non attraverso rapporti di controllo, per cui poteva giustificarsi l'aggregazione riferendola al gruppo, ma attraverso la stipulazione di un patto parasociale o per via dei rapporti con gli amministratori della società.

²⁶¹ Si tratta dei componenti dei comitati di gestione, di sorveglianza o dei direttori generali.

²⁶² GIUDICI, *L'acquisto di concerto*, pag.518; ROMAGNOLI, *Diritti dell'investitore e dell'azionista nell'OPA obbligatoria*, Padova, CEDAM, 2005, pag. 184.

Fuori da un improbabile ricorso alla figura di persona interposta²⁶³, (ad es. configurabile nel caso in cui la società controllata dall'amministratore fosse un mero "schermo" finalizzato ad evitare l'aggregazione tra le partecipazioni dell'amministratore e quelle della società amministrata), il concerto pareva difficilmente ravvisabile, in base a un'interpretazione letterale della fattispecie in questione, non convincendo l'opposta lettura di chi sosteneva²⁶⁴ la possibilità di un'interpretazione estensiva delle norme dell'art. 109, dando scarso peso al carattere eccezionale di tale previsione, eccezionalità per sua natura ineludibile²⁶⁵. Nonostante i dubbi, la Consob, comprensibilmente con finalità antielusive finiva con l'accreditare una sovra-interpretazione dell'art. 109, TUF, ammettendo la possibilità del cumulo²⁷⁷ con il riconoscere la somma tra una linea verticale di concerto, derivante da un rapporto di controllo, e una linea orizzontale, derivante da un patto parasociale consentendo, dunque, che il legame di concerto transitasse da una posizione all'altra²⁶⁶.

Con la direttiva *takeover* la materia ha trovato compiuta e specifica disciplina all'art. 109, comma 3, in base al quale ai fini dell'applicazione del comma 1, le fattispecie di cui all'art. 101-bis, comma 4-bis, assumono rilievo anche congiuntamente. L'obbligo di offerta vedrebbe, dunque, potenzialmente coinvolta una platea allargata di concertisti con la conseguenza che la partecipazione del gruppo andrà valutata sulla base della somma dei titoli detenuti da ognuno dovendosi successivamente verificare se siano stati effettuati acquisti rilevanti senza tuttavia dimenticare che le singole presunzioni di concerto assumono rilievo "*limitatamente ai soggetti che detengono partecipazioni*". La stessa Consob ha affermato che "*il*

²⁶³ FERRO LUZZI, *op. cit.*, 665.

²⁶⁴ ENRIQUES, *Mercato del controllo societario*, 126.

²⁶⁵ Allo stesso modo un'altra interpretazione ammetteva il cumulo sostenendo che il riferimento a "una società, i suoi amministratori e direttori generali" ricomprendesse, all'interno di tale nozione, tutte le società che potevano essere coinvolte nel concerto ai sensi delle disposizioni precedenti. Interpretazione che pare però forzare il dato letterale dell'art. 109 originario. WEIGMANN, *Commento all'art. 109*, in AA. VV., *Testo unico della finanza - Commentario*, a cura di CAMPOBASSO, Torino, UTET, 2002, 934.

²⁶⁶ Consob, comunicazione n. DEM/2010342 del 14 febbraio 2002 e n. DEM/3077483 del 28 novembre 2003, in *www.consob.it*. La base delle decisioni dell'Autorità sta nel fatto che proprio in virtù del rapporto di controllo la posizione della controllante e della controllata andava considerata unitariamente.

legislatore...omissis...ha espressamente disciplinato il cd. “concerto grosso”, ossia l’ipotesi prevista dall’art. 109, comma 3, del novellato TUF che consente l’applicazione cumulativa di più fattispecie di concerto, limitatamente ai soggetti che detengono partecipazioni nella target”²⁶⁷. Con il che si ammette la possibilità del cumulo tra più linee, ma per i soli soggetti, tra quelli coinvolti, che detengono partecipazioni.

La formulazione adottata dal legislatore lascia zone d’ombra che hanno dato luogo a diverse interpretazioni che tengono diversamente da conto le molteplici ramificazioni delle linee di concerto che possono venire a crearsi.

Secondo alcuni autori dal tenore letterale sembra che il soggetto che non detenga partecipazioni sia escluso dall’obbligo il quale però continua a coinvolgere le linee congiunte per suo tramite²⁶⁸; non manca al contempo chi ritiene che il cumulo tra varie linee di concerto possa avvenire solo a condizione che l’anello di congiunzione sia rappresentato da un soggetto a sua volta detentore di partecipazioni cumulabili

In base a tale interpretazione, il cumulo delle presunzioni per il concerto sarebbe ammesso dall’art. 109, comma 3, TUF se ciascun concertista detiene una partecipazione anche minima della società quotata²⁶⁹.

Tale è stato l’orientamento giurisprudenziale scaturito dalla contesa per il controllo di Impregilo²⁷⁰- che a mente di chi scrive sembra costituire l’unica

²⁶⁷ Consob, *Documento di consultazione, Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della regolamentazione in materia di Offerte pubbliche di acquisto e scambio, Allegato 6, Azione di concerto*, 2010.

²⁶⁸ BRUNETTA, *op. cit.*, pag.225 ss., ritiene che si possano ritenere obbligati all’OPA di norma tutti i soggetti coinvolti nel concerto, a prescindere dal fatto che detengano partecipazioni, e dunque sembra dare una lettura letterale della norma in questione, che avrebbe funzione di fare da eccezione alla generalità dell’obbligo. Ciò consente di sgombrare il campo dal possibile dubbio che cadano impigliati nella rete del concerto anche soggetti che non detengono partecipazioni. Ciò si baserebbe su una lettura certo ardita, ma non irragionevole, del combinato disposto degli art. 101-bis e 109. E infatti l’art. 101-bis nel fare riferimento al requisito della cooperazione con determinati fini tralascia qualsivoglia riferimento al possesso di azioni.

²⁶⁹ Secondo G. GUIZZI- A. TUCCI, *Acquisti di concerto*, in *Le offerte pubbliche di acquisto* a cura DI M. STELLA RICHTER jr, Torino, 2011 pag 269 il concerto grosso non opera come presunzione (come invece a livello di singola linea di concerto)dovendosi sempre provare la cooperazione tra soggetti ai fini della considerazione unitaria delle linee ex art 109, comma 3, TUF.

²⁷⁰ Alla fine del 2011 la Soc. Igli (gruppo Gavio) titolare del 29,9% della società e Salini, entrato gradualmente nel capitale di Impregilo fino a detenere il 29,3% del capitale attraverso

pronuncia in materia. Con l'ordinanza 48963 del luglio 2012, emessa in sede cautelare dal Tribunale di Milano, si riteneva fondata la richiesta di Salini di inibire ad Igli, ad altri tre soci della stessa e ad amministratori di società assoggettate a comune controllo, l'esercizio del diritto di voto in assemblea. A supporto della richiesta Salini asseriva che Igli e i soci non avessero adempiuto all'obbligo di OPA ex art. 109, comma 3 TUF, incorrendo così nella sterilizzazione del diritto di voto di cui all'art. 110, comma 1 TUF. Nel suo ragionamento il Tribunale di Milano muove dall'affermazione che *“negli art. 106 e 108 TUF, pare che gli obblighi di acquisto siano già posti a carico di soggetti che detengono partecipazioni”* per dedurre che *“non si vede perché mai l'inciso in commento debba intendersi necessario per limitare l'obbligo di lancio dell'OPA solo in caso di concerto grosso, e non anche in caso di concerto presunto secondo le singole fattispecie fissate dal 4-bis dell'art 101-bis, lett. a)-d), solo i soggetti che detengono partecipazioni sono tenuti a promuovere l'obbligo di offerta”*.

Tale interpretazione che presenta il vantaggio di accorciare *“la catena del concerto, poiché ne determina l'interruzione non appena, in corrispondenza di un anello di congiunzione, non risultino detenute azioni dell'emittente”*²⁷¹, darebbe, però, vita a conclusioni che rischiano di condurre ad un'applicazione troppo ampia della normativa (ad es. coinvolgendo anche l'amministratore che non abbia partecipazioni, o tutte le società di un gruppo), e non tiene conto del fatto che il comma 1 dell'art. 109 continua a richiedere che i soggetti che agiscono di concerto *“vengano a detenere”* partecipazioni che attingono una determinata soglia, requisito che sembra doversi tuttora riferire alla generalità dei concertisti. La cooperazione dunque rileva solo tra i soggetti che detengano partecipazioni, mentre coloro che cooperino senza tale detenzione potrebbero astrattamente venire in rilievo per ulteriori previsioni

rastrellamenti di azioni sul mercato, si fronteggiarono per acquisire il controllo della società. La vicenda fu segnata da una sequela di esposti e denunce all'AGO, concludendosi con il rovesciamento della maggioranza in assemblea grazie all'appoggio di alcuni fondi favorevoli al progetto di Salini. Nel marzo del 2013 Salini lanciava un'OPA totalitaria sulle azioni di Impregilo.

²⁷¹ C. MOSCA, *op.cit.*, pag. 182 ss.

normative che coinvolgano i soggetti che agiscano di concerto, ma non per l'art. 109.

Più fondata appare l'interpretazione che fa soggiacere concertisti e soggetti tenuti all'obbligo di offerta su due distinti piani: le persone che agiscono di concerto vengono individuate in base al cumulo delle presunzioni assolute, qualora, invece, si superasse la soglia rilevante l'obbligo di lanciare l'OPA graverà limitatamente ai soggetti che detengono partecipazioni.

Tornando al nostro esempio se si adottasse la prima interpretazione nel caso di A controllante di B, gli amministratori di B sarebbero considerati concertisti insieme ad A ed ai suoi amministratori solo nel caso in cui B, che sarebbe l'anello di congiunzione della catena, fosse titolare di almeno un'azione di Y.

Prediligendo, invece, la seconda interpretazione se B non detiene azioni in Y, saranno obbligati in solido A e i suoi amministratori, riconducibili ad una sola linea di concerto, unitamente agli amministratori di B in ragione del concerto grosso mentre non risulterebbe obbligata la controllata B²⁷².

La complessità delle ipotesi in questione e il ginepraio di possibili declinazioni delle connessioni tra partecipanti allo scopo di ricostruire il concerto richiederebbe un intervento della CONSOB in sede di Regolamento Emittenti, che onde evitare di perdere di vista quel nucleo cooperativo che costituisce *ratio* della norma in questione, chiarisca definitivamente la portata e il perimetro di applicazione fissando, ad esempio, le ipotesi di cumulo interno al gruppo, con conseguente bilanciamento tra il rispetto dell'art. 109, 3° comma, TUF e la tutela di concertisti che potrebbero essere del tutto ignari dell'esistenza delle stesse linee di concerto²⁷³.

In assenza dell'auspicato chiarimento non bisogna, tuttavia, sottacere che l'esistenza della norma sul "concerto grosso" e il prospetto delle possibili situazioni che possono venire a crearsi in base alla statuizione dell'art. 109, comma 4, TUF permette agli azionisti di valutare ex ante le conseguenze dei

²⁷² Gli esempi sono tratti da C. MOSCA, op. cit.

²⁷³ L'unico strumento a disposizione consiste, al momento, nel fatto che i potenziali concertisti per cumulo predispongano delle apposite clausole contrattuali, volte o a sciogliere il cumulo, o ad addossare l'onere del concerto ai soli soggetti direttamente responsabili.

loro comportamenti e i rischi che derivano da un comportamento concertato che porti al superamento delle soglie e al conseguente obbligo di offerta.

3.4 ***Patti parasociali, una fattispecie dai confini labili.***

L'inserimento della clausola generale sul concerto, come detto, presuppone comunque l'esistenza di un accordo. Se le presunzioni assolute sono tali e prescindono dall'esistenza dell'accordo, mentre le presunzioni relative vedono un onere della prova ribaltato, si può ritenere che al di là di tale ambito, vi sia uno spazio di totale libertà per l'Autorità, di imporre l'OPA ai concertisti, a condizione di riconoscere appunto l'esistenza di una cooperazione mediata dall'accordo e degli altri requisiti di natura finalistica dell'art. 101-bis TUF.

Allo scopo di comprendere quale spazio possa darsi alla nozione di accordo, va innanzitutto fatta una premessa sulla natura dei patti parasociali, segnatamente quelli richiamati all'art. 122 TUF.

Da ben più di cinquant'anni i patti parasociali hanno costituito uno strumento di controllo del sistema delle grandi imprese in Italia e hanno finito per costituire il paradigma del comportamento di concerto tra azionisti di una società se non addirittura l'oggetto di una associazione ideologica con il "concerto". Dell'idea intuitiva, e in principio corretta, di "concerto" essi condividono le caratteristiche essenziali, che si manifestano nella ricerca di un'intesa, nella formulazione di un accordo e nel coordinamento verso uno scopo condiviso. In fondo, i patti parasociali evocano, quasi istintivamente, l'idea di "concertazione", che ad essi è naturalmente connaturata non solo con riguardo ai comportamenti delle parti dopo l'avvenuta stipulazione del contratto, bensì anche nel periodo precedente.²⁷⁴ Nondimeno il primo e semplice motivo del postulato della automatica ed inevitabile coincidenza tra patto parasociale e concerto risiede nel diffuso utilizzo da parte della cronaca finanziaria del riferimento ai "concertisti" per indicare gli aderenti agli accordi

²⁷⁴ C. MOSCA, *Comportamenti di concerto e patti parasociali*, 2011

di questa natura. Va detto, infatti, che nelle scalate o nei tentativi di scalata su società italiane – che, seppur non numerose, hanno sempre suscitato ampia risonanza giornalistica – il tema dei partecipanti a patti parasociali, fossero essi palesi o presunti, ha occupato gran parte del dibattito.

Il tema è certamente «di taglio», in quanto i patti parasociali si caratterizzano per un forte grado di ambiguità²⁷⁵, collocandosi al confine tra le norme del diritto dei contratti e quelle di diritto societario. Le problematiche che afferiscono ad essi sono essenzialmente di due ordini e si legano alla dimensione “sfuggente”: da un lato nascono difficoltà dovute alla distinzione tra le categorie del parasociale e del sociale, distinzione che sospingerebbe il primo sotto le regole del diritto generale delle obbligazioni; dall’altro lato il collegamento con il contratto sociale, e la conseguente incidenza su di esso, conduce a fare i conti con il diritto delle società.

Su tali patti sono stati scritti decine di volumi ed articoli in prestigiose riviste giuridiche; gli studi si sono concentrati per diversi decenni attorno al problema della loro validità. In assenza di norme generali che disciplinassero questo fenomeno, che peraltro veniva a diffondersi in maniera crescente nella realtà delle imprese societarie italiane, una funzione di regolamentazione era svolta dalle diverse leggi speciali che si susseguivano nel corso degli anni, le quali, tuttavia, lungi dall’adottare un approccio sistematico si limitavano a dettare disposizioni di carattere settoriale, strettamente funzionali alla materia che le stesse normative specifiche avevano ad oggetto.

Di fatto le leggi italiane e le direttive europee, unitamente ad una giurisprudenza contraddittoria e sempre incerta, li hanno tollerati, fino a consacrarli strumenti per “stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società (art. 2341 bis del Codice Civile).” *“Partiti inizialmente come patti di onore, sono arrivati a svalutare completamente gli istituti tradizionali societari e la loro validità; il principio “un’azione un voto” è completamente saltato, e con lui il rito assembleare, poiché le decisioni di maggioranza reali o fittizie vengono prese altrove e il mito della trasparenza societaria, nonostante*

²⁷⁵ C.f.r. nt. 230

giurisprudenza e organi di controllo, non si applica all'interno, di quelle decisioni che rimangono opache."²⁷⁶

Malgrado i recenti interventi legislativi, che non contengono né una definizione generale di patti parasociale né regolano i diritti e gli obblighi reciproci delle parti, gli accordi in esame devono ancora essere considerati contratti. Dottrina e giurisprudenza non sono però state sempre pacifiche sull'argomento, proponendo definizioni diverse che hanno favorito il delinearsi di un quadro poco uniforme e dai confini evanescenti²⁷⁷. Da Tullio Ascarelli, che già nel 1931 di fronte a questi nuovi istituti che stavano nascendo sostenne che *"interprete e legislatore, né possono essere indifferenti, né possono seguire il facile partito della condanna assoluta. Interprete e legislatore, devono, ciascuno nel proprio ambito, inquadrare via via i nuovi fenomeni in un sistema che riesce così perennemente rinnovato. Ed è certo preferibile, che i nuovi istituti siano riconosciuti e disciplinati nell'ambito della Legge, che non che essi, ufficialmente condannati, seguitino tuttavia ad essere usati nella pratica, nell'anarchia della mancanza d'ogni disciplina e 48 d'ogni controllo. Che è la necessaria conseguenza del loro misconoscimento"*²⁷⁸ passando per Campobasso che li definisce come *"quegli accordi con i quali i soci regolano, al di fuori dell'atto costitutivo, il loro comportamento nella società e verso la società"*²⁷⁹, a lungo la dottrina si è interrogata sulla natura dei patti parasociali di cui veniva riconosciuta la validità. Al contempo la giurisprudenza si preoccupava di garantirne la trasparenza e l'inquadramento normativo in

²⁷⁶ Così G. ROSSI, *Una rivoluzione contr il declino del capitalismo italiano*, 23 giugno 2013 in st.ilsole24ore.com

²⁷⁷ In una lettura risalente i patti parasociali venivano annoverati tra i c.d. *gentlemen's agreement*. Il tema della natura contrattuale dei patti parasociali è stato oggetto di numerosi scritti, *ex multis*: G. GRIPPO-C. BOLOGNESI, *L'assemblea nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, 16***, diretto da P. Rescigno, Impresa e lavoro, Torino, 2011, 106; R. LENER-A. TUCCI, *Società per azioni, L'assemblea*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da R. Costi, Torino, 2012, pag. 173 e ss.; V. CHIONNA, *La pubblicità dei patti parasociali*, Milano, 2008, pagg. 9 e 14; B. LIBONATI, *Sindacato di voto e gestione d'impresa* in Riv. Dir. Comm, 1991, I, pagg. 1 e 8.

²⁷⁸ Citazione ripresa da C. FOIS, *Sindacati di voto e corporate governance: un problema tra ordinamento e sistema della società per azioni*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole, Scritti giuridici per Guido Rossi*, Giuffrè, Milano, 2002, t I, p 235.

²⁷⁹ G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale 2*, Torino, 1995.

apposite fattispecie sottolineandone la necessità di un esame da condurre caso per caso.

Con il T.U.F si è provveduto a disciplinare l'istituto in maniera esaustiva attraverso la sistematizzazione delle poche regole precedentemente esistenti con l'ulteriore introduzione nell'ordinamento delle due tipologie di sindacato più utilizzate per ottenere il controllo, o una quota sostenuta di esso, e cioè a dire i sindacati di blocco e i sindacati di voto.

3.4.1 Mutazioni oggettive e soggettive

Il tema delle conseguenze che derivano da variazioni negli equilibri nella struttura di un patto parasociale è stato fin dal 1998 un punto centrale della disciplina del “concerto” nei confronti del quale sia la dottrina che la giurisprudenza hanno mantenuto una interpretazione pressoché costante.

Premesso che per modifiche interne al patto si intendono eventuali cessioni di azioni da parte di uno degli aderenti e la contestuale sostituzione dell'acquirente nella partecipante al patto. La questione sorge nel caso in cui i componenti del patto detengano un monte azioni superiore alla soglia del 30%. Nel ricordare, che comunque eventuali mutamenti della composizione o delle regole del patto non avranno nessuna rilevanza laddove esse non siano connesse ad acquisti effettuati contestualmente o nei dodici mesi precedenti, occorre vedere cosa avviene nel momento in cui si producano mutamenti inerenti la titolarità delle partecipazioni dei pattisti (per cui ad esempio la quota di uno dei pattisti si è considerevolmente accresciuta a scapito degli altri), o si verifichi l'ingresso di un nuovo soggetto nel patto o, ancora, che vengano modificate le regole di funzionamento dello stesso, *senza che un singolo soggetto superi comunque il 30%*.

Nessun dubbio, infatti, si pone qualora all'interno di un sindacato già superante il 30%, uno dei partecipanti venga individualmente a superare tale soglia, dato che in tale ipotesi sarebbe autonomamente obbligato all'offerta

pubblica²⁸⁰. Analogo discorso vale per il caso in cui il superamento fosse imputabile ad un sottoinsieme di partecipanti.

La situazione si presenta, invece, come problematica quando il cambiamento si sostanzia nel superamento complessivo della soglia. Per meglio comprendere immaginiamo un accordo che rappresenti il 36% del capitale sociale suddiviso tra tre soci che detengono rispettivamente A il 18%, B il 14% e C il 4%. E' evidente che il superamento complessivo della soglia e la concentrazione proprietaria rendono la società poco contendibile. Ciò nondimeno il punto focale è un altro, vale a dire se le modifiche interne al patto che costituiscono l' "evento scatenante" (*trigger event*) dell'obbligo di OPA, siano a carico di tutti gli aderenti al patto quali responsabili in solido.

Se è vero, infatti, che, ai fini degli obblighi OPA, non rileva qualsiasi cambiamento degli assetti proprietari, ma solo quel cambiamento che si sostanzia nel superamento della soglia²⁸¹, è altrettanto vero che esonerare dalla disciplina qualsiasi mutamento consentirebbe ai contraenti di sfruttare la preesistenza di un patto per stravolgere l'assetto proprietario della società eludendo contestualmente le prescrizioni contenute nel TUF.

Tra due ipotesi estreme – imporre l'OPA in ogni caso indipendentemente dall'offerente A, B o C cui si subentra o al contrario considerare assolutamente irrilevante le variazioni interne a parità del monte azioni complessivo - la Consob ha scelto una terza via, graniticamente confermata nel tempo che, coerentemente con la ratio dell'intera disciplina sull'OPA obbligatoria, cerca di contemperare le tutele che sottendono alla normativa - e quindi a garantire l'*exit* agli azionisti di minoranza in presenza di un mutamento rilevante del controllo²⁸²- con la volontà di non ostacolare la conclusione dei patti parasociali.

²⁸⁰ In tal senso anche la Comunicazione CONSOB n. DEM/61943 del 9 agosto 2000, in www.consob.it. Diversamente sarebbe facile eludere l'obbligo di OPA, essendo sufficiente per un soggetto entrare a far parte di un patto parasociale e poi, a distanza di 12 mesi, procedere all'acquisto, per evitare di ricadere nella disciplina. Sul punto BRUNETTA, *op. cit.*, 221.

²⁸¹ BIANCHI, *Sub art. 109*, pag. 447.

²⁸² Il mutamento del controllo che si previene è comunque un mutamento improvviso e repentino, dato che se i mutamenti di poca rilevanza non impongono l'OPA, questo implica che si potrà avere uno slittamento nel lungo periodo laddove essi, passo dopo passo, vengano

Della prima interpretazione non se ne comprenderebbe l'utilità ai fini della tutela delle minoranze considerato che in fondo la sostituzione di uno degli azionisti non muta né la partecipazione complessiva né la struttura degli assetti proprietari. Quanto all'opposta interpretazione si sarebbe potuto creare il caso di utilizzare il contratto tra soci come schermo indipendente dall'identità dei soci fino al paradosso di sostituire anche tutti i partecipanti al patto favorendo, in tal modo, l'elusione della norma.

Stante tali considerazioni, nelle sue pronunce la CONSOB ha affermato ripetutamente²⁸³ che quello che rileva è, sulla base di una valutazione concreta caso per caso, l'importanza "quantitativa" del mutamento. Se per la sua irrilevanza la variazione non ha effetti sugli assetti di controllo della società non vi è motivo di arrivare alle estreme conseguenze dell'OPA. Se il mutamento, dovuto a trasferimenti interni delle partecipazioni detenute dai pattisti, è invece significativo al punto tale da cambiare la natura del patto, scatterà l'obbligo di lanciare l'OPA. Lo stesso deve dirsi di mutamenti significativi degli equilibri all'interno del patto²⁸⁴.

In particolare la Consob ha ritenuto che una variazione dell'identità dei contraenti (sostituzione soggettiva) o nelle partecipazioni di ciascuno a seguito di scambi interni, imponga l'obbligo di offerta "*qualora i mutamenti determinino una vera e propria novazione, o comunque implicino una significativa modificazione delle regole di funzionamento del patto o degli assetti di potere esistenti al suo interno*". Sarà, dunque, il mutamento di colui o coloro che detengono il controllo a costituire il discrimine tra la sussistenza o meno dell'obbligo di lancio dell'OPA. Dunque, potranno assumere rilevanza quelle modifiche che, pur non incidendo direttamente sulla titolarità del

comunque a concretizzare un mutamento rilevante, senza che si tutelino rispetto ad esso i soci di minoranza. GIUDICI, *op. cit.*, pag. 510

²⁸³ CONSOB, comunicazioni n. DIS/99024712 del 31 marzo 1999 e soprattutto n. DIS/99061705 del 13 agosto 1999, poi confermate dalle comunicazioni n. DEM/2042919 del 14 giugno 2002, n. DEM/7096246 del 26 ottobre 2007, n. DEM/7103030 del 20 novembre 2007 n. DEM/8085779 del 17 settembre 2008, n. DEM/9023135 del 16 marzo 2009, n. DEM/10064646 del 22 luglio 2010 e da ultimo n. DCG/13018732 del 6 marzo 2013, tutte rintracciabili in www.consob.it.

²⁸⁴ In entrambi i casi, si ha peraltro il non secondario effetto di scoraggiare la perpetuazione di patti parasociali nel momento in cui vi avvengano mutamenti di rilievo nella struttura della compagine sociale

controllo, mutano in maniera rilevante (sempre nella prospettiva della tutela degli azionisti minoritari) *i modi* attraverso cui lo stesso si esercita²⁸⁵.

Non è da escludere, infatti, che nel momento in cui interviene un nuovo acquirente i partecipanti rivedano l'accordo modificandone anche le clausole essenziali (*infra nota 321*) e, peraltro, il principio delle variazioni soggettive considera che la trasformazione del patto implica la formazione di un contratto essenzialmente diverso quando il mutamento di un socio o di un gruppo di soci "sia in grado di esercitare una preminenza all'interno del patto o di disporre di uno stabile potere di veto sulle decisioni comuni"²⁸⁶. Non bisogna tra l'altro dimenticare che anche l'acquisto da parte di più di un soggetto di una *posizione differenziata* rispetto agli altri contraenti, tale da differenziare le decisioni del patto stesso, impone di ricorrere all'OPA²⁸⁷.

Per contro, variazioni minime, che non incidono sulla natura del patto, non obbligherebbero a lancio dell'OPA a meno che la posizione di colui che entra nel patto non diventi determinante nelle decisioni interne.

Parte della dottrina non concorda con tale interpretazione²⁸⁸ della CONSOB, ritenendo che la stessa, con grande discrezionalità in materia,

²⁸⁵ La CONSOB infatti afferma che si devono monitorare attentamente "la portata e gli effetti delle variazioni in questione, che certamente farebbero sorgere l'obbligo di offerta ove, ad esempio, risultassero sostanzialmente modificati l'oggetto del patto, le sue scadenze temporali o le regole in base alle quali, al suo interno, la volontà dei singoli aderenti concorre a determinare le decisioni comuni; oppure qualora l'ingresso di nuovi aderenti o l'uscita di membri originari conducesse al mutamento del socio (o dell'eventuale gruppo di soci tra loro legati da ulteriori accordi) in grado di esercitare una stabile preminenza all'interno del patto o di disporre di uno stabile potere di veto sulle decisioni comuni."

²⁸⁶ Consob comunicazione DIS/99061705, 1999.

²⁸⁷ Anche in Francia si è sviluppato il principio di *prédominance* tra i concertisti *su CUI J.P. MARTEL- A. MAMARRAUD DES GROTTES, Les offres publiques obligatoires et les offres publiques volontaires*, Paris, 2009, pag 327

²⁸⁸ In tema di modifiche infrapatto la dottrina non concorda all'unanimità ed il meccanismo non è stato esente da critiche. Nell'estate del 2001, in occasione dell'acquisizione della partecipazione di controllo di Telecom Italia da parte di Pirelli, più precisamente di Olimpia, controllata al 60% da Pirelli e al 40% dalla holding della famiglia Benetton acquistò una partecipazione in Olivetti che controllava di diritto Telecom Italia, il passaggio del controllo avvenne senza OPA, e quindi senza che venissero coinvolti gli azionisti di minoranza, dal momento che Olimpia aveva ottenuto il controllo indiretto acquistando una partecipazione del 23& di Olivetti controllante della società target. La mancata applicazione della disciplina OPA, a causa della quale gli azionisti di minoranza avevano dovuto subire un cambio del controllo, fu oggetto di biasimo da varie parti.

Tra gli autori critici nei confronti dell'autorità di vigilanza P. MONTALENTI, *OPA: la nuova disciplina*, in *Banca Borsa*, 1999, I, pag. 153-158; L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2012, pag.112; A. TUCCI, *Patti parasociali e*

finisca per subordinare l'imposizione di un obbligo di rilevantissima proporzione a una valutazione dagli esiti incerti: in tal modo l'interprete verrebbe ad esentare ogni mutamento graduale del patto²⁸⁹ e ad assoggettare all'obbligo di OPA ogni mutamento più radicale, soluzione, questa, che mal si sposa con la previsione del superamento della soglia come fonte esclusiva dell'obbligo.

La prassi di evitare repentini cambiamenti negli assetti di controllo, tollerando cambiamenti gradualmente nel corso del tempo, non è tuttavia impostazione nuova nel nostro ordinamento considerato che anche l'art. 43 del Regolamento Emittenti²⁹⁰ prevede la possibilità di consolidare la partecipazione per coloro che abbiano già conseguito il controllo a condizione che l'incremento si mantenga nei limiti del 5% in un periodo di 12 mesi. L'applicazione analogica del principio è giustificata dal fatto che si tratta a ben vedere di situazioni simili in cui vi sono dei soggetti che detengono già il controllo, rispetto ai quali muta la partecipazione. Ma anche la finalità della norma conduce a tale conclusione posto che, in un contesto del genere, non è tanto la contendibilità della società che va tutelata (ormai compromessa dalla precedente esistenza di un controllante), quanto la possibilità di *exit* degli azionisti di minoranza, rispetto a cui una consistente differenza può essere rappresentata dal fatto che il mutamento nel controllo avvenga in maniera graduale piuttosto che in modo improvviso.

La conclusione cui si può ragionevolmente giungere è che con il TUF rileva autonomamente il cumulo delle partecipazioni, la qual cosa non per forza vuol dire che tutti i cambiamenti interni allo stesso, che potrebbero costituire

governance nel mercato finanziario, Bari, 2005, pag.199. In senso conforme alla Consob L.A. BIANCHI, *Commento sub art.109, in La disciplina delle società quotate. Commentario*, a cura di P. MARCHETTI- L.A. BIANCHI, I, Milano 1999, pag. 448; M. BRUNETTA, *op. cit.*, pag.118 ss.

²⁸⁹ La qual cosa, secondo alcuni porta a concludere che nell'intendimento del legislatore possiede importanza solo il cumulo delle azioni possedute dai pattisti e non il peso della singola partecipazione al suo interno né il fatto che essa possa diventare partecipazione di maggioranza

²⁹⁰ *L'obbligo di offerta di cui all'articolo 106, comma 3, lettera b), del Testo unico consegue all'acquisto, anche indiretto ai sensi dell'articolo 45, di più del 5 per cento del capitale rappresentato da titoli che attribuiscono diritti di voto sugli argomenti indicati nell'articolo 105 del Testo unico per acquisti effettuati nei dodici mesi.*

anche una mera riorganizzazione interna tra soggetti che già controllavano la società, non possano assumere rilievo nel momento in cui determinano mutamenti della sua natura in termini di contendibilità o rigidità degli assetti proprietari²⁹¹.

In ragione di ciò parrebbe incoerente la garanzia dell'*exit* agli azionisti di minoranza, *exit* che non viene garantito nell'ipotesi sostanzialmente analoga di aggregazione di soci senza acquisto di ulteriori azioni.

Più opportuno sarebbe, invece, tentare di limitare la discrezionalità della CONSOB possibilmente alle sole ipotesi in cui l'acquisizione delle azioni si accompagni all'ingresso nel patto ad opera di un soggetto precedentemente esterno al medesimo, dato che solo in tal caso si avrebbe un cambiamento radicale degli assetti di controllo, o addirittura solo quando avvengano ad opera di un terzo precedentemente esterno alla società nel suo complesso²⁹².

3.4.2. Modificazioni del patto ex post. Gli accordi nulli e le eventuali clausole risolutive del patto parasociale al raggiungimento della soglia.

Come più volte evidenziato, una delle preoccupazioni del legislatore nel disegnare l'architettura delle offerte pubbliche di acquisto, è stata quella di rendere effettivamente cogente la normativa attraverso la previsione di serie di clausole che vietino tra i pattisti acquisti non concordati di un quantitativo di partecipazioni tale da comportare il superamento della soglia del 30%. Con il naturale corollario che qualora la norma non venisse rispettata ne conseguirebbe lo scioglimento del patto, dunque non più vincolante. In virtù di tale previsione i pattisti verrebbero esonerati dalle responsabilità dovute alla non concordata azione dell'acquirente (che a sua volta non assumerebbe

²⁹¹ GIUDICI, *op.cit.*, pag 509; C.MOSCA, *Comportamenti di concerto*, pag. 474.

²⁹² Ancor prima che la Consob si pronunciasse sul punto, tale soluzione era stata suggerita da BASSO, *op. cit.*, 1020. Non diversamente anche BIANCHI, *Sub art. 109*, 449. Sulla questione è bene evidenziare che qualora ai fini OPA rilevasse solo l'ingresso di un soggetto precedentemente esterno alla società, ciò implicherebbe un acquisto, trattandosi dunque dell'unica ipotesi strutturalmente differente da un riassetto delle partecipazioni tra soci, anche non precedentemente aderenti al patto, che potrebbero entrarvi senza acquisire nuove partecipazioni.

l'obbligo di OPA, salvo che il suo acquisto non lo porti a superare autonomamente il 30%).

È anche vero, però, che gli accordi, ai sensi dell'art. 101-*bis*, 4° comma, TUF, rilevano ai fini del concerto anche se invalidi o inefficaci. Non dissimile la previsione relativa ai patti parasociali, che rilevano ai fini del concerto anche quando nulli (*infra pag. 119*). E' legittimo desumere, dunque, che eventuali clausole risolutive del patto parasociale non siano utili a esonerare dall'obbligo di OPA i soggetti attori dell'accordo nullo, potendosi anzi ritenere di essere in presenza di una pratica facilitante, idonea ad eludere attraverso tali clausole la disciplina dell'OPA, lasciando intatto l'accordo sostanziale tra i precedenti concertisti²⁹³.

In tal modo viene inibita qualsiasi via di fuga per il "concertista suo malgrado". La cosa non deve suscitare stupore in quanto conferma come non costituisca assolutamente un requisito della disciplina degli acquisti di concerto l'effettiva e formale esistenza di un accordo sugli acquisti delle azioni che conducono al superamento della soglia.

Il principio ispiratore è che l'autonomia nella regolazione dei rapporti tra i pattisti può servire a disciplinare la ripartizione dell'obbligo tra gli stessi, incidendo su profili interni al sindacato. Ma i profili esterni, che tutelano gli altri azionisti ed il funzionamento del mercato in genere, aventi dunque rilevanza pubblicistica, non possono subire l'influenza o i limiti delle clausole previste nel patto.²⁹⁴

Secondo una diversa linea di pensiero la clausola risolutiva espressa sarebbe idonea a esentare i pattisti dall'obbligo di OPA fondando tale visione sulla differenza tra nullità del patto e sua risoluzione²⁹⁵. Un patto privo di effetti giuridici, *in quanto nullo*, non sarebbe equiparabile a un patto privo di effetti *in quanto risolto*²⁹⁶: andrebbe dunque eventualmente provato che prosegue il coordinamento dei soci, e dunque nuovamente provata l'esistenza di un patto, stavolta occulto, tra gli stessi.

²⁹³ ROMAGNOLI, *op. cit.*, pag. 186.

²⁹⁴ Così A. TUCCI, *Patti parasociali e governance*, pag 195.

²⁹⁵ ENRIQUES, *Mercato del controllo societario, op. cit.*, pag. 106.

²⁹⁶ GIUDICI, *op. cit.*, pag 512

Una tale interpretazione non sembrerebbe, tuttavia, tenere debitamente in considerazione che la clausola risolutiva espressa non opera automaticamente ma nel momento in cui i pattisti manifestino di volersene avvalere e dunque valutano nel loro interesse lo scioglimento del rapporto automatico del vincolo. Ma ancor più rischioso per quanto suggestivo è che in tal modo la clausola risolutiva espressa esentando dall'obbligo di OPA permetta elusioni sin troppo facili della disciplina *de qua*.²⁹⁷

Di sicuro appare più efficace, a tutela del “concertista suo malgrado” rispetto agli inadempimenti di altri pattisti, la previsione di clausole che impongano l'onere dell'OPA su colui che proceda all'acquisto ulteriore, clausole che avrebbero una particolare forza dissuasiva dato che, a differenza della clausola risolutiva che non produce alcuna conseguenza a carico del concertista “attore”, farebbero gravare su quest'ultimo un considerevole onere economico, “sganciato” dal numero di azioni acquisite considerato che se invece la ripartizione facesse corrispondere il maggior contributo del pattista a un maggior numero di partecipazioni acquisite, essa non avrebbe lo stesso effetto sanzionatorio, dato che questo potrebbe essere l'obiettivo perseguito dal pattista stesso nel porre in atto la violazione.

3.4.3 I patti parasociali di cui all'art 122

L'art. 122 del T.U.F. definisce come parasociali i patti, o gli accordi, attraverso i quali si formano coalizioni o nuclei stabili con lo scopo di fare blocco e creare delle alleanze di governo societario. Da questa angolazione possono essere visti come uno strumento nato per assicurare la stabilità degli assetti proprietari e tutelare i soci di minoranza, impossibilitati ad avere voce nella gestione a causa dell'esiguità della quota posseduta e singolarmente considerata.

²⁹⁷ Così TUCCI, *Acquisto di concerto*, pag.530, che confuta in tal modo la tesi di Giudici precedentemente espressa.

Data l'assenza di una nozione generale possono esistere anche dei patti parasociali atipici²⁹⁸, in quanto non rientranti nelle categorie disciplinate dal legislatore, cui non si applica di conseguenza il comma 4-bis dell'art. 101-bis, ma che potrebbero eventualmente assumere rilevanza nell'ambito della clausola generale di concerto.

I patti aventi per oggetto l'esercizio di voto, rappresentano il caso classico di patto parasociale, tanto che la norma è strutturata in maniera tale da riguardare anzitutto questi e da estendersi poi agli altri casi di patto ad essi assimilabili. In quanto patti che regolano e vincolano l'esercizio del diritto di voto tra i consociati, sono capaci di condizionare fortemente il governo e il controllo della società dal momento che attorno ad essi, spesso sorgono vere e proprie strutture associative con apposite procedure per determinare la "direzione" del voto che dovrà essere espresso²⁹⁹.

Alla fattispecie di tale patto è stato ricondotto anche il *voting trust agreement* in cui si conferiscono le partecipazioni ad un singolo *trustee* con il fine di uniformare l'esercizio del diritto di voto e di stabilizzare gli assetti proprietari, producendo un effetto simile ai sindacati di voto in sede assembleare³⁰⁰. Parimenti si può fare ricorso allo stesso strumento per porre limiti al trasferimento di azioni; in entrambi i casi scatterà l'obbligo di OPA qualora vi siano ulteriori acquisti da parte dei beneficiari del *trustee* oltre alle partecipazioni già conferite nello stesso³⁰¹.

Quanto ai patti di preventiva consultazione, sono una fattispecie strettamente legata ai sindacati di voto in quanto prodromici ed accessori ad un esercizio coordinato del diritto di voto³⁰² ma rispetto ai quali si diversificano in quanto non impongono un obbligo di coordinamento prima dello svolgimento dell'assemblea ma la semplice consultazione tra i pattisti per l'individuazione di una posizione comune sulle decisioni da assumere in assemblea. La ratio che

²⁹⁸ TONINELLI, *I patti parasociali nella gestione dei rapporti societari*, Verona, Euroconference, 2010, 55.

²⁹⁹ RORDORF, I patti parasociali: tipologia e disciplina, in AA. VV., *Trattato del contratto*, a cura di ROPPO, Milano, Giuffrè, 2006, 6, 799.

³⁰⁰ TUCCI, *Patti parasociali e governance*, pag. 186.

³⁰¹ TUCCI, *ibidem*, pag. 200

³⁰² TONINELLI, *ibidem*, pag. 139

ha portato alla sua inclusione nella disciplina del concerto risiede nella sua natura di pratica che si presta facilmente all'elusione dell'obbligo di legge in quanto dietro la consultazione si può nascondere un coordinamento definitivo dei soci con effetti analoghi a quelli del sindacato di voto³⁰³.

In entrambe le categorie si riscontra l'impegno dei soci contraenti a sviluppare una politica comune attraverso una crescente vicinanza e scambio di informazioni per giungere fino all'adozione di scelte condivise. Soprattutto nel caso del sindacato di consultazione si può rinvenire una significativa spinta ad uniformare i comportamenti alla volontà prevalente proprio a causa delle relazioni personali ed industriali che sottendono al patto parasociale.

Nella categoria dei patti c.d. di blocco, cioè dei patti che limitano la possibilità di trasferire azioni³⁰⁴, rientra in generale ogni tipo di patto inibente la facoltà di disporre delle azioni possedute con esclusione dei contratti preliminari di vendita³⁰⁵ e degli accordi che tendono a orientare i pattisti verso una piuttosto che un'altra offerta, in presenza di più OPA concorrenti³⁰⁶. Per converso, sono ad essa riconducibili, ai fini del concerto, e in assenza di espresso richiamo della lett. *d-bis* dell'art. 122 da parte dell'art. 101-bis, gli accordi volti a contrastare un'OPA che prevedano l'impossibilità di aderirvi da parte dei pattisti. E' intuibile che in conseguenza della limitazione alla libertà di disinvestimento si può verificare per un certo periodo una gestione unitaria dei diritti dei pattisti con il fine di massimizzare il valore delle partecipazioni per il tempo di validità del contratto parasociale.

³⁰³ Il fatto che nelle società quotate si trattasse sovente di sindacati di voto mascherati (anche con la presenza di clausole ambigue) è stato il motivo che ha indotto il legislatore a dargli rilevanza autonoma, a differenza di quanto avviene nel codice civile, in cui tale tipologia di patto non è menzionata. Ha voluto così sottoporli, nel caso di società quotate, agli stessi obblighi di pubblicità dei sindacati di voto.

³⁰⁴ Sono tali i patti di non alienazione, di gradimento e di prelazione, C. Fontana, I patti parasociali, in La riforma della società, Aspetti applicativi a cura di A. Bortoluzzi, Torino, 2004, pag. 690. Secondo POMELLI in *Commento sub art. 122, t.u.f.*, in *Commentario t.u.f.*, a cura di Vella, Tomo II, Torino, Giappichelli, 2012 ad essi vanno aggiunti i patti che sottopongono l'alienazione all'autorizzazione dei patiscienti, le clausole di *tag-along* (diritti di co-vendita) o di *drag-along* (obblighi di co-vendita), nonché i patti che vietano la costituzione di pegno o usufrutto delle azioni, ovvero in generale che limitano la libertà del titolare di disporre.

³⁰⁵ BOVE, *Sub art. 122*, in AA. VV., *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di Fauceglia, Torino, Giappichelli, 2010, 234.

³⁰⁶ BOVE, *Ibidem*, 238; Tribunale di Milano, 10 maggio 2000, in *Giur. It.* 2001, 2, 334.

Con riferimento alla quarta categoria di patti, riguardante l'acquisto di azioni, se ne evidenzia l'ampia interpretazione fornita dalla Consob con la comunicazione 3077483/2003 (*infra pag.129*) in modo da spaziare dalla sottoscrizione di azioni, a svariati³⁰⁷ casi di programmazione o concertazione di un "acquisto", la quale concertazione è elemento imprescindibile per l'individuazione del patto, a differenza di quanto avviene nelle altre fattispecie previste all'interno dell'art. 122 TUF³⁰⁸.

Rimangono, tuttavia, esclusi i contratti di soggetti che in qualità di venditore e di acquirente, regolano la compravendita di azioni o strumenti finanziari, mentre ne rimangono assoggettati gli accordi in base ai quali un socio si impegna ad aderire all'OPA di un altro soggetto, o anche i patti con cui i soci si obbligano a non aderire all'offerta promossa da terzi. Sebbene da alcune parti sia stato sollevato il dubbio se essi integrino o meno una presunzione assoluta di concerto, l'*iter* e la volontà del legislatore sono stati quelli di ricondurre tali tipologie di patti alla disciplina della clausola generale di concerto³⁰⁹.

³⁰⁷ Rimangono esclusi dal novero di tale tipo di patti parasociali i normali contratti aventi ad oggetto il trasferimento di azioni, pur astrattamente ad essi riconducibili, ai sensi della delibera 29486/2000 della CONSOB. La CONSOB motiva tale orientamento sulla base della natura dei patti parasociali, che riguardano la gestione sociale e non hanno effetti traslativi, e con un'impossibilità anche pratica di vigilare su tali tipologie di contratti, poiché in tal caso il mercato sarebbe inondato di informazioni. D'altronde l'acquisizione di partecipazioni, quando rilevante, è già sottoposta a proprie forme di pubblicità.

³⁰⁸ TUCCI, *Patti parasociali*, 60; GUIZZI – TUCCI, op. cit., 260; Delibera CONSOB n. 15029 del 10 maggio 2005.

³⁰⁹ Nella comunicazione DIS/29486/2000 la Consob afferma che: "appare evidente come non possano essere considerati patti parasociali i contratti di compravendita di azioni: i patti parasociali sono contratti atipici che non hanno in alcun modo effetti traslativi della proprietà o di un altro diritto e l'interesse che perseguono (vale a dire la causa del contratto) consiste nel dare un indirizzo unitario all'organizzazione e alla gestione sociale e a "cristallizzare" determinati assetti proprietari.....omissis.....Si ritiene, pertanto, che "patti che prevedono l'acquisto" siano i patti con cui si concorda l'acquisto da terzi di azioni di una quotata o della sua controllante da parte di uno, più o tutti i paciscenti e che, pertanto, benché il testo vigente dell'art. 122, rispetto al testo contemplato nel progetto preliminare, abbia eliminato il riferimento all'acquisto di concerto, la norma implicitamente faccia riferimento ad un "concerto" che abbia ad oggetto un acquisto". La comunicazione prosegue precisando che "tali accordi rilevano non solo se sono stipulati tra soggetti già soci ma anche tra non soci, con la precisazione che solitamente tali accordi sono accompagnati da patti concernenti la futura gestione in comune delle azioni che verranno acquisite". Tali conclusioni sono state ribadite anche nella comunicazione Consob DEM/3077483.

Anche nel caso dei patti di blocco così come per le altre categorie si possono individuare gli elementi tipici che porta ad assoggettarli al regime della presunzione assoluta. *Ca va sans dire* che gli aderenti al patto che siano vincolati uno con l'altro ad investire risorse nell'acquisto di titoli dell'emittente, siano alleati al fine di perseguire, anche in assenza di una esplicita previsione, una politica comune che influenzi le scelte della società.

L'ultima categoria di patti parasociali, cui rinvia l'art. 101-*bis*, patti aventi per oggetto o per effetto l'esercizio di un'influenza dominante, è una fattispecie residuale³¹⁰ rispetto alle altre ed è quella che presenta una maggiore difficoltà ermeneutica, poiché il riscontro di tale tipo di patto passa inevitabilmente per un'interpretazione delle relative clausole più complessa di quanto avvenga per gli altri patti parasociali³¹¹ in ragione del fatto che non si basa (solo) sull'oggetto del patto e dunque sulla volontà dei pattisti, e sugli obblighi derivanti dallo stesso, ma richiama l'effetto del patto stesso e quindi la sua idoneità a raggiungere un determinato scopo. Si tratta dell'unica tipologia che viene tracciata sulla base degli effetti finali, vale a dire sulla base delle conseguenze che da essi possono derivare.

In tale ambito rientrano i patti di gestione³¹² con i quali i partecipanti ricercano un ruolo di interlocutori principali con il consiglio di amministrazione in modo da poter influenzare la gestione della società. Non accade di rado, infatti, che nonostante le decisioni del CdA debbano essere improntate alla autonomia gestionale, finiscano con il subire l'influenza di tali sindacati nelle scelte sia di carattere strategico che gestionale. In ciò sta la *ratio* della loro soggezione al regime delle presunzioni assolute.

³¹⁰ Secondo alcuni autori si tratta di una norma di chiusura. In tal senso A. Tucci, *Patti parasociali e governance nel mercato finanziario*, Bari, 2005, pag.61

³¹¹ Tali difficoltà interpretative potrebbero forse essere superate ricorrendo alla nozione generale di concerto, come suggerito da MOSCA, *Comportamenti di concerto e patti parasociali* in "Scritti Giuridici per Piergaetano Marchetti", Egea 2011, pag. 467.

³¹² Secondo G. SBISÀ, *La disciplina dei patti parasociali nella riforma del diritto societario*, in Nuova giur. Civ. Comm., 2004, II, pag485 apparterrebbero alla categoria dell'art. 122, comma 5, lett. d) TUF, "*le convenzioni che vincolano ad esercitare il diritto di voto secondo modalità diverse da quelle previste dalla legge*", tra le quali, ed esempio, quelle che attribuiscono al proprietario, anziché all'usufruttuario o al creditore pignoratizio, il diritto di voto sulle azioni di pegno o di usufrutto, o anche convenzioni con chi non è socio, né titolare di diritti derivanti dal rapporto sociale. Di avviso contrario POMELLI in *Commento sub art. 122, t.u.f., Commentario t.u.f.*, a cura di Vella, Tomo II, Torino, Giappicchelli, 2012, pag. 1276

3.5 *Limiti e disfunzioni della presunzione assoluta di concerto nella fattispecie dei patti parasociali.*

Non vi è alcun dubbio che la presunzione assoluta dell'art. 101-bis, comma 4, lett. a) TUF riconduca i patti parasociali, all'interno della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e di scambi, nell'azione di concerto. Sul piano interpretativo è necessario distinguere tra gli accordi di cui al comma 4 dell'art. 101-bis e i patti normati al successivo comma 4-bis. Mentre i primi vengono individuati in modo generico e non tecnico, i secondi, in quanto contratti, contengono impegni ben precisi³¹³; solo al ricorrere di tale seconda ipotesi i contraenti di un patto, ancorché nullo, vengono ricompresi nell'area del concerto senza che sia possibile darne prova contraria. L'attività interpretativa che riguarda tale fattispecie richiede, quindi, una integrazione valutativa³¹⁴ il cui sistema di riferimento è strettamente tecnico e complesso ma in grado di assicurare, attraverso il ricorso alla presunzione assoluta in combinato con la clausola generale, un filtro rispetto “*agli inevitabili falsi positivi*”.³¹⁵

A sua volta l'art.122 TUF ha “un carattere tendenzialmente omnicomprensivo”³¹⁶, dal momento che la funzione della norma è quella di assicurare piena trasparenza ad ogni accordo che abbia ad oggetto, direttamente o indirettamente, il governo di un'emittente o che incida comunque nei suoi assetti proprietari³¹⁷. E' questo l'humus in cui affondano le radici sia la

³¹³ In tal senso anche le pronunce giurisprudenziali che rilevano sia la necessità di accertare lo scambio di consensi delle parti in ordine a elementi essenziali del negozio che di precisare che per provare l'esistenza di un patto sarebbe necessario che l'incontro della volontà delle parti, tanto più se in via orale, assumesse, a proprio oggetto, ulteriori ed essenziali elementi relativi alla natura e alle finalità del medesimo.

³¹⁴ V. VELLUZZI, *Le clausole generali*, Milano, 2010, pag.15

³¹⁵ A. TRISCORNIA, *ibidem*,

³¹⁶ A. TRISCORNIA, *op. cit.*, pag 504

³¹⁷ *Ex multis* FELLER, in *Le Leggi commentate, in Commentario delle Società* a cura di GRIPPO, III, Torino, UTET 2009, pag. 1837: “*La meritevolezza della protezione giuridica e l'opportunità di una disciplina dei patti parasociali trovano dunque giustificazione nei diritti sociali che attraverso di essi vengono regolamentati e negli effetti che l'esistenza di questi accordi dispiega sulla vita societaria*”. In tal senso anche PICCIAU, *Sub art.122, La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*. Commentario, a cura di MARCHETTI e BIANCHI, I, Milano, Giuffrè pag. 199 e 823, che evidenzia come la conoscenza dei patti parasociali sia un “*tassello essenziale per disvelare la struttura e le modalità di proprietà*”

rinuncia a dettare una definizione generale di accordo parasociale³¹⁸ che il ricorso a formule caratterizzate da crescente genericità ed indeterminazione³¹⁹: 1) *accordi di voto*, senza peraltro distinguere tra voto in sede di assemblea ordinaria o straordinari, 2) *accordi di consultazione obbligatoria per l'esercizio del voto*, sempre a prescindere dal tipo di assemblea 3) *accordi che pongono limiti alla circolazione dei titoli*, 4) *accordi che prevedono l'acquisto di titoli* e 5) *accordi aventi per oggetto o per effetto l'esercizio di una influenza dominante sull'emittente*.

Una presunzione di concerto fondata su una definizione così ampia inevitabilmente presenta limiti e genera disfunzioni finendo con il ricomprendere anche contratti che nulla hanno a che fare con le intese parasociali (accordi di *lock up*³²⁰, di compravendita a termine, di opzione, etc.)³²¹. Ciò induce a ritenere opportuna una rigorosa distinzione tra patti strutturalmente idonei ad avere un'influenza sul controllo e quelli che non presentano tali caratteristiche. La qual cosa equivale a dire che non tutti i patti, soprattutto quando occasionali, devono condurre all'azione di accertamento.

A fini esemplificativi basti pensare all'esercizio di un sindacato di voto che, sebbene in via di principio ricompreso tra i patti parasociali e

dell'ente ed in generale del comando su di esso". In tema di trasparenza vedasi anche la comunicazione della Consob DIS/29486/2000,

³¹⁸ Nella comunicazione DIS/29486/2000 la Consob osserva che " *nel testo unico, in base ad una precisa scelta legislativa, non è stata data una definizione generale di accordo parasociale ...omissis...Non può escludersi ..omissis... che la scelta di non adottare una definizione generale di patto parasociale sia stata determinata...omissis... anche dalla oggettiva difficoltà di individuare gli elementi strutturali che consentano di ricomprendere all'interno di categorie rigide la pluralità di configurazioni che nella prassi assumono i contratti di sindacato*".

³¹⁹ A. TRISCORNIA, *op. cit.*, pag.504 ss.

³²⁰ Si tratta di una clausola che sancisce l'impegno della società emittente ed eventualmente di alcuni azionisti a non compiere determinate azioni sul capitale della società stessa nel periodo successivo ad un'operazione di offerta pubblica.

³²¹ "I patti di cui all'art 122...coprono gran parte dei casi in cui si può avere cooperazione tra più soggetti....la qual cosa spiega perché il legislatore abbia ritenuto di poter rinunciare alla nozione generale di azione di concerto, dall'altra tuttavia, ripropone il problema, se non della vaghezza, quantomeno dell'estensione della fattispecie. Quest'ultima ora è talmente ampia da poter ricomprendere, salvo esenzioni, comportamenti neutri nei confronti delle dinamiche del controllo societario, quale potrebbe essere un accordo di preventiva consultazione in occasione dell'elezione dei sindaci, intercorrenti tra soci che, pur detenendo una partecipazione superiore al 30%, siano comunque di minoranza". Così BASSO, *Acquisto di concerto in Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* a cura di Alpa e Capriglione, Tomo II, Padova Cedam, 1998, pag.1017

conseguentemente assoggettato al regime delle presunzioni assolute, nel caso concreto non sia idoneo ad incidere sull'assetto della società o sul controllo del governo; ebbene, fermo restando l'obbligatorietà della pubblicazione, che però attiene alla normativa sulla trasparenza, non si rinviene la ratio che dovrebbe condurre all'assoggettamento alla disciplina OPA.

Evidenze di questo genere rimandano alla necessità di distinguere l'aspetto sostanziale dall'aspetto formale. Possiamo prendere ad esempio un caso di sindacato di sostegno in cui il socio di controllo cede ad altro soggetto una parte della propria quota pur mantenendo una partecipazione superiore al 30% attraverso la sottoscrizione di un patto parasociale che gli consente di mantenere il controllo sull'emittente. In ragione della richiamata distinzione la Consob, proprio facendo leva sull'aspetto sostanziale ha ritenuto di escludere un obbligo di OPA in tale fattispecie in ragione del fatto che *“sarebbe illogico far discendere automaticamente dall'art.109 TUF un obbligo di OPA ogni qual volta un'azionista di controllo ceda, senza rinunciare ad esercitare una posizione dominante, una parte della sua partecipazione ad azionisti che concludano un patto parasociale con lui, vale a dire casi in cui non sorgerebbero gli interessi che la normativa italiana sulle OPA intende tutelare”*³²². Nella disamina la Consob prende in esame non solo la posizione azionaria del singolo ma, al contempo, valuta la posizione di tutti i partecipanti al sindacato al fine di verificare se, ad operazione avvenuta, la partecipazione rilevante sia nelle mani di soggetti diversi da quelli che la detenevano precedentemente. Nonostante il vuoto normativo che non consente un trattamento differenziato a secondo che la variazione soggettiva riguardi tutti gli attori o solo alcuni di essi è stato in qualche misura sostituito dal consolidamento dell'indirizzo interpretativo che converge sull'opportunità di evitare interpretazioni normative che potrebbero comportare un congelamento degli assetti proprietari.³²³

Sulla base di quanto sin qui detto, appare, dunque, corretto concludere che la presunzione assoluta di concerto che costituisce il metodo principe di

³²² Comunicazione DCL/DEM/85385 del 6 novembre 2000.

³²³ Così A. TRISCORNIA, *op. cit.*, pagg 505-508

interpretazione, possa essere correttamente coniugato con il requisito teleologico³²⁴, in modo da essere coerente con la *ratio* della disciplina del concerto.

3.5.1 L'art 44-quater Regolamento Emittenti e la comunicazione CONSOB 29486/2000

Che, dunque, sia venuto meno, almeno in parte, il postulato della automatica ed inevitabile coincidenza tra patto parasociale e concerto (*infra pag 117*) si rileva non solo dalle scelte legislative operate con il D. Lgs. n 146/2009 ma anche dalla lettura coordinata dell'art. 101 commi 4, 4-*bis* e 4-*ter* e dell'art. 44-*quater* del Regolamento Emittenti.

Punto di raccordo è il comma 4-*ter*, lett b) che nel delegare la Consob a stabilire con regolamento “casi in cui la cooperazione tra più soggetti non configura un'azione di concerto”; al contempo pone il divieto di introdurre deroghe alle presunzioni assolute previste al comma 4-*bis*. Mentre, quindi, il comma 4-*bis* elenca le quattro fattispecie di presunzione *iuris et de iure*, il comma 4-*ter* assegna alla Consob il compito di individuare altre categorie passibili di essere attratte in astratto nella disciplina generale del concerto ma che, in quanto meritevoli di tutela³²⁵, ne vengono sottratte in virtù di una presunzione negativa.

³²⁴ Ovvero il fine dell'acquisto, mantenimento e rafforzamento del controllo di cui all'art. 101-bis, comma 4) del TUF (*infra* pagg 113-115). Al riguardo si precisa che pù che l'intento soggettivo dei pattisti viene in rilievo l'oggettiva idoneità del patto a funzionar da strumento per incidere sul controllo, vale a dire l'effettiva portata del controllo. In tal senso anche SERSALE in Aa. Vv., *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di Fauceglia, Torino, Giappicchelli, 2010, pag. 191

³²⁵ Nel Documento di consultazione sul recepimento della Direttiva OPA del 06 ottobre 2010, Allegato n.6, Azione di concerto, la CONSOB ha chiarito che “il rischio che la disciplina dell'azione di concerto possa frenare l'azione degli investitori istituzionali è stato evidenziato anche dal Comitato ESME (European Security Market Group) della Commissione Europea in un rapporto avente ad oggetto l'acting in concert. Nel rapporto l'ESME ha rilevato come la definizione di persone che agiscono di concerto contenuta nella Direttiva OPA risulti molto generica ed ampia, generando incertezze tra gli investitori istituzionali rispetto ai comportamenti da tenere rispetto l'esercizio dei diritti sociali. Il problema sollevato dall'ESME ed evidenziato anche da investitori istituzionali internazionali è di sicura rilevanza anche rispetto al contesto normativo italiano, Si ritiene che per la previsione di specifiche presunzioni assolute negative di azione di concerto possa essere utilizzata per superare i dubbi interpretativi e creare un quadro regolamentare favorevole al coordinamento e alla comunicazione tra azionisti non interessati ad acquisire il controllo delle società ma a

In ottemperanza alla delega, la Consob ha previsto una presunzione negativa di concerto rispetto ad una pluralità di casi che per tipologia rientrerebbero in determinate fattispecie di cooperazione, che potrebbero essere ricomprese nella categoria dei patti di consultazione o voto, e conseguentemente assoggettate al regime della presunzione assoluta³²⁶. In tal modo ha inteso operare una distinzione tra le fattispecie parasociali dell'art 44-quater, comma 2, lett c) e d) del regolamento Emittenti e quelle soggette alla presunzione assoluta, ovvero *tra la generalità dei patti parasociali considerati come tipologia astratta e un (ampio) sottoinsieme che assume specifico rilievo ai fini dell'art. 101-bis del TUF (con conseguente soggezione alla presunzione assoluta di concerto)*³²⁷.

Poiché non vi sarebbe, infatti, alcuna apparente differenza se non lessicale tra la cooperazione tra azionisti per far confluire voti su una lista e un patto di voto, così come non vi è dubbio che la cooperazione tra azionisti per contrastare l'approvazione di una delibera assembleare rientri nella fattispecie dei patti parasociali, la diversità di trattamento va cercata altrove.

Invero la coesistenza delle due diverse previsioni passa per il riconoscimento dell'esistenza di elementi differenziali tra i patti parasociali interessati dalla presunzione assoluta e figure pattizie di cooperazione, che in quanto non finalizzate ad acquisire, mantenere e rafforzare il controllo, possono beneficiare del diverso trattamento delle presunzioni negative.

In estrema sintesi, la valutazione deve essere compiuta alla luce della funzione esercitata dal patto e della sua idoneità o meno ad incidere sul governo societario³²⁸. Nel caso di iniziative destinate ad esaurire i propri effetti

svolgere un ruolo attivo, proprio delle minoranze qualificate, nell'ambito della corporate governance"

³²⁶ Sul tema della possibilità che uno schema negoziale possa configurare un patto parasociale senza che ciò determini un'automatica riconducibilità alle fattispecie previste dall'art.122 del TUF vedere Campobasso, Voto di lista e patti parasociali nelle società quotate, in Banca, borsa, titoli di credito, 2003, I, pag.128

³²⁷ A. TRISCORNIA, *op. cit.*, pag.509

³²⁸ Tali conclusioni sono state condivise anche nella disciplina dei patti parasociali ex d.lgs. 6/2003 come si rileva dalla relazione illustrativa al decreto, e in particolare al par. 2, in www.tuttocamere.it: *"Si è mirato a cogliere la comune funzione delle diverse fattispecie di patti parasociali, individuandola nel fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società, e ciò anche per scongiurare il rischio già manifestatosi in relazione alle società*

uno actu è ragionevole ritenere che siano inidonee ad incidere stabilmente sull'assetto di governo societario.

Questa linea interpretativa è stata sposata dalla CONSOB fin dalla comparsa del TUF con le comunicazioni DIS/29486 del 2000 e successivamente DEM/3077483 del 2003 che concorrono a contestualizzare la portata dell'art. 122 del TUF, evitando una interpretazione eccessivamente espansiva della materia.

La comunicazione 29486/2000 è maturata a seguito di un interpello di Assonime sulla riconducibilità di un accordo di *lock-up* alla categoria dei patti parasociali rilevante ai fini dell'art. 109 TUF. I patti di *lock-up*, stipulati contestualmente alla quotazione dell'emittente o all'immissione di ulteriori azioni nel mercato regolamentato, sono volti a stabilizzare le partecipazioni dell'emittente a cui si riferiscono, tramite l'assunzione dell'obbligo da parte dei possessori delle stesse a non alienarle e, in generale, a non disporne. Proprio in ragione di tale vincolo è parso di poter ricondurre la fattispecie alla categoria dei patti parasociali di cui all'art. 122, 5° comma, TUF lett. b).

Per contro l'Autorità di mercato ha ritenuto che l'oggetto del patto, rappresentato nel caso di specie dalla previsione di limiti alla facoltà dei pattisti di trasferire le azioni, sarebbe stata una condizione necessaria ma non sufficiente a qualificare il patto come parasociale³²⁹ ritenendo come necessaria una valutazione anche sul fine specifico del patto. Pertanto, ha concluso che solo se esso ha lo scopo di "*dare un indirizzo unitario alla gestione sociale*" o di "*crystalizzare determinati assetti proprietari*", può essere ricompreso tra i patti parasociali. In tal modo si è riconosciuto che un patto tra soci deve presentare anche un requisito di carattere finalistico (oltre all'oggetto o

quotate, di un'impropria estensione delle norme sui patti parasociali a fattispecie che nulla hanno a che vedere con questi. A tali effetti è stato anche chiarito che le norme sui patti parasociali non si applicano a clausole accessorie di accordi di collaborazione nella produzione o nello scambio di beni o di servizi e relativi a società interamente possedute dai partecipanti all'accordo". E d'altronde lo stesso art. 2341-bis si riferisce ai patti, in qualunque forma stipulati, che hanno il "*fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società*". Sul punto SANTONI, *sub art. 122*, pag. 1006.

³²⁹ Peraltro, la previsione dell'elenco come rigido, si presterebbe facilmente ad una applicazione meccanica dello stesso, non conforme alla *ratio* della disciplina in materia di patti parasociali, che è strettamente connessa al particolare rilievo che questi hanno per lo svolgimento della vita sociale.

all'effetto previsto all'interno dell'art. 122), altrimenti detto "*funzione propria dei patti parasociali*".

Tale requisito, evidentemente non si ritrova nell'ambito degli accordi di *lock-up*, che hanno l'obiettivo di stabilizzare l'andamento dei titoli in fase di collocamento³³⁰ (o, eventualmente, di fidelizzare i dipendenti, laddove stipulati nel contesto di piani di *stock options* ad essi riservate³³¹), ma non quello di incidere sugli assetti di potere e sul controllo delle società³³².

La comunicazione CONSOB è stata variamente criticata da chi ha visto in essa una nozione di patto parasociale estranea all'art. 122 ritenendo che i patti di *lock-up* non siano estranei a fini di stabilizzazione del controllo.

La successiva comunicazione DEM/3077483 del 2003 scaturisce, invece, da un quesito in merito all'applicabilità della disciplina dei patti parasociali di cui all'art. 122 del d.lgs. n. 58/98 e della disciplina dell'acquisto di concerto di cui all'art. 109 del d.lgs. n. 58/98 agli accordi stipulati tra la S.S. Lazio S.p.A. ed alcuni giocatori relativo all' applicabilità della disciplina dei patti parasociali di cui all'art. 122 del d.lgs. n. 58/98 ("TUF") e della disciplina dell' OPA obbligatoria di cui all'art. 109, comma 1, lett. a), TUF, agli accordi stipulati nel maggio 2003 tra la Lazio ed alcuni giocatori professionisti. Come la stessa Consob ebbe a chiarire: "*l'art. 122 del TUF non detta una definizione generale di patto parasociale individuando in modo specifico gli aspetti strutturali che devono necessariamente essere presenti per potersi avere un patto di sindacato, ma elenca un'ampia tipologia di accordi cui si applica la disciplina in oggetto*". La comunicazione prosegue indicando le tipologie che hanno formato l'oggetto specifico dell'intervento interpretativo tanto che la stessa

³³⁰ Si differenziano dai patti parasociali di cui all'art. 122 in base ad un'ampia serie di caratteristiche: la loro connessione con operazioni di collocamento, la loro durata limitata a un anno al massimo, il fatto che si può comunque procedere alla cessione delle partecipazioni laddove il cedente vi venga autorizzato dai consorzi di collocamento, il fatto che a partecipare siano l'emittente e i soci offerenti, non soci che acquisiscono azioni

³³¹ CONSOB, comunicazione 3077483/2003.

³³² Le stesse considerazioni vengono estese alle *overallotment options*, ai contratti preliminari di vendita e ai *futures* e ai contratti con opzioni *put* o *call*, sia per quanto riguarda il rapporto con l'art. 122 c. 5 lett. b) che con la lett. c) del medesimo articolo. Tutto ciò a meno che, specifica la Commissione, in tali contratti non siano inserite anche clausole volte a bloccare la partecipazione oggetto del contratto.

Consob nella seconda delle comunicazioni precisa di aver “*effettuato un’approfondita e complessiva valutazione delle tipologie di patti indicati nell’art.122 TUF, al fine di individuare, in via generale, i limiti di applicabilità di tale disciplina*”.

Al di là degli aspetti specifici, ciò che realmente è importante nelle due comunicazioni è il fatto che con esse viene fissato un indirizzo interpretativo, da applicare in via generale, i cui punti fondamentali possono essere così enucleati:

- a) l’art. 122 del TUF non definisce gli elementi strutturali dei patti parasociali ma individua alcuni patti tipici, di voto e di consultazione;
- b) cataloga i patti in base agli effetti vale a dire patti che prevedono l’acquisto di titoli, patti che pongono limiti al trasferimento dei titoli, patti che hanno per oggetto o per effetto l’esercizio di un’influenza dominante;
- c) afferma che perché si possa qualificare un patto come parasociale ex art. 122 del TUF, bisogna che produca uno o più effetti previsti dalla norma; e alla gestione sociale
- d) gli effetti tipici non sono sufficienti a qualificare un patto come parasociale se lo stesso non esercita la funzione tipica della fattispecie, cioè a dire, “dare un indirizzo unitario all’organizzazione e alla gestione sociale cristallizzando gli assetti proprietari, attraverso accordi di blocco, di prelazione o di co-vendita.

Le conclusioni nella definizione di patto parasociale cui è giunta la Consob sono state fatte proprie dalla riforma del diritto societario del 2003³³³ tanto che l’art. 2341-*bis* del *Cod. Civ.*, che pur non si applica alle società quotate, riprende la categorizzazione dell’art.122 TUF completandola con la

³³³ D. Lgs. n.6/2003

previsione della necessità del requisito della stabilizzazione degli assetti proprietari.³³⁴

Sebbene la valutazione di casi concreti non sempre sia avvenuta in modo coerente con i principi affermati, ulteriore conferma di una interpretazione meno monolitica della disciplina dei patti parasociali, la ritroviamo in un documento successivo dove con specifico riferimento ai temi del voto assembleare e della consultazione tra soci si ritiene che *”non siano da considerarsi ricomprese nella nozione di azione di concerto le attività di coordinamento e consultazione tra azionisti di minoranza volte a facilitare l’esercizio dei lor diritti, a promuovere migliori prassi di governance ovvero a sollecitare, mediante il dialogo con i vertici della società, cambiamenti gestionali o strategici. In altri termini si ritiene che l’attuazione di iniziative ed intese occasionali tra azionisti di minoranza finalizzate a coordinare i comportamenti in concomitanza di specifici eventi societari non configurino un’azione concertata, in quanto finalizzate ad esaurire i propri effetti e a non influire stabilmente sulla gestione della società”*³³⁵.

Appare, dunque, corretto giungere alla conclusione che un’intesa fra azionisti volto a coordinare l’esercizio del diritto di voto su base occasionale non concretizza un’azione di concerto se e nella misura in cui si tratti di una iniziativa isolata, strutturalmente inidonea ad influire sul governo societario.

³³⁴ L’interpretazione fornita dalla Consob ha trovato ampio favore nella dottrina. Secondo POMELLI in *Commento sub art. 122, t.u.f. Commentario t.u.f.*, a cura di Vella, Tomo II, Torino, Giappicchelli, 2012, pag. 1271: *“per quanto non dichiarato espressamente, il fine della stabilizzazione degli assetti proprietari o del governo della società finisce per essere implicitamente e naturalmente rilevante anche per i patti relativi alle società quotate”*. Una interessante specificazione sulla differenza tra finalità della stabilizzazione (requisito necessario per l’assoggettamento dell’accordo alla disciplina dell’art. 122 TUF) e persistenza nel tempo del patto (che non costituisce elemento strutturale della specie, posto che anche patti occasionali possono incidere sugli assetti dell’emittente lo ritroviamo) è contenuta in MACRÌ, *Durata dei patti e diritto di recesso*, in *La Società per azioni* a cura di Abbadessa e Portale, Tomo II, Milano, Giuffrè, 2016, pag 3859 e ss.

³³⁵ Documento di recepimento della Direttiva OPA del 2010, Allegato n.6, Azione di concerto

3.5.2 *Il conteso Europeo e l'ESMA*

La necessità di un “filtro preliminare”³³⁶ in sede di applicazione della presunzione assoluta pattizia tale da renderla coerente con la ratio della disciplina del concerto si ritrova, anche in contesto europeo, nello Public Statement first update dell'ESMA³³⁷ (acronimo inglese dell'Autorità degli strumenti finanziari e del mercato) del 2014 in cui è riflessa la posizione dell'autorità comunitaria, in collaborazione con i singoli regolatori nazionali, sul tema del rapporto tra attivismo e concerto³³⁸.

A tal fine lo Statement dell'ESMA indica un perimetro di azioni³³⁹ all'interno del quale la reciproca collaborazione tra gli azionisti non dà luogo ad una azione di concerto. Così, ad esempio fra i vari esempi forniti³⁴⁰, anche

³³⁶ L'espressione è di A. Triscornia, op cit, pag 514

³³⁷ Istituita con Regolamento UE n 1095/2010 del Parlamento e del Consiglio, fa parte del sistema europeo di vigilanza finanziaria ed è espressione delle singole autorità di vigilanza nazionali. Fra i suoi compiti rientra quello di contribuire all'applicazione uniforme delle direttive in materia di mercato finanziario.

³³⁸ In apertura l'ESMA esplicita la finalità del proprio intervento: “ *In its report to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the application of Directive 2004/25/EC on Takeover Bids (TBD), the European Commission suggested that the clarification of the concept of acting in concert at EU level would help to lessen uncertainty for international investors who wish to cooperate with each other on corporate governance issues but who feel inhibited from doing so for fear that they might risk having to make a mandatory bid. This public statement has been prepared for investors in response to the Commission's suggestion on the basis of information collected by the members of the Takeover Bids Network about national practice of TBD. The public statement represents the collective view of the members of the TBN, who stand behind it*”.

³³⁹ Si tratta di una zona franca, la c.d. “white list” che identifica i comportamenti di collaborazione che beneficiano di una presunzione negativa di concerto ma non garantisce per questo un salvacondotto a tutto tondo in quanto indica semplicemente alcuni comportamenti che di per sé non costituiscono “azione concertata”. Qualora, infatti, tali comportamenti in ragione di specifici elementi legati al caso concreto fossero finalizzati all'acquisto del controllo, l'obbligo di OPA non potrebbe in alcun modo essere eluso. Documento ESMA § 3.3 e § 3.4.

³⁴⁰ ESMA § 4.1 “*When shareholders cooperate to engage in any of the activities listed below, that cooperation will not, in and of itself, lead to a conclusion that the shareholders are acting in concert: ...omissis...(d) other than in relation to a resolution for the appointment of board members and insofar as such a resolution is provided for under national company law, agreeing to vote the same way on a particular resolution put to a general meeting, in order, for example: (A) to approve or reject: (i) a proposal relating to directors' remuneration; (ii) an acquisition or disposal of assets; (iii) a reduction of capital and/or share buy-back; (iv) a capital increase; (v) a dividend distribution; (vi) the appointment, removal or remuneration of auditors; (vii) the appointment of a special investigator; (viii) the company's accounts; or (ix) the company's policy in relation to the environment or any other matter relating to social responsibility or compliance with recognised standards or codes of conduct; or B) to reject a related party transaction.*”

un vero e proprio accordo di voto³⁴¹ non dà luogo a presunzioni di concerto lì dove sia limitato ad una specifica delibera assembleare e sia riferita a materie inidonee ad incidere sul governo societario dell'emittente.

La logica perseguita dall'ESMA appare assolutamente in linea con quella ispiratrice dell'art. 44-quater, comma 2, del Regolamento Emittenti (temporalmente precedente allo Statement) che ad esso partecipa. In virtù di tale partecipazione l'ambito applicativo del Regolamento Emittenti risulta perfino accresciuto dal momento che l'elenco di attività contenute nella *white list* non solo è più ampio dell'elenco di presunzioni negative del Regolamento, ma ha soprattutto natura esemplificativa e non esaustiva atteso che il fattore comune è costituito dal carattere occasionale dell'accordo e dall'inidoneità ad incidere sul controllo.

Tale valutazione se appare di più immediata applicazione nell'ipotesi dell'estraneità alle dinamiche del controllo, presenta, maggiori difficoltà nel caso di un accordo occasionale. Infatti, sotto il primo profilo assume rilievo fondamentale la disamina del patto ed una volta che ne risulti l'oggettiva estraneità alle dinamiche del controllo si potrebbe verosimilmente escluderlo dalla presunzione assoluta di concerto pattizio; diversamente l'occasionalità di un accordo concluso per una specifica assemblea non escluderebbe di per sé la sua ininfluenza sugli assetti di governo. Rimane, tuttavia, l'importanza sul piano interpretativo "*poiché consente di isolare uno specifico momento assembleare rispetto al quale effettuare la valutazione degli effetti dell'accordo sull'emittente*" ³⁴² completando la verifica di estraneità alla materia del controllo.

Al di là di specifiche considerazioni, ciò che preme mettere in luce è la convergente linea di tendenza del Regolamento Emittenti e dello Statement dell'ESMA che, pur nell'alveo della normativa vigente, hanno in qualche modo demolito la monolitica convinzione della coincidenza tra patto sociale e azione di concerto, escludendone l'automatica interdipendenza a favore del riconoscimento delle diverse finalità dell'art 122 TUF e dell'art. 101-bis,

³⁴¹ Documento ESMA § 4.1 "*Agreeng to vote the same way*"

³⁴² A. Triscornia, op. cit., pag 516

comma 4-bis, lett. a) TUF ma garantendo, al contempo, che l'obbligo di OPA per concerto sorga solo a fronte di accordi oggettivamente in grado di incidere sul controllo dell'emittente, sia sotto il profilo gestionale che dell'assetto azionario.

CAPITOLO QUARTO

ANALISI DEI CASI

4.1 Cenni introduttivi

L'evoluzione normativa che ha interessato la disciplina dell'«azione di concerto», in relazione ai patti parasociali e alle offerte pubbliche d'acquisto, ha provato a sopperire, nel corso nel tempo, alle esigenze che man mano si manifestavano sul mercato.

Nonostante i continui «aggiustamenti» e le continue modifiche apportate alla disciplina in esame dall'ordinamento italiano, e da quello comunitario, gli operatori finanziari hanno più volte provato ad eludere gli obblighi imposti *ex lege*.

La complessità della materia, oggetto di numerose analisi giurisprudenziali e dottrinali, non ha impedito le numerose diatribe riguardanti casi reali riferibili ai diversi istituti e alle differenti fattispecie contenute al suo interno che hanno richiesto un continuo intervento della Consob volto a fornire un giudizio in merito.

In diversi casi la Consob ha accertato l'esistenza di un patto non dichiarato³⁴³, sempre con modalità induttive, dichiarando che l'insieme degli elementi «faceva ipotizzare un concerto» metodo che, nell'unico caso giunto all'esame del giudice, il Consiglio di Stato non ha messo in discussione³⁴⁴.

I casi più celebri di azione di concerto, volta a eludere l'obbligo di lanciare un'OPA sono noti come SAI/Fondiaria, Antonveneta e Unipol/BNL di cui tratteremo. Nel caso Antonveneta il patto fu accertato da Consob grazie a una indicazione precisa resa da persona informata dei fatti, largamente in modo presuntivo, mentre nel caso SAI/Fondiaria il patto fu induttivamente

³⁴³ Delibere 30 gennaio 2008, n. 16324 relativa all'emittente Lazio S.p.A., 19 ottobre 2010, n. 17535, relativa all'emittente Yorkville bnh S.p.A., 9 dicembre 2011, n. 17986, relativa all'emittente Greenvision S.p.A.

³⁴⁴ Cons. St., Sez. VI, 1 dicembre 2009, n. 8175. TAR Lazio, Roma, I, 9 luglio 2008, n. 08835, come indica la sentenza d'appello, aveva accolto una censura preliminare e ciò ha determinato l'assorbimento dei motivi aventi a oggetto la prova dell'esistenza del patto.

accertato da Consob e fu poi rinvenuta la prova scritta del patto; anche in questi casi il procedimento non è stato contestato.

Per meglio comprendere alcune dinamiche e le relative pronunce della Consob si è ritenuto utile procedere, a titolo esemplificativo, all'analisi di alcuni casi.

4.2 Il caso Unipol-BNL: patto e contropatto

In qualsiasi analisi dei casi è impossibile prescindere dalla scalata di Unipol alla Banca Nazionale del Lavoro (BNL)³⁴⁵ che costituisce ormai un caso di scuola nell'ambito degli acquisti di concerto e dei tentativi di elusione dell'obbligo di OPA posti in essere tramite l'occultamento dei rapporti tra i vari concertisti: prima la contesa per il controllo tra patto di sindacato e contropatto degli immobilizeristi, poi l'OPS del Banco di Bilbao, quindi l'OPA di Unipol. Il tutto fu reso possibile dalla fitta trama di accordi con altre banche che prevedevano, per lo più, l'impegno di queste a non aderire ad alcuna offerta pubblica di acquisto o scambio, con lo scopo ultimo di far naufragare l'iniziativa del Banco di Bilbao³⁴⁶.

Secondo la ricostruzione operata dal Tribunale di Milano Unipol aveva segretamente concluso un accordo con gli esponenti del c.d. "contropatto" di BNL, ossia con un gruppo di azionisti di minoranza di BNL, i quali possedevano complessivamente, all'epoca, una percentuale di azioni pari al 24-25% e miravano all'acquisizione di un'influenza dominante su BNL.

In base a tale accordo segreto, il "contropatto" si impegnava a non aderire all'offerta pubblica di scambio di azioni BNL lanciata nel marzo dello stesso anno dal Banco di Bilbao; contestualmente, le parti si accordavano affinché UNIPOL e il "contropatto" potessero acquistare congiuntamente un'influenza

³⁴⁵ Connessa a quest'operazione è anche il caso della scalata della Banca Popolare di Lodi – Banca Popolare Italiana in Antonveneta. Anche in questa seconda vicenda, peraltro, si verifica un acquisto di concerto, ed assumono dunque rilievo tematiche connesse a tale disciplina. Sul punto si rimanda a MASELLA, *L'opa obbligatoria nel caso dell'acquisto di concerto. Il caso della banca Antonveneta*, in www.avvocato.it

³⁴⁶ Venturini, *I patti parasociali e la CONSOB: il caso Unipol-BNL*, in *Le Società*, 2010, 5, 587.

dominante sulla stessa BNL senza dover passare per il lancio di un'offerta pubblica di acquisto contrapposta all'OPS del Banco di Bilbao.

Secondo la ricostruzione del Tribunale, UNIPOL e altri soggetti ad essa collegati (in particolare la Banca Popolare dell'Emilia Romagna e Hopa Spa) procedettero quindi a successivi acquisti di azioni BNL sino al luglio 2005, senza tuttavia rivelare al mercato l'esistenza dell'accordo già stipulato con il "contropatto": accordo che secondo il Tribunale costituiva anch'esso un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122 d.lgs. 58/1998. In effetti, laddove l'accordo in questione fosse stato reso noto, tutti i paciscenti sarebbero stati tenuti, in forza del combinato disposto degli articoli 106 e 109 d.lgs. 58/1998, a lanciare un'OPA obbligatoria non appena la quota di azioni BNL complessivamente posseduta dai paciscenti avesse superato la soglia del 30% del capitale sociale; mentre, secondo quanto ritenuto dal Tribunale, lo scopo dell'accordo era proprio quello di consentire a UNIPOL una "scalata" occulta di BNL, con la prospettiva di lanciare un'offerta pubblica di acquisto soltanto una volta assicuratisi, calcolando anche le azioni del "contropatto", il 50% più uno del capitale sociale³⁴⁷.

I fatti prendono avvio nell'aprile 2004 quando il Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (Bbva), Generali e la Dorint firmano un patto parasociale sul 28,39% del capitale di Bnl. Tre mesi dopo debutta il "contropatto" che raccoglie inizialmente il 13,55% dell'istituto.

Nell'aprile 2005 il Banco di Bilbao forte del suo 14,9% e del patto di sindacato, lancia un'offerta pubblica di scambio sul 100% di BNL. Il documento di offerta viene in breve tempo approvato sia dalla CONSOB che dalla Banca d'Italia (cui spettava la funzione di controllo sull'operazione poichè afferente al settore bancario).

A distanza di soli tre giorni, entra in gioco Unipol, di concerto con altri investitori, che allo scopo di acquisire il controllo di BNL, comunica di possedere l'1,97% di Bnl e chiede l'autorizzazione a superare il 5% "al fine di meglio tutelare l'investimento effettuato nella joint venture assicurativa Bnl

³⁴⁷ *"Scalata di Bnl e manipolazione del mercato: le motivazioni della sentenza UNIPOL"* in Diritto Penale Contemporaneo, archiviodpc.dirittopenaleuomo.org.

Vita”. In pochi giorni procede all’acquisto di azioni della stessa BNL e, ottenendo l’autorizzazione della Banca d’Italia, si porta alla soglia del 5%. L’1 giugno è già al 9,99% e poco dopo può salire al 14,99%³⁴⁸.

Intanto la Banca d’Italia autorizza Bbva a raggiungere il 29,99% della stessa Bnl. Il 18 luglio Unipol annuncia un’offerta pubblica d’acquisto da 4,9 miliardi di euro: quel giorno si scioglie il “contropatto”, che vende il proprio 27,5% con una forte plusvalenza. Attraverso una serie di accordi, Unipol risulta controllare il 41,96% di Bnl. Si chiude con un fallimento l’offerta di Bbva: le adesioni si fermano allo 0,848% di Bnl, la banca spagnola rinuncia e si prepara a consegnare la propria quota a Unipol. A metà settembre ci sono i via libera di Antitrust e Consob all’OPA di Unipol. Nel settembre dello stesso anno la Procura di Roma apre un’indagine. Il 3 febbraio del 2006 Banca d’Italia blocca l’OPA in via definitiva: il giorno stesso Bnp Paribas rileva il 48% di Bnl e lancia l’offerta di pubblico acquisto che sancirà il passaggio di proprietà.

Indipendentemente dalle vicende giudiziarie, la congerie di patti stipulati finì sotto la lente d’ingrandimento della CONSOB con conseguente erogazione di sanzioni, sia nei confronti di Unipol, sia nei confronti dei suoi concertisti.

Così, il patto parasociale stipulato tra Unipol e Deutsche Bank³⁴⁹, fu qualificato dalla CONSOB come patto limitativo del trasferimento di azioni e, per questo, idoneo al “raggiungimento dell’obiettivo di acquisto del controllo societario e di governance sotteso alla promozione dell’OPA”³⁵⁰ nonostante

³⁴⁸ *Bnl - Unipol: cronaca di una scalata fallita*, in <http://www.ilsole24ore.com>; Bnl- Unipol. Dall’estate dei furbetti del quartierino al processo di secondo grado, in www.ilfattoquotidiano.it, 30 maggio 2012

³⁴⁹ CONSOB, delibera n. 15259 del 23 dicembre 2005, *Opa Bnl: riconoscimento dell’accordo tra Unipol spa e Deutsche Bank ag come rilevante ai fini dell’art. 122, comma 5, lett. b) del Tuf e conseguente adeguamento del prezzo d’offerta a 2,755 euro*. L’altra delibera in materia, che contiene l’erogazione della sanzione amministrativa, è la delibera CONSOB n. 16271 del 19 dicembre 2007, *Applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie nei confronti dei Sig.ri Filippo de Nicolais e Rafael Gil-Alberdi, per violazione dell’art. 122 del d.lgs. n. 58/98*, entrambe rintracciabili nel bollettino CONSOB, in www.consob.it

³⁵⁰ la CONSOB richiama i termini della sua precedente comunicazione n. DIS/29486 del 18 aprile 2000, in www.consob.it, ricordando che caratteri del patto parasociale devono essere non solo gli effetti di incidere nell’ambito indicato nella norma specifica, ma anche il fatto di avere la funzione e lo scopo di incidere in quest’ambito. Ciò viene dedotto nel caso di specie, escludendo la possibilità che l’impegno preso da Deutsche Bank fosse richiesto da Unipol allo scopo di meglio proteggere il proprio finanziamento.

venisse addotto da Unipol il fatto che l'operazione non fosse quello di stabilizzare gli assetti proprietari, quanto quello di rendere meno onerosa l'OPA per Unipol, il che sarebbe stato pienamente compatibile con il ruolo di consulenza e di finanziamento svolto da Deutsche Bank nell'operazione. Veniva, dunque, riconfermato l'orientamento basato sulla rilevanza dello scopo oggettivo dell'accordo e della sua capacità di incidere sul controllo dell'emittente³⁵¹.

Analogamente furono impartite sanzioni nei confronti³⁵² di altri soci che avevano stretto patti parasociali con Unipol³⁵³ come nel caso di Carige e Banca Popolare, in cui le penalità vennero impartite in ragione del fatto che la comunicazione del patto parasociale era avvenuta solo successivamente alla sua effettiva stipulazione³⁵⁴.

In tal modo la CONSOB riconosceva, in sostanza, la presenza essenzialmente di due accordi: il primo, occulto, perfezionatosi con l'acquisto da parte della banca genovese della partecipazione in BNL del 4 luglio; il secondo, regolarmente pubblicizzato, in cui si definiva il modo in cui la partecipazione sarebbe stata gestita.

Per contro Carige sosteneva che un unico patto fosse stato stipulato, in data 18 luglio, mentre l'acquisto del 4 luglio, perfezionatosi solo quando al raggiungimento dell'intesa su tutti gli elementi ad esso connessi, si iscrivesse nella fase delle trattative³⁵⁵. Presentava di conseguenza ricorso davanti alla Corte d'Appello di Genova.

³⁵¹ Successivamente, la CONSOB, con delibera 16271/2007, avrebbe provveduto ad erogare una sanzione contro Deutsche Bank per violazione degli obblighi pubblicitari previsti dall'art. 122, per cui la pubblicazione tramite comunicato stampa e sul sito CONSOB comunque non evitava di incorrere in responsabilità per tale violazione, pur attenuando la stessa ed essendosi tenuto conto di ciò nell'erogare la sanzione.

³⁵² CONSOB, delibere n. 16867, 16868, 16869 del 16 aprile 2009, in www.consob.it.

³⁵³ CONSOB, delibere n. 16865 e 16866 del 16 aprile 2009, in www.consob.it.

³⁵⁴ Tale stipulazione era avvenuta, secondo la CONSOB, ancor prima dell'acquisizione delle azioni BNL da parte dei concertisti, e non dopo (la comunicazione era stata data in data 18 luglio, l'acquisto da parte di Carige data al 4 luglio, da parte di Banca Popolare quantomeno al 10 maggio). Elemento chiave è dunque quello della retrodatazione del momento di stipula del patto parasociale. Sul punto anche VENTURINI, *I patti parasociali e la CONSOB*.

³⁵⁵ I contatti avvenuti prima dell'acquisto sarebbero stati volti a un mero inizio di negoziazione tra le parti e a un sondaggio della disponibilità di Carige a stipulare accordi con Unipol, più che a stipulare un contratto che sarebbe stato definito nei suoi elementi, anche essenziali, solo in seguito.

La CONSOB, d'altro canto, richiamando ancora una volta le modalità con cui si era pervenuti all'acquisto, sosteneva come fosse evidente la presenza di un accordo, anteriormente alla data di assolvimento degli obblighi pubblicitari, finalizzato all'acquisizione di azioni BNL tra Unipol e Carige ed eccepiva che le presunzioni derivate dalle condotte tenute dai pattisti rispecchiavano il canone di gravità, precisione e concordanza, e che la nozione di patti parasociali, specie con l'inciso "*in qualsiasi forma stipulati*", fosse suscettibile di interpretazione estensiva, anche in funzione del generale scopo della disciplina dei patti parasociali.

La questione ruotava dunque intorno ai tempi del patto, e, in particolare, al suo perfezionamento. La Corte, con decreto del 2009³⁵⁶, accoglieva la richiesta di Carige qualificando il rapporto tra essa e Unipol come contratto a formazione progressiva³⁵⁷. La Corte stessa rilevava, d'altronde, come, nel corso delle trattative, ben potessero assumere rilevanza singoli accordi intermedi³⁵⁸ ma che altro, in ogni caso, fosse il momento di perfezionamento del contratto, a meno che si ritenesse che le parti avessero inteso vincolarsi già al momento e sui contenuti delle pattuizioni intermedie, riservandosi poi di disciplinare dei punti ulteriori³⁵⁹ la qual cosa, peraltro, secondo la Corte d'Appello, non ricorreva nel caso in questione, dato che secondo la stessa Consob nella prima fase di contatti

³⁵⁶ Corte d'Appello di Genova, decreto del 19 dicembre 2009, in *www.consob.it*.

³⁵⁷ Definito come "*il rapporto che si costituisce tra le parti sulla base di un comune progetto, a seguito di trattative volte a valutarne la convenienza ed utilità reciproca, rapporto che si attua gradualmente nella durata*". Sul contratto a formazione progressiva si veda ROPPO, *Il contratto*, in AA. VV., *Trattato di diritto privato*, a cura di Iudica – Zatti, Milano, Giuffrè, 2001, 137. Per la conclusione del contratto è necessario che vi sia l'accordo su tutti i singoli punti discussi, nel momento in cui non si sia raggiunto non si potrà sostenere che il contratto è concluso.

³⁵⁸ "*Nel contesto dei contatti e degli scambi tra le parti nel quadro dell'attuazione del progetto cui il rapporto è finalizzato, può accadere che si raggiungano veri e propri accordi intermedi funzionali alla formazione del rapporto definitivo, contenenti pattuizioni già definitive ancorché limitate all'oggetto costituente un passaggio nel più ampio percorso nell'attuazione del progetto*".

³⁵⁹ La Corte d'Appello richiama sul punto Cassazione Civile, Sezione II, sentenza n. 16016 del 24 ottobre 2003. La lettura illustrata sembra maggiormente fedele agli intenti della Corte, mentre vi è chi ha una lettura più restrittiva, non ammettendo che nemmeno ove restino da definire solo degli elementi accessori possa intanto riconoscersi la presenza del patto. Sul punto BRUNO - ROZZI, *Patto parasociale occulto e "non patto" in società quotata: il caso (vittorioso) della Carige nella scalata Unipol a BNL*, in *Giur. Comm.*, 2011, 2, 445.

fra le parti non era ancora stato definito alcuno degli elementi essenziali del patto³⁶⁰.

Altrettanto interessante ai nostri fini è la pronuncia la Corte d'Appello di Bologna³⁶¹ sull'impugnazione dei provvedimenti sanzionatori da parte di BPER, con cui la Corte di Bologna ribalta la decisione della Consob. Le premesse del ricorso presentato da BPER erano ampiamente diverse da quelle di Carige, alla luce del fatto che BPER non aveva dato alcuna comunicazione di patti parasociali stipulati con Unipol, ed anzi aveva manifestato l'intenzione di non aderire all'OPA di questa. La CONSOB aveva, in un primo tempo, accolto quanto esposto da BPER, salvo poi ritornare sui propri passi in base a ulteriori elementi ricavati dall'istruttoria, desumendo la presenza di un patto occulto con Unipol³⁶².

Tra gli argomenti a sostegno della propria posizione, BPER adduceva il fatto che le comunicazioni intervenute tra le parti non manifestassero l'esistenza di un patto parasociale occulto mai tradottosi in un patto parasociale vero e proprio, mancandone tutti gli elementi essenziali, a partire dall'oggetto e dall'assunzione di specifici reciproci obblighi, per arrivare all'assenza dell'intento di incisione sul controllo societario propria dei patti parasociali secondo la comunicazione CONSOB 29486/00.

Le notazioni di BPER venivano accolte dalla Corte d'Appello atteso che l'esistenza di un patto richiede un accordo in grado di produrre effetti obbligatori, che sia riconoscibile e che sia percepito come vincolante³⁶³.

³⁶⁰ Una seconda opposizione alle sanzioni erogate da CONSOB è quella di Unipol, che viene risolta con argomentazioni simili. Corte d'Appello di Bologna, Sez. III civ., decreto del 26 gennaio 2010, in www.consob.it.

³⁶¹ Corte d'Appello di Bologna, Sez. III civ., decreto del 27 gennaio 2010, in www.consob.it.

³⁶² In particolare emergevano dalle comunicazioni tra un amministratore di BPER e il Presidente di Unipol continue rassicurazioni sull'appoggio di BPER alla scalata, tramite l'acquisto effettuato da BPER, l'impegno di BPER a non aderire all'OPA Unipol e a concedere a quest'ultima un diritto di opzione sulla partecipazione in BNL in caso di mancato successo dell'OPA.

³⁶³ “Un patto, anche nullo, esiste solo quando vi sia un accordo astrattamente idoneo a produrre effetti obbligatori per i paciscenti; quando, cioè, vi sia un accordo socialmente riconoscibile tra le parti su un rapporto patrimoniale, e ciò implica che l'elemento discrezionale è dato dalla percepibilità oggettiva della ‘vincolatività’ dell'accordo per le parti, indipendentemente dalla giuridica validità e dalla stessa efficacia dell'obbligo”. Tale necessità di vincolatività dell'accordo non toglie, peraltro, che la stessa Corte si dica consapevole del fatto che

Tale decisione fu supportata da un ulteriore elemento di analisi riferito al contenuto della delibera del Consiglio d'Amministrazione di BPER da cui non emergeva l'intenzione di collaborare alla scalata bensì quella di effettuare un investimento, mantenendo piena libertà di gestione della partecipazione acquisita. L'effetto di collaborazione all'acquisizione del controllo da parte di Unipol, consistente nella sterilizzazione della partecipazione detenuta da BPER, è solo un effetto "collaterale" di tale gestione libera. Proprio le intenzioni manifestate dal Consiglio d'Amministrazione di BPER portano dunque la Corte d'Appello a escludere le responsabilità di BPER.

Tale ricostruzione è apparsa ad alcuni eccessivamente formalistica, dato che su queste basi qualsiasi società potrebbe "autocertificare" il proprio intento di non stipulare un patto parasociale³⁶⁴.

Non manca una chiave di lettura alternativa che evidenzia come molto spesso le condotte dei presunti pattisti, specie se situate in un passaggio intermedio propedeutico alla stipulazione del patto, sono compatibili sia con lo scopo dell'adesione al patto che con un proposito speculativo del solo soggetto che le pone in essere³⁶⁵, e non v'è dunque motivo di ritenere che esse siano spiegabili solo con l'adesione al progetto di scalata di un altro soggetto³⁶⁶. Nel caso di specie, dunque, sarebbe stato ravvisabile solo il perseguimento di un proprio scopo economico, motivato sulla base della presenza di un interesse intorno a BNL, tale da rendere proficuo un investimento strategico in essa.

l'investimento di BPER sia effettuato su sollecitazione di Unipol e "nella consapevolezza della rilevanza del proprio atteggiamento".

³⁶⁴ VENTURINI, *I patti parasociali e la CONSOB*. Va detto comunque che la Corte d'Appello compie nel caso specifico una valutazione contestuale, tesa a analizzare la compatibilità delle comunicazioni tra gli amministratori dei presunti concertisti con le deliberazioni del Consiglio di Amministrazione e con gli interessi della società, presentandosi dunque un "quadro in complesso coerente con le deliberazioni del Cda della BPER". L'argomento è, dunque, meno formalistico di quanto potrebbe apparire.

³⁶⁵ Sul punto PURPURA, *Sui presupposti minimi necessari per ritenere accertata l'esistenza di patti parasociali (occulti) ex art. 122 T.U.F.*, in *Riv. Soc.*, 2010, 2, 258. Tale argomentazione potrebbe finire con il legittimare qualsiasi tipo di elusione, dato che l'investimento in una società contesa o nell'imminenza del lancio di un'OPA è con tutta probabilità sempre conveniente da un punto di vista economico. Un criterio di razionalità economica della condotta può usarsi come prova positiva, nel senso che l'unica spiegazione da dare a un comportamento altrimenti irrazionale è quella dell'esistenza di un patto occulto, e non come prova negativa dell'inesistenza di tale patto occulto.

³⁶⁶ C. MOSCA, *Comportamenti di concerto*, pag. 452.

Carattere invece assolutamente di segno contrario ha un terzo provvedimento rilevante, assunto dalla Corte d'Appello di Venezia³⁶⁷ in seguito all'impugnazione dei provvedimenti sanzionatori da parte di Banca Popolare. La questione verte sempre sull'accertamento della CONSOB dell'esistenza di un patto parasociale, sulla base degli elementi precedentemente descritti. In questo caso però, in considerazione del tipo di operazioni effettuate e del tipo di contatti avvenuti tra gli esponenti delle due società, il ricorso viene rigettato, e dunque si riconosce l'esistenza del patto parasociale occulto riconoscendo dunque che dal comportamento delle parti possa discendere una presunzione grave, precisa e concordante dell'esistenza di un patto occulto³⁶⁸.

Ciò che emerge dal caso preso in esame è la difficoltà probatoria del concerto soprattutto nel passaggio dalla semplice presenza di comportamenti paralleli, o che comunque sembrano denunciare la presenza di un collegamento tra soci, alla prova di un patto parasociale. Le sentenze delle Corti d'Appello appaiono volte ad impedire una interpretazione espansiva della nozione di patto "anche nullo" e "in qualsiasi forma stipulato" in accordo ad una linea giurisprudenziale volta a richiedere che il patto, per quanto nullo, sia pur sempre ricostruito in quanto tale, dovendo presentare dunque i requisiti di un contratto³⁶⁹ quali la conclusione delle trattative e la definizione di tutti i punti del contratto stesso (vedasi Carige), linea interpretativa che sia pur formalmente corretta rischia di favorire elusioni della normativa.

Il legislatore, infatti, nel regolare i presupposti del concerto, non si preoccupa troppo del fatto che i patti parasociali siano vincolanti, atteso che un patto parasociale elusivo dell'obbligo di OPA in quanto occulto occulto, quindi nullo, per sua natura non potrà in alcun modo essere coercibile. Peraltro non bisogna dimenticare che rilevano anche i patti nulli, e non soltanto per l'inadempimento degli obblighi pubblicitari.

Ciò nonostante nella vicenda in esame, il giudice della Corte di Milano prende in considerazione proprio il criterio della vincolatività, sebbene come

³⁶⁷ Corte d'Appello di Venezia, Sez. I civ., decreto del 15 luglio 2010, in www.consob.it.

³⁶⁸ VENTURINI, *Ancora sul caso Unipol- BNL*, in *Le Società*, 2010, 12, 1498.

³⁶⁹ MOSCA, *Comportamenti di concerto*, 460.

rilevato nella nostra analisi, i patti parasociali non vengano richiamati tra i presupposti del concerto solo in quanto vincolanti, ma in quanto strumenti attraverso cui realizzare una convergenza di interessi. Infatti, se è vero che “*un patto, anche nullo, esiste solo quando vi sia un accordo astrattamente idoneo a produrre effetti obbligatori per i paciscenti*” come affermato dalla Corte d’Appello di Bologna nel decreto del 27 gennaio 2010, appare opinabile che la “*percepibilità oggettiva della vincolatività* ³⁸⁰ *dell’accordo*” possa essere elemento decisivo³⁷⁰. Più determinante appare, invece, il requisito della definitività al fatto che esso sia in concreto rispettato e, dunque, produca effetti ai fini del controllo della società³⁷¹.

È evidente, infatti, come determinati effetti elusivi potrebbero prodursi anche in attesa che i contraenti raggiungano l’accordo su tutti gli elementi rilevanti; in quest’ottica maggiore rilevanza andrebbe riservata agli accordi raggiunti durante le trattative quali stati intermedi per la pattuizione definitiva, almeno quando essi appaiano esercitare effetti sensibili sulla compagine sociale e sul controllo della società.

In finale , il patto parasociale assume rilevanza all’interno della disciplina del concerto non come negozio ma come fatto funzionale all’acquisizione del controllo dell’emittente tramite la coordinazione di più soggetti. ³⁸⁵ Dunque, l’elemento decisivo è che si sia raggiunto un accordo definito, che abbia un oggetto specifico, e, quindi, che vi sia una concordanza di intenti sulle condotte tenute e da tenere idonee ad incidere sul controllo³⁷².

³⁷⁰ Al riguardo BIANCHI, *Sub art. 109*, pag. 442.; ROMAGNOLI, *op. cit.*, pag. 186. Ovviamente la vincolatività di un patto è elemento essenziale perché un patto parasociale produca i suoi effetti. Ma qui si tratta di patto occulto, quindi radicalmente nullo, e stipulato proprio in quanto tale. In considerazione di ciò, nella ricostruzione di un patto occulto finalizzato ad acquisti di concerto, la vincolatività non è elemento decisivo.

³⁷¹ BIANCHI, *Sub art. 109*, 441; Tucci, *Acquisto di concerto*, 927. L’obbligatorietà in un tale contesto finirebbe per essere individuabile quasi solo su un piano soggettivo, nel senso che la vincolatività del patto sarebbe sostanzialmente desumibile solo dal comportamento successivo delle parti, vale a dire che esse effettivamente rispettano il contenuto dell’accordo stipulato; fattore, questo, che entra in gioco anche come fondamento delle presunzioni da cui si deriva l’esistenza del patto parasociale, e, eventualmente, con la considerazione del patto come stipulato *per facta concludentia*.

³⁷² A. PRINCIPATO, in *L’OPA di concerto: disciplina, problemi applicativi, prospettive evolutive*, Università degli Studi di Pisa, 2013, pag. 110 e ss. Secondo l’autore ciò genera un problema in situazioni statiche di controllo. Mentre in una situazione dinamica quale quella descritta, caratterizzata da un susseguirsi di operazioni volte all’acquisizione del controllo sull’emittente,

Nel caso Unipol - BNL, il raggiungimento un accordo che prevedeva l'acquisto da parte di Carige di una partecipazione in BNL pur in assenza di una definizione effettiva dei termini in cui sarebbe realizzata la messa a disposizione di Unipol della partecipazione acquisita, forse poteva ritenersi sufficiente ad integrare gli estremi del concerto in base ad una interpretazione "sostanziale" dell'art. 101-bis in combinato con l'art.122, TUF, diretta a verificare se effettivamente si è realizzato l'accordo su quei punti che influiscono sul controllo della società³⁷³ considerato che nel momento in cui vengono posti in essere dei tentativi elusivi l'intenzione dei concertisti è finalizzata non alla stipula di un patto parasociale, ma di un patto che ne abbia il solo oggetto e i relativi effetti, nell'individuare il quale è necessario ricorrere ad una interpretazione sostanziale della norma..

Quanto, invece al mancato raggiungimento di un vero e proprio accordo³⁷⁴, sia pur tacito o impossibile da provare, la questione rimanda alle considerazioni in precedenza svolte che attengono al rischio che una interpretazione "ampia", per fatti concludenti³⁷⁵, in materia di concerto, pur

vi saranno inevitabilmente contatti tali da far desumere il raggiungimento di un accordo, in una situazione caratterizzata dalla presenza di azionisti forti che colludono tacitamente nella gestione di una società, senza estrinsecare tale accordo, il lievitare della partecipazione potrebbe avvenire senza che tali contatti avvengano, tramite una sorta di collusione tacita, basata sulla continuazione di prassi generatesi autonomamente durante la gestione della società

³⁷³ Secondo C. MOSCA, *Attivismo degli azionisti*, l'esistenza della presunzione assoluta contraddirebbe radicalmente ogni ipotesi "riduzionista" della nozione di patto parasociale, che sarebbe poco compatibile con una nozione di patti nulli "ampia e senza confini". Va detto però che la nozione di patto nullo necessita comunque di un denominatore forte, quale la presenza dell'accordo, e che in generale tale incompatibilità "sconfesserebbe" la tendenza interpretativa in materia di concerto precedente il 2009, che si basava proprio su una lettura ampia della nozione di patto parasociale nullo. Si vedano ad esempio OPPO, *op. cit.*, 225; GIUDICI, *L'acquisto di concerto*, 501; BIANCHI, *Sub art. 109*, 442. Peraltro va detto che non va confuso il piano probatorio (da cosa si desuma un patto in caso di concerto) da quello sostanziale (cosa sia un patto). Pare invece opportuno ritenere che la presenza della presunzione assoluta abbia un'influenza nel senso di fare preferire all'interpretazione ristretta dei patti parasociale quell'interpretazione espansiva della clausola generale di concerto

³⁷⁴ E' il secondo motivo per cui viene cancellata la sanzione nella vicenda Carige, sulla base della considerazione che non vi fossero stati contatti tali da ritenere integrati i presupposti minimi di un patto parasociale nella fase precedente la comunicazione alla CONSOB. In sostanza, a differenza che in BPER, le comunicazioni tra i soggetti non mostrano che si sia raggiunto un accordo tra le parti

³⁷⁵ Nel caso in esame vorrebbe dire, ad esempio, che a fronte della proposta contrattuale di Unipol a Carige inerente la stipula di un patto parasociale, il mero acquisto di azioni effettuato da Carige significherebbe che il patto parasociale è stipulato. Non sarebbe dunque necessario andare a individuare, come avvenuto nel caso di Banca Popolare, le comunicazioni e i contatti intervenuti tra gli esponenti delle società per verificare che vi fosse un vero intento collaborativo.

consentendo di individuare eventuali condotte elusive, riconduca ad esso anche comportamenti del tutto casuali con il risultato di riavvicinarsi al concetto esteso di concerto sempre costantemente escluso dal legislatore.

Poiché nella vicenda Carige il nodo che ha portato all'annullamento della sanzione fu il mancato raggiungimento di un'intesa definitiva, non si esclude che se fosse stata vigente l'attuale disciplina, la CONSOB avrebbe potuto riconoscere che le due parti cooperavano sulla base di un accordo tacito ben prima del raggiungimento dell'intesa definitiva³⁷⁶.

4.3 Il caso Aeroporto Toscano: l'efficacia dei patti parasociali

Nel marzo del 2014, Corporacion America Italia S.r.l. – società molto attiva sul fronte aeroporti e compagnie aeree di proprietà dell'imprenditore argentino Eurnekian – lanciava un'OPA sulle società di gestione degli aeroporti di Firenze e Pisa, Adf e SAT, delle quali era già un importante socio di minoranza, precisamente l'OPA volontaria totalitaria su l'aeroporto di Pisa - Società Aeroporto Toscano (di seguito S.A.T.) – e l'OPA obbligatoria totalitaria sull'Aeroporto di Firenze.

Se l'OPA sull'aeroporto di Firenze, di proprietà privata, si manifestava relativamente semplice, quella sull'aeroporto di Pisa crea intense tensioni e confronti: la maggioranza di SAT, era detenuta da un patto di sindacato stipulato da un gruppo di azionisti pubblici – tra cui il Comune di Pisa e la Regione Toscana – che si opponevano all'OPA ed apparivano inizialmente determinati omento a mantenere il controllo pubblico sull'aeroporto.

La Regione Toscana, il cui originale documento d'offerta era già stato approvato regolarmente dalla Consob il 17 aprile 2014, il 29 aprile dello stesso avviava l'offerta in qualità di azionista della S.A.T..

³⁷⁶ Secondo l'interpretazione ermeneutica l'accordo intermedio rileva in quanto gli si attribuisce comunque una valenza autonoma, in questo caso in quanto esso costituisce una fase del raggiungimento della stipulazione del patto che da sola integra i requisiti della clausola generale di concerto.

Nello stesso periodo S.A.T. produce una valutazione negativa sul prezzo dell'offerta costringendo l'offerente ad una modifica che vedeva salire il prezzo da € 13,15 a € 14,22³⁷⁷.

La quota di partecipazione detenuta dalla Regione all'interno del capitale di S.A.T., pari al 16,90 per cento, risultava inclusa in un patto parasociale di consultazione e voto (rilevante ai sensi dell'art. 122 del T.U.F.) al quale partecipava anche la maggioranza dei soci di S.A.T. e la Fondazione Pisa. Fine ultimo del patto era la nomina della maggioranza degli 11 membri del CdA di S.A.T. aggregando al suo interno circa il 54,45 per cento del capitale della stessa.

La Regione Toscana aveva fin da subito manifestato la propria propensione ad aderire all'offerta, formalizzando la propria decisione con le delibere della Giunta del 20 e 27 maggio e, la definitiva delibera del 5 giugno 2014, con la quale rendeva nota la volontà di non aderire all'offerta promossa su ADF e di aderire parzialmente all'offerta promossa su S.A.T., mantenendo una partecipazione al capitale pari al 5% *«a condizione che le modalità di adesione all'offerta pubblica di acquisto di Corporacion America Italia S.r.l. avvengano in modo da non comportare oneri a carico della Regione Toscana»*. Ciò nonostante, lo stesso esito positivo non era rinvenibile all'interno del patto parasociale sopra menzionato. I membri del patto, infatti, rappresentanti dal Comitato Direttivo e dal suo Presidente³⁷⁸ avevano manifestato la loro volontà a non aderire all'offerta³⁷⁹.

Già il 26 maggio, i paciscenti avevano inviato alla Regione una diffida a non vendere le azioni del patto invocando un vincolo di inalienabilità delle azioni possedute al suo interno. L'art. 8 dell'accordo stabiliva infatti che l'unico motivo per cui le azioni del patto potevano essere trasferite risiedeva nella possibilità in cui la vendita fosse imposta, per un socio pubblico, da una norma imperativa di legge oppure fosse effettuata dai Soci sottoscrittori per eseguire

³⁷⁷ Tale prezzo era stato espresso sulla base della media dei valori definiti mediante diversi criteri di calcolo e valutazione utilizzati dall'Esperto indipendente incaricato.

³⁷⁸ Presidente del patto era il Sindaco del Comune di Pisa.

³⁷⁹ Il comune e la provincia di Pisa detenevano partecipazioni pari rispettivamente al 8,45 per cento e il 9,62 per cento del capitale di S.A.T.

impegni finalizzati all'aggregazione aeroportuale per rendere l'aeroporto il terzo polo toscano (come stabilito alla lettera b) dell'accordo). A tal fine successivo art. 9 prevedeva, specifiche penali ed eventualmente un risarcimento del maggior danno derivante dall'inadempimento.

La diffida in questione, oltre ad avere come destinatario la Regione, veniva inoltrata anche alla Camera di Commercio di Firenze, la quale, in qualità di pattista con una partecipazione pari all'1,8 per cento del capitale di S.A.T., aveva già aderito all'offerta, effettuando il recesso ai sensi dell'art. 123, comma 3, T.U.F.

Sulla base di un parere legale commissionato dall'Emittente la diffida inviata dal Comune e dalla Provincia di Pisa era riferita anche al disposto dell'art. 123, TUF, cui la Camera di Commercio si era appellata per il recesso dal patto, ritenuto che non fosse applicabile il disposto secondo cui *«gli azionisti che intendono aderire a un'offerta pubblica di acquisto o di scambio promossa ai sensi degli articoli 106 o 107 possono recedere senza preavviso dai patti indicati nell'articolo 122. La dichiarazione di recesso non produce effetto se non si è perfezionato il trasferimento delle azioni»*. Il dispositivo citato veniva, infatti, ritenuto non applicabile *«al caso in cui il socio paciscente intenda aderire ad un'o.pa. volontaria, come quella promossa da Corporacion (...)»*.

Con le medesime motivazioni, il Comune di Pisa presentava al Tribunale di Pisa un ricorso contro la Regione Toscana, con il quale chiedeva il sequestro giudiziario delle azioni detenute da quest'ultima unitamente a un provvedimento di urgenza finalizzato ad ordinare alla Regione di adempiere agli obblighi assunti tramite il patto e la conseguente non vendita delle azioni.

Il Tribunale, con decisione del 3 giugno 2014, rigettava il ricorso *«per difetto del requisito del fumus, con assorbimento dell'esame della valutazione del profilo del periculum e dell'ammissibilità delle richieste misure»*.

Malgrado tale pronuncia, la Regione Toscana chiedeva all'autorità di vigilanza di esprimersi in merito alle caratteristiche dell'offerta promossa da *Corporacion America S.r.l.* sulla totalità del capitale sociale di S.A.T., dedotte le azioni già in possesso al momento della proposta, pari al 27,392 % del capitale sociale.

Dall'atto di interpello scaturiva la pronuncia della Consob dell'11 giugno 2014 n. DCG/049117.

Attesa la natura dell'offerta promossa su S.A.T. identificata, ai sensi dell'art. 102, T.U.F. , come offerta pubblica di acquisto preventiva³⁸⁰ e che nel caso di specie l'offerta rientrava nella fattispecie di cui all'art. 106, comma 4, T.U.F, in quanto volta al superamento della soglia imposta *ex-lege* del 30% attraverso un'offerta rivolta ¹⁶² all'intero capitale sociale dell'emittente, la Consob sottolineava il fatto che il legislatore del 1998 avesse introdotto la fattispecie dell'offerta sopra menzionata proprio *«per evitare la duplicazione dell'obbligo di promuovere un'offerta in considerazione del fatto che il trasferimento del controllo in tal caso avviene nel rispetto della parità di trattamento, garantendo a tutti gli azionisti la possibilità di disinvestire al medesimo prezzo»*.

Peraltro lo stesso principio si rinviene a livello europeo dove la necessità di evitare l'insorgere di un obbligo di OPA successiva si è manifestata all'interno della Direttiva 2004/25/CE, la quale, all'art. 5 rubricato *«Tutela degli azionisti di minoranza: offerta obbligatoria e prezzi equi»* ha stabilito che non sussiste obbligo di promuovere un'offerta quando il controllo è stato ottenuto a seguito di un'offerta volontaria presentata a tutti i possessori di titoli e per la totalità dei titoli da loro posseduti.

L'esclusione dell'obbligo di OPA veniva riconosciuto dal momento che, *«l'offerta pubblica volontaria attraverso la quale si è giunti ad ottenere la partecipazione, che in teoria farebbe scattare l'OPA già di per sé tutela quei principi di parità di trattamento di exit della minoranza ,anche se preventivamente rispetto all'eventuale cambio di controllo »³⁸¹.*

L'offerta in questione rappresenta quindi un'esenzione³⁸² al più generale obbligo di offerta, che anche se preventivamente rispetto all'eventuale cambio di

³⁸⁰ Ovvero una delle quattro tipologie di offerta pubblica d'acquisto presente all'interno del Capo II del T.U.F. *“Offerte pubbliche di acquisto e di scambio”*

³⁸¹ M. FRATINI, G. GASPARRI, *op. cit.*, pag. 1407.

³⁸² Di diversa opinione è M. RONDINELLI, secondo il quale, non siamo davanti ad una esenzione, poiché il comma 4 «non esime (definitivamente o temporaneamente) dall'obbligo di OPA. ma semplicemente impedisce che tale obbligo venga ad esistenza; essa configura quindi una fattispecie impeditiva dell'obbligo di OPA mentre le esenzioni propriamente dette sono

controllo» fonda la sua *ratio* sulla tipicità del procedimento, adatto a tutelare le minoranze, non rendendo necessario un successivo intervento di riequilibrio³⁸³.

Quanto alla seconda parte del quesito inviato alla Consob, ovvero l'applicabilità del contenuto dell'art. 123, comma 3, T.U.F. al caso di specie, la Consob ha statuito che l'applicazione della norma menzionata «*rispetta una specifica fattispecie*», la cui violazione porterebbe a conseguenze unicamente di natura risarcitorie nonché all'adozione di provvedimenti autoritativi da parte della Commissione.

La ragione della pronuncia risiede nel fatto che l'efficacia dei patti parasociali rileva solo *inter partes* e, pertanto, una violazione di quanto definito all'interno dell'accordo non è assolutamente equiparabile ad una violazione dello statuto societario: l'aderente al patto, infatti, è sempre e comunque libero di esercitare il voto in assemblea in maniera difforme e in violazione delle regole poste dall'accordo parasociale³⁸⁴.

4.4 PREMAFIN-GROUPAMA: le modifiche infrapatto

Un caso relativamente recente nel quale è venuto in rilievo il tema delle modifiche infrapatto riguarda il progetto di ricapitalizzazione di Premafin, società quotata, controllante di Fondiaria- Sai, anch'essa quotata, che avrebbe dovuto realizzarsi con la sottoscrizione da parte di Groupama di un aumento di capitale, previa cessione dei relativi diritti di opzione della famiglia Ligresti alla società francese Groupama.

fattispecie estintive (la sola esenzione per le operazioni di carattere temporaneo configura una fattispecie sospensiva) di tale obbligo» M. RONDINELLI, *Art. 106*, in *Leggi civ. comm.*, 2010, I, pag. 130.

³⁸³ Nonostante la comunicazione della Consob, non tutti hanno condiviso l'idea della tutela delle minoranze. Sempre secondo M. RONDINELLI, il comma 4, più che costituire uno strumento di tutela delle minoranze, rappresenta un elemento di salvaguardia volto a mitigare l'eccessivo costo della disciplina OPA. obbligatoria, considerandola tra l'altro in questo senso «*quanto mai opportuna visti i maggiori costi, rispetto al passato, cui si andrebbe incontro a seguito dell'OPA. obbligatoria*». M. RONDINELLI, op. cit., p. 169.

³⁸⁴ Quanto detto è la diretta conseguenza delle pronunce della Cassazione. In questi termini, Cassazione, 20.09.1995, n. 9975, in *Riv. Dir. Comm.*, 1996, II, p. 199 e in *Soc.*, 1996, p. 37. La violazione sarà eventualmente considerata come inadempimento con conseguenze unicamente risarcitorie, restando comunque una fattispecie estranea alla società

Tutto ruota intorno a una parola - e a un concetto): «concerto». La Consob ritiene che tra il gruppo assicurativo francese Groupama, , e il gruppo Ligresti, che oggi controlla la stessa Premafin, ci sia un'unità di intenti tale da far ravvisare «una modificazione sostanziale nell'assetto di controllo di Premafin» (che a sua volta controlla, come principale asset, la compagnia Fondiaria-Sai). E il patto sottoscritto tra i due soggetti non è una semplice modificazione dei patti precedenti, ma è ritenuto l'espressione di una volontà nuova, finalizzata appunto a una diversa *governance* («non sostituisce il patto parasociale preesistente grazie al quale il gruppo Ligresti controlla Premafin, ma è a tutti gli effetti un nuovo patto che a quello si affianca»).

Venendo all'esame dei fatti, la particolare struttura dell'operazione prospettata era articolata in due fasi - l'una incentrata sull'ingresso di Groupama nel capitale della holding Premafin a seguito delle intese intercorse con gli azionisti di riferimento, e l'altra integrata dall'acquisto, asseritamente non concordato con gli azionisti di cui sopra, di una partecipazione diretta al capitale della controllata Fondiaria-SAI da parte della stessa Groupama. Segnatamente la famiglia Ligresti avrebbe diluito la propria partecipazione al di sotto del 50%, conservando una quota pari al 34,2%, mentre Groupama avrebbe sottoscritto il 17,1 % delle azioni Premafin.

L'operazione era sottoposta alla condizione – mai verificatasi a causa della decisione assunta dall'autorità di vigilanza – dell'insussistenza dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto su Premafin, e “a cascata” su Fondiaria- Sai, in seguito all'ingresso di Groupama nel preesistente patto parasociale stipulato tra i membri della famiglia Ligresti. Si tratta, dunque, di una operazione complessa nella quale l'insieme dei soci vincolati da un patto parasociale Premafin (Gruppo Ligresti) ridurrebbe, in seguito alla diluizione conseguente alla mancata sottoscrizione di azioni rivenienti dall'aumento di capitale, la propria partecipazione in tale emittente al di sotto della soglia del 50 per cento del capitale, mantenendo comunque una partecipazione pari al 34,2 per cento. Contestualmente, grazie alla cessione dei diritti di opzione da parte del Gruppo Ligresti, Groupama sottoscriverebbe l'aumento di capitale in misura tale da acquistare una partecipazione pari al 17,1 per cento. Tale operazione avverrebbe

in costanza e in esecuzione di un patto parasociale concluso tra il Gruppo Ligresti e Groupama.

In ossequio alla condizione prevista Groupama chiede, alla Consob un parere su un eventuale ingresso in Fondiaria-Sai oltre al giudizio sull'accordo i con la famiglia Ligresti per l'ingresso in Premafin.

L'esito dell'istruttoria dell'authority in relazione ai due distinti quesiti presentati dai francesi, sul controllo congiunto e sull'ingresso diretto in Fonsai, presenta passaggi interessanti in particolare con riguardo alle argomentazioni relative all'ingresso del socio francese nel patto.

Nel valutare operazioni con struttura simile a quella in esame, la Commissione si era da tempo attenuta all'orientamento per cui la permanenza di una posizione dominante in capo al socio di controllo dopo la cessione di parte delle azioni a un terzo, che fosse vincolato al primo socio da un patto parasociale, esclude la sussistenza di un obbligo di offerta in capo ai due soggetti³⁸⁵.

Questo orientamento costituiva lo sviluppo di altra simile linea interpretativa secondo la quale le modifiche soggettive ed oggettive apportate a patti di controllo su società quotate rilevano ai fini dell'insorgenza di un obbligo di offerta soltanto qualora esse comportino una "significativa modificazione" degli assetti di potere interni al patto, circostanza ritenuta verificabile solo nel caso in cui un nuovo socio fosse in grado di esercitare una stabile preminenza all'interno del patto o di disporre di uno stabile potere di veto sulle decisioni che attengono alla gestione ordinaria della società³⁸⁶.

Inoltre, con riferimento ai casi in cui un soggetto passasse dalla maggioranza assoluta del capitale ad una partecipazione superiore al 30 per cento, aggregata tramite patto a quella di un nuovo socio che rimanga al di sotto di tale soglia, la Commissione aveva tenuto a precisare che tali situazioni dovessero essere considerate "*alla luce di alcuni principi interpretativi generali*

³⁸⁵ cfr. Comunicazione n. 85385 dei 16-11-2000 e da ultimo la Comunicazione n. 10064646 del 22-7-2010

³⁸⁶ Tale orientamento è stato assunto per prima volta con le Comunicazioni n. 99024712 del 31-3-1999 e n. 99061705 del 13-8-1999 e da ultima confermato con Comunicazione n. 8085779 del 17-9-2008

delle norme in materia di acquisto di concerto [...], con l'avvertenza che la loro applicazione a casi concreti è possibile soltanto dopo aver verificato le diverse circostanze che possono caratterizzare ogni singola operazione e che possono riguardare, ad esempio, le effettive intenzioni delle parti, le dimensioni delle partecipazioni trasferite o acquistate, il significato da attribuire alle pattuizioni stipulate" ³⁸⁷.

Nel condurre questa valutazione, la Consob rilevava che il patto del 29 ottobre 2010, come integrato in data 22 novembre 2010, non sostituiva il patto parasociale preesistente grazie al quale il Gruppo Ligresti controllava Premafin, ma era, a tutti gli effetti, un nuovo patto che a quello si affianca. Nel caso in esame, da un lato, non si trattava di modifiche di un patto preesistente, ma di un accordo interamente nuovo tra Groupama e il Gruppo Ligresti.

Ancora più interessanti furono le considerazioni svolte in ordine alla valutazione del ruolo del nuovo socio all'interno del patto comportante una significativa modificazione degli assetti di controllo dell'emittente.

La Consob rilevava che né prima dell'operazione vi era un socio in posizione di controllo di diritto né dopo un singolo socio in posizione di controllo di fatto: *“Infatti, il controllo di quest'ultimo emittente (cfr Premafin)è condiviso da quattro soci congiuntamente tra loro; tutti i pattisti attuali si trovano, già oggi, sotto la soglia del 30 per cento e nessuno di essi è in grado di esercitare un controllo solitario di fatto. A tale limitata concentrazione degli assetti proprietari occorre poi aggiungere che il patto dell'11 novembre 2005 prevede, ai fini del voto in assemblea, clausole che si risolvono in un obbligo di consultazione più che di voto, in forza delle quali i pattisti, se dissenzienti dalle deliberazioni assunte dalla maggioranza dei pattisti, sono liberi di esercitare il proprio diritto nel modo da loro ritenuto più opportuno, con il solo onere di comunicare per iscritto, nel corso dell'assemblea del patto, la loro intenzione”*³⁸⁸

Il vincolo che legava gli iniziali paciscenti risultava, pertanto, debole; per contro Groupama sarebbe potuto diventare, ad esito dell'operazione, il socio di

³⁸⁷ così ad es. Comunicazione DCL/DEM/85385 del 16 novembre 2000

³⁸⁸ Comunicazione Consob DEM/11016918/2011

maggioranza relativa di Premafin³⁸⁹, considerato altresì un ulteriore elemento atto a rafforzare la posizione di Groupama all'interno dell'azionariato Premafin, ovvero la presenza nell'azionariato del Sig. Vincent Bolloré, titolare di una partecipazione superiore al 5 per cento *“Il Sig. Bolloré e Groupama sono infatti legati da significativi rapporti societari, sicuri indici di una vicinanza tra i due soggetti: in primo luogo, Groupama detiene storicamente una partecipazione pari a circa il 4 per cento nel Gruppo controllato dal Sig. Bolloré; in secondo luogo; il Sig. Jean Azéma, direttore generale di Groupama e rappresentante di quest'ultima società nella definizione dell'operazione prospettata dagli istanti, siede da lungo tempo nel consiglio di amministrazione del Gruppo Bolloré”*.

Quanto agli elementi oggettivi del patto tra Groupama e il Gruppo Ligresti, si metteva in luce l'assenza di talune clausole (quali una dichiarazione di volontà espressa) normalmente presenti nei patti aventi natura e finalità analoghe, di mantenere in ogni caso il controllo in capo ai soggetti che già lo detenevano. Alla luce delle considerazioni svolte la Consob ha ritenuto che non esistesse, di fatto, alcun limite alla possibilità del nuovo socio Groupama di esercitare un ruolo più significativo di quello che si sarebbe potuto ritenere sussistente in base alla considerazione della sola partecipazione, da questi detenuta. Tra le finalità dell'operazione, del resto, Groupama stessa aveva indicato l'acquisizione di una "posizione favorevole nel medio o lungo termine nel contesto dell'evoluzione del Gruppo Premafin". In aggiunta, gli accordi del 29 ottobre e del 22 novembre 2010 contenendo una clausola c.d. di lock-up, congegnata in modo da determinare un significativo impatto sulla gestione ordinaria di Premafin, di durata biennale sulle azioni Fondiaria detenute da Premafin, avrebbero impedito a Premafin la cessione di azioni Fondiaria, indipendentemente dall'ammontare della partecipazione trasferita.

Alla luce di tali considerazioni, l'impatto del nuovo accordo sulla *governance* di Premafin appariva in grado di comportare un rilevante mutamento

³⁸⁹ Tale aspetto era stato considerato non determinante in passato (cfr Comunicazione n. 8085779 del 17 settembre 2008), ma con riguardo all'ipotesi in cui il nuovo socio sarebbe entrato a far parte di un patto esistente, al più modificato in modo non significativo. La stipulazione di un nuovo patto, come nel caso in esame, impediva di applicare anche tale orientamento, sia pure in via analogica.

degli assetti di controllo di Premafin, idoneo dunque a determinare l'insorgenza di un obbligo di offerta solidale su tale società ai sensi del combinato disposto degli artt. 106, comma 1 e 109 del TUF, posto che più soggetti agenti di concerto si sarebbero trovati a detenere a seguito di acquisti una partecipazione superiore alla soglia del 30 per cento del capitale senza che possa ravvisarsi una continuità con gli assetti di controllo preesistenti.

La Consob perveniva a non diversa conclusione sull'obbligatorietà di una OPA anche in relazione al secondo quesito posto con riferimento ad un eventuale acquisto da parte di Groupama di una partecipazione diretta in Fondiaria-SAI, nell'ordine del 17-20%.

La situazione prospettata si caratterizzava, infatti, per una situazione di concerto, ai sensi dell'art. 101-bis TUF, tra Premafin e Groupama in relazione a Fondiaria-SAI nella forma del patto parasociale di cui all'art. 122, comma 5, lett. b), del TUF, in presenza di un impegno di Premafin a non cedere la partecipazione in Fondiaria-SAI ed a non effettuare alcuna operazione in grado di mutare l'assetto di controllo di Fondiaria-SAI.

In ragione di ciò l'OPA sarebbe stata cogente qualora acquisti di azioni Fondiaria-SAI da parte di Groupama fossero intervenuti contestualmente o successivamente alla diluizione della partecipazione Premafin al di sotto del 45% dei diritti di voto, conseguente alla deliberata operazione di aumento capitale, atteso che, in permanenza di una situazione di concerto tra Premafin e Groupama in relazione a Fondiaria-SAI, tali acquisti sarebbero stati soggetti al limite del 5% previsto dal combinato "disposto dell'art. 106, comma 3, lett. b), del. TUF e 46 del Regolamento Emittenti.

In particolare, a fronte della tesi sostenuta dalla società interpellante (Groupama) secondo la quale l'effettuazione dell'acquisto rilevante da parte della medesima e la discesa della partecipazione di Premafin sarebbero state contestuali e parte di un'operazione unitaria- Per tali motivi Groupama riteneva non si pertanto non si ponesse una questione di superamento della soglia rilevante ai fini dell'OPA incrementali, la Consob chiariva che *“il concetto di "unitarietà" non può essere confuso o identificato con quello di "contestualità" delle operazioni,*

nel senso che la semplice identità temporale tra due o più operazioni non vale di per sé a renderle elementi non scindibili di un progetto unitario”.

Invero, di tutt'altro segno si presentava l'operazione di ingresso nell'azionariato di Fondiaria-SAI da parte di Groupama, nell'ambito dell'annunciata operazione di aumento di capitale, in quanto diretta ad partecipazioni dirette in Fondiaria-SAI si configuri come un'iniziativa autonoma e unilaterale di quest'ultima in risposta all'intenzione, dichiarata da Premafin, di non garantire l'integrale sottoscrizione della propria quota dell'aumento di capitale Fondiaria-SAI. Per tale motivo l'operazione non costituiva la modalità esecutiva di un più ampio progetto condiviso con Premafin o il Gruppo Ligresti posto che erano del tutto assenti quegli elementi di unitarietà che in passato avevano indotto la Consob³⁹⁰ a ritenere insussistente un obbligo di OPA da consolidamento.

³⁹⁰ Comunicazioni n. DIS/98071945 del 8 settembre 1998, n. DIS/99061705 del 13 agosto 1999 e n. DEM/2010342 del 14 febbraio 2002

Conclusione

Nelle pagine che precedono si è inteso delineare alcuni tratti di una materia quella dell'OPA di "concerto" anche nella sua più ampia accezione di "*acting in concert*", di non facile approccio data la difficoltà di disegnarne una disciplina logica, o quanto meno non contraddittoria, disciplina che, sebbene abbia raggiunto un notevole grado di efficacia, è probabilmente destinata a mutare ancora, soprattutto là dove il legislatore si veda costretto a inseguire i mutevoli umori del mercato.

Anche tra i cultori del diritto societario si ritiene che un po' tutto il Testo Unico della finanza avrebbe bisogno di revisione complessiva anche se il problema non sta solo nella disciplina attuale bensì nella natura del capitalismo italiano, che resta prevalentemente mercantile.

In un recente *discussion paper* della Consob³⁹¹ si argomenta che la disciplina dell'Opas – offerta pubblica di acquisto e scambio – è diventata uno strumento sempre più utilizzato dalle società quotate alla Borsa di Milano per il *delisting*.

A suo tempo, invece, con l'adozione del TUF, si auspicava che l'Opa fosse il migliore corpo legislativo, al pari di quanto accaduto in altri paesi Ue, per generare anche in Italia un mercato degli assetti proprietari, fino ad allora ossificati nella proprietà dell'azionista di controllo sia di diritto sia di fatto o tramite un patto di sindacato (così come documentavano le Relazioni annuali della Consob almeno a decorrere dai primi anni Duemila). Allora le società quotate temevano i *take over* ostili, tanto che si introdusse la disciplina che prevedeva che qualora lo scalatore avesse superato la soglia del 30% avrebbe dovuto procedere all'acquisto del rimanente capitale sociale.

Secondo la Consob, il numero delle Opa finalizzate al *delisting* è cresciuto da 82 nel 2007 a 90 nel 2019, con una punta massima di 100 nel 2010, anno in cui per effetto della crisi divenne conveniente il riacquisto delle proprie azioni.,

³⁹¹ "L'Opa italiana dal 2007 al 2019", op. cit., 2021

L'analisi degli autori "*Discussion paper*" - ³⁹²- mostra come solo 75 delle 231 offerte (il 32,5%, ma va detto che solo 149 offerte riguardano azioni quotate) abbia prodotto un cambio nel controllo della società acquisita. E solo in 10 casi ci fossero le caratteristiche del takeover ostile, con cui chi prende il controllo lo fa a scapito del management o degli azionisti di maggioranza. E quasi mai si vedono rilanci o controfferte rivali. "Il dato riflette sicuramente la concentrazione degli assetti proprietari nelle quotate italiane, ma apre qualche interrogativo anche sul ruolo giocato in tal senso dalla normativa vigente", si legge nella ricerca.

L'elenco delle doglianze è abbastanza condiviso: le offerte pubbliche sono troppo care, al punto da scoraggiare chi vorrebbe lanciarle. Una riforma complessiva, pur auspicabile, è difficile per il costo politico e per i vincoli europei, meglio sarebbe "una manutenzione della disciplina"³⁹³ che attualmente appare troppo "pesante" e onerosa. Alcuni aspetti, subordinati a criteri discrezionali (ad esempio, le esenzioni) creano confusione.

La conclusione secondo alcuni autori è che le norme sulle offerte pubbliche debbano essere profondamente ripensate anche in un'ottica euro-unitaria; spunti di riflessione per chi governa, nel bivio attuale che prelude a possibili aggiornamenti della disciplina sull'Opa e al cambio di controllo di Borsa italiana spa, in passaggio dal London Stock Exchange a Euronext.

Sebbene, infatti, la Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 (in tema di offerte pubbliche di acquisto) abbia da tempo creato, all'interno dello spazio comune europeo, un'infrastruttura giuridica omogenea nel campo dell'OPA, tuttavia, gli effetti concreti delle regole sulle offerte pubbliche di acquisto restano, ancor oggi, largamente influenzati dalla struttura dei singoli mercati nazionali. Anche quando emergono problemi trasversali a più ordinamenti, le soluzioni che ne conseguono presentano differenze, spesso marcate, nelle varie giurisdizioni.

Ne è prova il tema del concerto che, , rappresenta l'area maggiormente critica sul piano interpretativo.

³⁹² F. PICCO, G. TROVATORE, M. VENTORUZZO E V. PONZIANI, *op. cit.*

³⁹³ V. PULEDDA, *In 12 anni solo dieci scalate ostili, la legge sull'OPA è da ripensare*, in articoli/morrowsodali.com

Come risulta da un corposo studio del 2011 dell'Unione Europea di valutazione degli effetti della Direttiva OPA negli stati membri, mentre in Italia l'azione di concerto finisce tendenzialmente per esaurirsi – non ovviamente nell'articolazione normativa, ma nella realtà applicativa – nella categoria del parasociale ex art. 122 TUF, in Inghilterra e dunque proprio nell'ordinamento da cui la Direttiva OPA ha tratto ispirazione, il concerto prende forma e sostanza a prescindere dagli accordi di sindacato, ed è raro che una coalizione di azionisti governi stabilmente un'emittente in virtù di un patto parasociale nell'accezione italiana.

Pur partendo da una definizione generale di concerto molto simile a quella inglese, l'esperienza applicativa attesta che, esattamente all'opposto di quanto avviene nel sistema inglese la nostra autorità di mercato ha dovuto mitigare, in via interpretativa, l'effetto altrimenti "sistemico" della presunzione assoluta di concerto tra gli aderenti ad un patto parasociale. Diversamente il legame simbiotico, tra concerto e patti parasociali, imponendo un obbligo di offerta anche in caso di modeste variazioni nell'assetto proprietario e di controllo di un'emittente, avrebbe bloccato gli assetti proprietari, senza alcuna utilità rispetto alla ratio dell'OPA obbligatoria.

Da questa esigenza sono nate le copiose pronunce della Consob³⁹⁴ sul rapporto tra patti parasociali e acquisto concertato del controllo, nella duplice direzione del sindacato a geometria variabile (con le ipotesi di ingresso di nuovi soci in un patto preesistente o il trasferimento di azioni infra patto) e del sindacato di sostegno (per l'ipotesi, invece, in cui il controllante di fatto o di diritto, pur mantenendo una partecipazione superiore alla soglia OPA, ceda parte della propria quota ad altro soggetto e con lui sottoscriva contestualmente un patto parasociale che gli consenta di mantenere il controllo dell'emittente

³⁹⁴ Senza pretesa di esaustività: Comunicazioni Consob DIS/99061705 del 13 agosto 1999; DIS/99024712 del 31 marzo 1999; DAL/38036 del 18 maggio 2000; DCL/DEM/ 85385 del 16 novembre 2000; DEM/2010342 del 14 febbraio 2002; DEM/2042919 del 14 giugno 2002; DEM/2068311 del 21 ottobre 2002; DEM/8085779 del 17 settembre 2008; DEM/11016918 del 4 marzo 2011; DEM/11042591 del 13 maggio 2011; DCG/0074531 del 18 settembre 2014; n. 0088117 del 4 ottobre 2016.

La disciplina dell'art. 109 del TUF è stata integrata di fatto dal contributo della Consob attraverso l'individuazione sia dei criteri in base ai quali distinguere tra operazioni di acquisto (infra o extra patto) e contestuale modifica (o stipulazione ex novo) di un patto parasociale sussumibili nella fattispecie del concerto ex art. 109 TUF (con conseguente obbligo di OPA in solido tra i concertisti), sia di fattispecie che possano invece essere affrancate dall'obbligo di offerta.

In questa sua attività la Consob ha focalizzato la propria attenzione non tanto sul dato formale ma piuttosto sul dato sostanziale quale la portata delle modifiche soggettive e oggettive al patto ai fini di una valutazione della loro incidenza sugli assetti proprietari e di governo dell'emittente.

Ciò nonostante permane l'esigenza di chiarire il concetto di "azione concertata" richiamato nella direttiva *transparency* e definito nella direttiva *takeover* onde evitare che l'assenza di precisione riconducibile ai labili confini della nozione di concerto, possa interferire sull'efficace cooperazione tra gli azionisti fino al punto di precluderla.

Lo snodo critico consiste nel fatto che mentre la cooperazione sulla base di un accordo, elemento centrale nella nozione di concerto, è formulata in termini estensivi ed evocativi di una molteplicità di situazioni, il contesto di riferimento al cui interno la norma opera è specifico, teso a riconoscere solo le situazioni di ideale aggregazione delle partecipazioni che sono rilevanti per il presupposto dell'obbligo di offerta. Ciò lascia ampio spazio all'interprete al quale toccherà stabilire quale criterio consente, alla luce degli elementi di prova a disposizione, di qualificare correttamente i soggetti quali "concertisti".

La nozione dettata dall'art 101-bis, comma 4 TUF prende in considerazione una categoria di accordi ampia – di cui i patti parasociali costituiscono solo un sottoinsieme con cui si esprime la volontà programmatica e predefinita di convergere in una direzione comune - idonea a comprendere anche momenti di condivisione di un programma comune e dei possibili ma non vincolanti passi futuri il cui collante sia l'obiettivo di "*acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente*" o di "*contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o scambio*".

In quest'ultimo passaggio si trova il risvolto più complesso della disposizione posto che in assenza di un impegno che vincoli le parti al rispetto di comportamenti prestabiliti, qualsiasi valutazione in ordine alla stabilità della coalizione ed al suo potere di controllo richiede un esame approfondito del caso concreto³⁹⁵.

Di questa complessa realtà il legislatore dimostra consapevolezza nel prevedere una nozione aperta di concerto, fondata sull'attenzione a tutte le possibili forme di accordo che rappresentino una forma di potere dell'emittente in virtù dell'esistenza di relazioni consolidate e di interessi sottostanti, anche in assenza di un impegno vincolante. Sarà necessario dimostrare, volta per volta, in quali circostanze il dialogo tra azionisti e board, non nasconda la presenza di una coalizione in grado di influenzare le scelte.

Ecco perché la qualificazione di soggetti coinvolti "quali persone che agiscono di concerto" si deve basare sull'individuazione concreta di un centro di potere che disegna l'assetto di controllo dell'emittente.

In ultima istanza possiamo dire che con l'imposizione dell'obbligo di OPA l'ordinamento ha inteso fornire protezione agli investitori in specie quando le regole di diritto societario non risolvono adeguatamente i problemi di conflitto tra maggioranza e minoranza nonché quando i rischi di abuso della posizione di controllo riconducibile ai concertisti siano concreti anche in assenza della stipulazione di un patto parasociale.

³⁹⁵ C. MOSCA, *op. cit.*, pag 187

Bibliografia

- A, Fontana, " *I patti parasociali*", in *La riforma della società, Aspetti applicativi* a cura di A. Bortoluzzi, Torino, 2004;
- A. Principato, " *L'OPA di concerto: disciplina, problemi applicativi, prospettive evolutive*", Università degli studi di Pisa, 2013;
- A.Triscornia , " *Ratio dell'obbligo di OPA, un mosaico che si compone nel tempo*", in *Banca Impresa Società/a. XXXVII*, 2018;
- A.Triscornia, *OPA obbligatoria, "La presunzione di concerto per patto parasociale è ancora assoluta?"*, ACNP, libri su BNCF;
- Accinni, *OPA obbligatoria e condotta "artificiosa" nel reato di aggio c.d. "manipolativo"*, in *Riv. Soc.*, 2006;
- B. Libonati, " *Titoli di credito e strumenti finanziari*", Milano, 1999;
- B. Quatraro – L. G. Picone, " *Manuale teorico – pratico delle offerte pubbliche di acquisto e scambio*", GIUFFRÈ, Milano, 2000;
- Basso, Sub art. 109, in AA. VV., " *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*", a cura di Alpa e Capriglione, Padova, CEDAM, 1998;
- Bosi, *Sub art. 101-bis*, in " *La disciplina dell'offerta pubblica di acquisto*", in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2010;
- Busani, M. Sagliocca, " *Le azioni non si contano, ma si "pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*", in *Società*, 2014;
- C. Mosca, " *Attivismo degli azionisti, voto di lista e azione di concerto*", in *Riv. soc.*, 2013;
- C. Mosca, " *Azione di concerto ed OPA obbligatoria*", Egea, 2013;
- Callegari, *Commento all'art. 106, Corporate Governance – "La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati"*, in *Giur. it.*, 1998;
- Cariello, " *Tutela delle minoranze e accordi parasociali nelle società quotate*", in *Riv. Soc.*, 1999;
- CONSOB, comunicazione n. DIS/99024712 del 31 marzo 1999;
- CONSOB, delibera n. 15259 del 23 dicembre 2005;

CONSOB, delibera n. 17731 del 5 aprile 2011;

CONSOB, gennaio 2021 “*Discussion paper*” di F. Picco, G. Trovatore, M. Ventoruzzo e V. Ponziani;

Corte d’Appello di Bologna, Sez. III civ., decreto del 27 gennaio 2010;
Corte d’Appello di Genova, decreto del 19 dicembre 2009;

Corte d’Appello di Venezia, Sez. I civ., decreto del 15 luglio 2010;

De Gioia Carabellese, “*Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie di strumenti finanziari*”, in AA. VV., *Interessi pubblici e integrazione di imprese*, a cura di Passalacqua, Pisa, PLUS, 2005;

Direttiva Europea 2004/24/CE, art 5, comma 4;

Direttiva OPA/2010, Allegato n.6 Azione di concerto;

E. Cardinale, *Commento sub art. 109 t.u.f.*, in *Codice commentato delle Società*; a cura di N. Abriani- M. Stella Richter jr, Torino 2010;

E. Pistone, *Opa ostile e tecniche di difesa*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2019;

Enriques, “*Mercato del controllo societario*”, Il Mulino Ricerca, 2002;

Enriques, “*Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle OPA nell’Unione Europea*”, in *Riv. Soc* 2010;

F. Anunziata, “*La disciplina del mercato mobiliare*”, Giappichelli, Torino, 2017;

F. Chiappetta, “*Diritto del governo societario*”, CEDAM, V edizione;

F. Chiappetta, “*I patti parasociali nel Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*”, in *Riv. Soc.*, 1998;

F. Gerosa, “*L’OPA ha ormai un unico obiettivo: il delisting spesso ingiustificato. La Consob riapre il dibattito*”, in *MF*, gennaio 2021;

Feller, “*Le Leggi commentate, in Commentario delle Società*”, a cura di GRIPPO, III, Torino, UTET 2009;

G. Bertolotti, “*La difesa italiana de la OPA hostile*, in *Revista de Mercado de Valores*, 2009;

G. Bosi, *Commento sub art101-bis TUF*, in *Commentario alla disciplina dell’offerta pubblica di acquisto*, a cura di E. PEDERZINI in *Nuove leggi Civ.*,2010;

- G. Di Marco, “*Il commento alla direttiva comunitaria sull’OPA*”, in *Le Società*, 2004;
- G. Falcone– G. Rotondo – L. Scipione, “*Le offerte pubbliche di acquisto*”, GIUFFRÈ’, 2001;
- G. Fauceglia, “*Commentario all’offerta pubblica di acquisto*”, Torino, 2010;
- G. Grippo, C. Bolognesi, “*L’assemblea nella società per azioni*”, in *Trattato di diritto privato*, 16***, diretto da P. Rescigno, Impresa e lavoro, Torino, 2011;
- G. Guizzi, A. Tucci, “*Acquisti di concerto*”, in *Le offerte pubbliche di acquisto* a cura M. STELLA RICHTER jr, Torino 2011;
- G. Melis, “*Un’analisi empirica della realtà italiana in un’ottica europea*”, Torino, 1999;
- G. Presti, *Dal “Decreto Eurosim” alla “legge Draghi”* in Quaderni giuridici n.21, A 20 anni dal (1998-2018), Atti del Convegno Banca d’Italia-CONSOB;
- G. Rossi, *Una rivoluzione contr il declino del capitalismo italiano*, 23 giugno 2013 in st.ilsole24ore.com;
- G. Santoni, *Commento sub art.122*, in *Testo Unico della Finanza, Commentario* a cura di G.F. CAMPOBASSO, II, Torino 2002;
- G. Sbisà, “*La disciplina dei patti parasociali nella riforma del diritto societario*”, in *Nuova giur. Civ. Comm.*, 2004;
- Ghetti, “*L’acquisto di concerto e azione di concerto*”, in *Riv. Dir. Comm*, 2010;
- Giocoli, “*Impresa, concorrenza, regole*”, Giappichelli, Torino, 2009;
- Giudici, *L’acquisto di concerto*, in *Riv. Soc.*, 2001;
- Guaccero, “*Interesse al valore per l’azionista e interesse per la società – Le offerte pubbliche in Italia ed in USA*”, Giuffrè, Milano, 2007;
- H.G. Manne, “*Mergers and the market for corporate control*”, *The Journal of Political Economy*, 1965;
- J.J Daigre, “*De l’action de concert. Après la décision du CMF du 13 novembre 1998*”, in *La Semaine Juridique*, 1999;
- J.P. Martel, A. Mamarraud des Grottes, “*Les offres publiques obligatoires et les offres publiques volontaires*”, Paris, 2009;

L. Di Brina, *Commento sub art.105*, in AA.VV., Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, (a cura di) G. Alpa e F.Capriglione, CEDAM, Padova, 1998;

L. Enriques, “*Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle Opa nell’Unione Europea*”, in *Rivista delle Società*, fasc. 4, 2010;

L. Enriques, “*Trasferimenti del controllo dissipativi e tutela delle minoranze: l’utilità dell’OPA obbligatoria nel contesto italiano, in Governo delle imprese e mercato delle regole*”. Scritti giuridici ci per Guido Rossi, I, Milano, 2002;

L. Picone, “*Trattative, due diligence ed obblighi informativi della società quotate*”, in *Banca Borsa*, 2004;

L. Schiuma, “*Controllo, governo e partecipazione al capitale*”, Padova, 1997;

L.A. Bianchi, “*Commento sub art.109, in La disciplina delle società quotate*”. *Commentario*, a cura di P. Marchetti- L.A. Bianchi, I, Milano 1999;

M. Fratini, G. Gasparri, “*Il testo unico della finanza*”, Roma, 2012;

M. Rondinelli, “*La disciplina dell’offerta pubblica d’acquisto*”, in *Nuove leggi Civili Commentate 1-2010*;

M. Rondinelli, *Art. 106*, in *Leggi civ. comm.*, 2010;

M. Stella Richter, “*Fattispecie e disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*”, in *Le offerte pubbliche di acquisto* (a cura di) M. STELLA RICHTER jr., Giappichelli, Torino, 2011;

M.Tols, “*La Direttiva europea in materia di OPA: prime riflessioni*”, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005;

Mazzoni, “*Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*”, in *Giur. comm.*, 1998;

Mazzoni, “*Le minoranze nella tipologia della realtà, in La tutela delle minoranze nelle società quotate*”. Studi in memoria di Alessandro Cerrai, a cura di A. PIRAS, Pisa, 2004;

Montalenti, “*OPA: la nuova disciplina*”, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 1999;

Niccoli, “*Offerta Pubblica di Acquisto, in Enciclopedia del Diritto*”, XXIX, Giuffrè, Varese, 1979;

P. Ferro, Luzzi, “*Il concerto grosso, variazioni sul tema dell’o.p.a*”, in *Giur. Comm. 2002*;

- P. Montalenti, *!Le operazioni con parti correlate!*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2011;
- P. Montalenti, “*Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*”, Giuffrè 2011;
- P. Rescigno, “*Appunti sulle clausole generali*”, in *Riv. Dir. Comm.*, 1998;
- P. Sersale, *Commento sub art. 109, in Commentario dell’offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino, 2010;
- Pederzini, “*Profili contrattuali delle offerte pubbliche di acquisto*”, Milano, 2004;
- Pomelli, “*Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*”, *Riv. soc.* 2009;
- R. Caiazzo, “*Pratiche concordate: concertazione e parallelismo cosciente. Limiti e confini di una categoria logico-giuridica molto speciale*”, in *Foro amm. C.d.S.*, 2006;
- R. Ghetti, “*L’impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi*”, Roma 2014;
- R.Costi, L. Enriques, “*Il mercato mobiliare*”, in *Trattato di diritto commerciale*, VIII, diretto da G Cottino, Padova, 2004;
- R.Lener, A. Tucci, “*Società per azioni: L’assemblea*”, in *Trattato di diritto commerciale*”, diretto da R. Costi, Torino, 2012;
- Sandrelli, “*La nuova disciplina degli «strumenti finanziari derivati» nelle offerte pubbliche di acquisto*”, in *Riv. soc.* 2012;
- Stella Richter, “*Sulla composizione, e sulla elezione dell’organo amministrativo di una società quotata*”, in *Riv. Dir. Comm.*, 2012;
- T. Ascarelli, “*I problemi delle società anonime per azioni*”, in *Riv. Soc.*, Milano, 1956;
- Toninelli, “*I patti parasociali nella gestione dei rapporti societari*”, Verona, Euroconference, 2010;
- Troisi, G. Vanzinelli, *Commento sub art.109 in Testo Unico della Finanza, Commentario* a cura di M. Fratini, G. Gasparri, II, Torino, 2012;
- U. Carnevali, “*Intestazione fiduciaria*”, in *Dizionari del Diritto Privato*, 1 a cura di N. IRTI, Milano 1980;

V. Cariello, “*Dal controllo congiunto all’attività congiunta di direzione e coordinamento di società*”, in *Riv. Soc.*, 2007;

V. Chionna, “*La pubblicità dei patti parasociali*”, Milano, 2008;

V. Scalisi, “*Il negozio giuridico tra scienza e diritto positivo*”, Milano, 1998;

Venturini, “*Ancora sul caso Unipol- BNL*”, in *Le Società*, 2010;

Venturini, “*I patti parasociali e la CONSOB: il caso Unipol-BNL*”, in *Le Società*, 2010;

Viandier, *OPA OPE et autres offres publiques*, Parigi, Francis Lefèbre, 2014;

Weigmann, *Commento sub art. 109*, in *Testo Unico della Finanza, Commentario diretto da CAMPOBASSO*, Torino, Giappicchelli, 2002;

Zoppini, Tundari , “*Intestazione fiduciaria e nuova disciplina dei gruppi di società*”, in *Contr. e Impr.*, 2004;