

**ALLEGATO N. 6**

**Azione di concerto**

**1. Quadro normativo di riferimento**

*1.1. Normativa comunitaria*

*1.2. La disciplina nazionale*

**2. Analisi del diritto comparato in materia**

**3. Le ipotesi di presunzioni relative di “*persone che agiscono di concerto*”**

**4. I casi nei quali la cooperazione tra più soggetti non configura un’azione di concerto**

## 1) Quadro normativo di riferimento

### 1.1. Normativa comunitaria

La Direttiva OPA contiene, all'art. 2, par. 1, lett. *d*), una nozione generale di “*persone che agiscono di concerto*”, definendole come 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 gli obiettivi dell'offerta*”. Il par. 2 del predetto articolo precisa, inoltre, che le “*persone controllate da un'altra persona*” sono considerate come “*persone che agiscono di concerto con detta persona o tra di loro*”.

Il successivo art. 5, par. 1, stabilisce che gli acquisti effettuati dalle “*persone che agiscono di concerto*” rilevano ai fini dell'OPA obbligatoria<sup>1</sup>, mentre il par. 4 del medesimo articolo statuisce che tali acquisti, qualora effettuati durante il periodo di offerta a prezzi superiori a quello dell'offerta, rilevano ai fini della *best price rule*.<sup>2</sup>

Per completezza si rappresenta che, a livello comunitario, un'altra nozione di concerto si trova anche nell'art. 10, par. 1, lett. *a*), della Direttiva 2004/109/CE (di seguito, “*Direttiva Transparency*”); quest'ultima non è del tutto coincidente con quella della Direttiva OPA anche perché caratterizzata da finalità diverse<sup>3</sup>.

### 1.2. La disciplina nazionale

Il Decreto legislativo n. 146/2009 (recante disposizioni integrative e correttive del decreto legislativo n. 229/2007, di seguito, “*Decreto correttivo*”) ha inciso significativamente sulla disciplina in materia di azione di concerto.

In primo luogo, tale decreto ha introdotto nel TUF (art. 101-bis, comma 4) una definizione generale di persone che agiscono di concerto (cui fa riferimento l'art. 109 del TUF, concernente la rilevanza degli acquisti di concerto ai fini dell'OPA obbligatoria) che recita: per “*persone che agiscono di concerto si intendono i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo,*

---

<sup>1</sup> L'articolo 5 (“*Tutela degli azionisti di minoranza; offerta obbligatoria e prezzi equi*”) della Direttiva OPA stabilisce che “*1. Gli Stati membri provvedono a che, qualora una persona fisica o giuridica, per effetto di propri acquisti o dell'acquisto da parte di persone che agiscono di concerto con essa, detenga titoli di una società di cui all'articolo 1, paragrafo 1, che, sommati ad una partecipazione già in suo possesso e ad una partecipazione di persone che agiscono di concerto con essa, le conferiscano, direttamente o indirettamente, diritti di voto in detta società in una percentuale tale da esercitare il controllo della stessa, detta persona sia tenuta a promuovere un'offerta per tutelare gli azionisti di minoranza di tale società*”.

<sup>2</sup> L'articolo 5, par. 5, della Direttiva OPA prevede “[s]e, dopo che l'offerta è stata resa pubblica e prima che venga chiusa per l'accettazione, l'offerente o qualsiasi persona che agisca di concerto con lui acquista titoli a un prezzo superiore a quello dell'offerta, l'offerente deve aumentare la sua offerta a non meno del prezzo massimo pagato per i titoli così acquistati”.

<sup>3</sup> L'articolo 10 della Direttiva *Transparency* prevede che “*Gli obblighi di notifica definiti all'articolo 9, paragrafi 1 e 2 si applicano anche a una persona fisica o giuridica nella misura in cui essa ha diritto ad acquisire, cedere o esercitare i diritti di voto in uno dei seguenti casi o in una combinazione degli stessi:*

*a) i diritti di voto sono detenuti da un terzo con il quale tale persona fisica o giuridica ha concluso un accordo che li obbliga ad adottare, con un esercizio concertato dei diritti di voto detenuti, una politica comune durevole nei confronti della gestione dell'emittente in questione; [...]*”.

*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”.*

Nella suddetta nozione generale, mutuata dalla Direttiva OPA, sono state incluse rispetto al dettato comunitario anche le ipotesi di cooperazione volte a “rafforzare” o “mantenere” oltre che ad “acquisire” il controllo di un emittente quotato; ciò al fine di tener conto del più vasto ambito di applicazione della disciplina nazionale delle offerte pubbliche di acquisto: si consideri, infatti, che il concerto può assumere rilievo, ai fini della disciplina nazionale dell’OPA da consolidamento, anche in presenza di un soggetto che già detiene il controllo dell’emittente (*cf.* art. 106, comma 3, lett. *b*), del TUF).

Inizialmente, con il D.lgs. 229/2007, nel recepire le disposizioni comunitarie, il legislatore aveva confermato l’impostazione della precedente disciplina, che non contemplava una definizione generale di azione di concerto, riproducendo le quattro ipotesi di presunzioni assolute già contenute nel previgente art. 109 TUF<sup>4</sup> nell’art. 101-*bis* del TUF<sup>5</sup>, salvo aggiungere una nuova fattispecie di presunzioni *iuris et de iure* [contenuta nella lettera *e*) del previgente art. 101-*bis* del TUF] che qualificava persone che agiscono di concerto i “*soggetti che cooperano al fine di ottenere il controllo della società emittente*”<sup>6</sup>. Quest’ultima previsione era stata oggetto di critiche da parte del mercato, in quanto considerata non sufficientemente definita ed in contrasto con la natura di presunzioni assolute tipica delle ipotesi di concerto<sup>7</sup>; inoltre, l’assenza di qualsiasi riferimento a un “contratto” o “accordo” era risultata eccessivamente ampia.

Il Decreto correttivo ha provveduto a riscrivere le disposizioni concernenti l’azione di concerto contenute nell’art. 101-*bis* del TUF, nel senso di introdurre, come detto, una definizione generale di persone che agiscono di concerto in linea con il dettato comunitario e ad abrogare la criticata presunzione di cui alla citata lettera *e*) che risulta, ora, ricompresa nella nozione generale introdotta nel nuovo comma 4 dell’art. 101-*bis* del TUF, con la precisazione che la cooperazione avviene sulla base di un accordo anche non scritto.

Il Decreto correttivo ha, altresì, confermato le quattro fattispecie per le quali si presume, senza ammissibilità di prova contraria, l’esistenza di un concerto (comma 4-*bis* dell’art. 101-*bis* del

---

<sup>4</sup> Il previgente art. 109 del TUF recitava:

“1. Sono solidalmente tenuti agli obblighi previsti dagli articoli 106 e 108, quando vengano a detenere, a seguito di acquisti a titolo oneroso effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore alle percentuali indicate nei predetti articoli:

a) gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall’articolo 122;  
b) un soggetto e le società da esso controllate;  
c) le società sottoposte a comune controllo;  
d) una società e i suoi amministratori o direttori generali” .

<sup>5</sup> Il previgente comma 4 dell’art. 101-*bis* nel testo introdotto dal D.lgs. 229/2007 recitava: “4. Per “*persone che agiscono di concerto*” si intendono:

a) gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall’articolo 122;  
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;  
e) i soggetti che cooperano fra loro al fine di ottenere il controllo della società emittente.”

<sup>6</sup> Sul punto la Relazione illustrativa al Decreto legislativo n. 229/2007 motivava tale inserimento, affermando che “sono state confermate le ulteriori fattispecie considerate dalla normativa italiana, aggiungendo solo un’ulteriore fattispecie (lettera *e*), di chiusura, volta a superare talune difficoltà applicative registrate nella prassi”.

<sup>7</sup> *Cfr.* Relazione illustrativa al Decreto legislativo n. 146/2009.

TUF); rientrano nelle presunzioni *iuris et de iure* di “*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)*<sup>8</sup>;
- b) *un soggetto, il suo controllante, e le società da esso controllate*<sup>9</sup>;
- 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*”.

La nuova disciplina delineata dal Decreto correttivo consente, diversamente da quanto previsto dal sistema previgente, di individuare altre fattispecie di concerto, ulteriori rispetto a quelle menzionate al comma 4-*bis* dell'art. 101-*bis* del TUF, che possono essere ricomprese nella definizione generale di cui al comma 4 del medesimo articolo<sup>10</sup>.

Il Decreto correttivo attribuisce alla Consob il compito di delineare la portata della nuova definizione generale di azione di concerto, attraverso la delega, prevista dal comma 4-*ter* del novellato TUF, a individuare in via regolamentare:

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

Nella Relazione illustrativa al Decreto correttivo, l'introduzione di tali disposizioni (richiesta dalla VI<sup>a</sup> Commissione della Camera dei Deputati) è motivata dall'esigenza di garantire la flessibilità della normativa e, nel contempo, di assicurare agli operatori economici ragionevole certezza nella valutazione dei propri comportamenti.

Una simile disciplina in materia di azione di concerto, caratterizzata da presunzioni ed esenzioni, è stata peraltro suggerita nel rapporto del Comitato ESME (*European Securities Market Expert Group*) della Commissione Europea<sup>11</sup>.

---

<sup>8</sup> Sono, pertanto, ricompresi nel novero delle persone che agiscono di concerto, gli aderenti a un patto avente per oggetto l'esercizio del diritto di voto, o che istituisce obblighi di preventiva consultazione per l'esercizio del diritto di voto, o che pone limiti al trasferimento delle azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o sottoscrizione delle azioni, o che prevede l'acquisto di azioni o di strumenti finanziari, o avente per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su una società.

Con riferimento alla presunzione relativa ai patti parasociali, si rammenta che il decreto correttivo, in conseguenza dell'introduzione della definizione generale di azione di concerto, ha provveduto a modificare la lettera a) in commento, eliminando il riferimento ai patti previsti dall'art. 122, comma 5, lett. d-*bis*), del TUF, così come novellato dal D.lgs. n. 229/2007, ossia quelli “*volti a favorire o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, ivi inclusi gli impegni a non aderire ad un'offerta*”. Nella Relazione al Decreto correttivo tale scelta è motivata, evidenziando che tale fattispecie “*presenta larghi tratti comuni con la definizione generale di persone che agiscono di concerto*”. Si rappresenta che il decreto correttivo ha, comunque, mantenuto tale tipologia di patto nell'art. 122, comma 5, lett. d-*bis*), del TUF, ritenendo opportuno garantirne gli obblighi di *disclosure* al mercato.

<sup>9</sup> Le fattispecie di cui alle lettere b) e c), comma 1-*bis*, dell'articolo in esame risultano coincidenti con quanto previsto dal par. 2 dell'art. 2 della Direttiva (le “*persone controllate da un'altra persona*” sono considerate come “*persone che agiscono di concerto con detta persona o tra di loro*”).

<sup>10</sup> In tal senso *cfr.* Relazione illustrativa al Decreto correttivo.

<sup>11</sup> Nel rapporto del Comitato ESME denominato: “*Preliminary view on the definition of acting in concert between the transparency directive and the takeover bids directive*” del 17 novembre 2008 viene, infatti, suggerita la previsione di “*negative presumptions*” e “*positive presumptions*” in linea con la definizione generale contenuta nella Direttiva, ossia l'individuazione di casi in cui i comportamenti sicuramente non costituiscono azione di concerto e quelli che, salvo prova contraria, costituiscono azione di concerto.

Infine, il legislatore, nel recepire la Direttiva OPA (già con il citato D.lgs. 229/2007 e poi confermato con il Decreto correttivo), 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<sup>12</sup>, limitatamente ai soggetti che detengano partecipazioni nella *target*<sup>13</sup>.

Prima di descrivere le fattispecie regolamentari proposte, si procede ad un breve illustrazione della principale normativa straniera in materia.

## 2) Analisi del diritto comparato in materia

### 2.1. Regno Unito

La definizione di azione di concerto contenuta nella disciplina inglese del *Takeover Code*, (*Definitions – C1*<sup>14</sup> e *Rule 9*), risulta essere più ampia di quella italiana in particolare per la previsione, in aggiunta all’“*agreement*”, della nozione di “*understanding*” (“*whether formal or informal*”), e cioè di intese prive di efficacia giuridica. Sono, inoltre, considerate persone che agiscono di concerto, come anche previsto dall’art. 101-*bis*, comma 4-*bis*, del TUF, “[a] *person and each of its affiliated persons will be deemed to be acting in concert all with each other*”, laddove, ai fini della definizione in esame, per “*affiliated person*” si intendono i soggetti sui quali si esercita il controllo.<sup>15</sup>

<sup>12</sup> Si consideri, ad esempio, l’ipotesi in cui assumano rilievo congiuntamente le fattispecie di cui alla lett. a) e b) dell’art. 101-*bis*, comma 4-*bis*, del TUF; in tal caso, ai fini del calcolo delle soglie rilevanti per l’OPA obbligatoria, si dovranno aggregare le partecipazioni detenute dagli aderenti ad un patto e dalle società da questi controllate.

<sup>13</sup> Si rammenta al riguardo che nelle bozze di Decreto correttivo in un primo tempo era stata prevista l’introduzione della presunzione relativa (cfr. testo approvato dal Consiglio dei Ministri il 26 giugno) e successivamente l’abrogazione di tale disciplina.

<sup>14</sup> *Definitions – C1* del *Takeover Code*: “*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.*

*Without prejudice to the general application of this definition, the following persons will be presumed to be persons acting in concert with other persons in the same category unless the contrary is established:—*

- (1) a company, its parent, subsidiaries and fellow subsidiaries, and their associated companies, and companies of which such companies are associated companies, all with each other (for this purpose ownership or control of 20% or more of the equity share capital of a company is regarded as the test of associated company status);*
- (2) a company with any of its directors (together with their close relatives and related trusts);*
- (3) a company with any of its pension funds and the pension funds of any company covered in (1);*
- (4) a fund manager (including an exempt fund manager) with any investment company, unit trust or other person whose investments such fund manager manages on a discretionary basis, in respect of the relevant investment accounts;*
- (5) a connected adviser with its client and, if its client is acting in concert with an offeror or with the offeree company, with that offeror or with that offeree company respectively, in each case in respect of the interests in shares of that adviser and persons controlling#, controlled by or under the same control as that adviser (except in the capacity of an exempt fund manager or an exempt principal trader); and*
- (6) directors of a company which is subject to an offer or where the directors have reason to believe a bona fide offer for their company may be imminent”.*

<sup>15</sup> La seconda nota alla definizione in esame prevede che “[f]or the purposes of this definition an “*affiliated person*” means any undertaking in respect of which any person:

- (a) has a majority of the shareholders’ or members’ voting rights;*
- (b) is a shareholder or member and at the same time has the right to appoint or remove a majority of the members of*

In particolare, ai fini della nozione di azione di concerto, rilevano comportamenti o pratiche coordinate che possono anche non convergere verso la conclusione di un accordo e muoversi in modo parallelo “*to obtain or consolidate control of a company or to frustrate the successful outcome of an offer for a company*”. Tale nozione di “*understanding*” comporta, da un lato, un ampliamento del materiale indiziario e della discrezionalità del *Takeover Panel* nel ricostruire ed accertare la comune intenzione di agire di concerto, indipendentemente dalla conclusione dell’accordo; dall’altro, la scelta di adottare presunzioni legali “relative” (“*the definition of “acting in concert” contains a list of persons presumed to be acting in concert unless the contrary is established*”), ne limita l’ambito applicativo, escludendo la sussistenza del concerto, pur in presenza di un accordo, qualora sia fornita la prova del contrario da parte dei soggetti coinvolti.

Tale posizione risulta coerente con il sistema di *Common Law* e il ruolo delle prassi di mercato che ispirano le finalità del *Takeover Panel*, come organismo indipendente, che si caratterizza per un approccio regolamentare “*principle-based*” e a struttura “*bottom-up*” del *Code*, caratterizzato da sei principi generali e trentotto regole, per cui la *compliance* è assicurata attraverso il coinvolgimento delle stesse parti interessate in modo da garantire sia un’interpretazione e applicazione flessibili dei principi e regole, sia una veloce risoluzione delle controversie.

## 2.2. Germania

La disciplina tedesca in materia di azione di concerto è stata recentemente modificata nell’agosto 2008 dal *Risk Reduction Act* che ha emendato la sezione 22 (2) del *Securities Trading Act* (*Wertpapierhandelsgesetz – WpHG*) e la sezione 30 (2) del *Securities Acquisition and Takeover Act* (*Wertpapierwerbs-und Übernahmengesetz - WpÜG*).

La precedente normativa aveva sollevato problemi di interpretazione e di utilizzo del materiale probatorio: in particolare, la novella disciplina costituisce una risposta alla sentenza del 18 settembre 2006 in cui la Suprema Corte Federale aveva attribuito un significato ristretto alla nozione di “azione di concerto” (“*Abgestimmtes Verhalten*”), limitandola all’esercizio dei diritti di voto durante l’assemblea escludendo i casi isolati di coordinamenti tra azionisti<sup>16</sup>.

---

*its board of directors;*

*(c) is a shareholder or member and alone controls a majority of the shareholders’ or members’ voting rights pursuant to an agreement entered into with other shareholders or members; or*

*(d) has the power to exercise, or actually exercises, dominant influence or control.*

*For these purposes, a person’s rights as regards voting, appointment or removal shall include the rights of any other affiliated person and those of any person or entity acting in his own name but on behalf of that person or of any other affiliated person”.*

<sup>16</sup>Con tale sentenza la Suprema Corte Federale è intervenuta nel caso di tre investitori che possedevano congiuntamente il 51% delle azioni con diritto di voto ed avevano sottoscritto un unico accordo concernente la trasferibilità delle loro azioni. In particolare, tali azionisti avevano posto in essere una “condotta coordinata” al fine di eleggere il presidente del consiglio di sorveglianza. Il ricorrente, anch’egli azionista della società *target*, argomentò che i tre investitori avevano agito di concerto al fine di acquisire il controllo della società ed aveva richiesto la condanna delle controparti all’obbligo di lanciare un’OPA. La Suprema Corte Federale, appellando la sentenza del 27 aprile del 2005 pronunciata dall’Alta Corte Regionale di Monaco che aveva considerato fondato il ricorso, si è pronunciata in senso contrario, ritenendo i tre azionisti non obbligati in solido a lanciare un’OPA. Nel dispositivo della sentenza la Suprema Corte motivava che l’azione di concerto rilevava solo nel caso di un coordinamento dell’esercizio dei diritti di voto durante l’assemblea degli azionisti e, pertanto, la sezione 30, paragrafo 2, del WpÜG non trovava applicazione nel caso dell’elezione del presidente all’interno del consiglio di sorveglianza. Inoltre, la Suprema Corte affermava che tale circostanza era oggetto di esenzione in quanto l’esercizio dei diritti di

La *Section 22 (2)*<sup>17</sup> *WpHG* e la *section 30 (2)* del *WpÜG*<sup>18</sup>, nella nuova versione, estendono la definizione di azione di concerto al fine di contemplare, non solo i patti parasociali aventi ad oggetto l'esercizio coordinato dei diritti di voto in assemblea, ma anche gli accordi finalizzati a tenere una “*condotta coordinata*” purché i soggetti coinvolti “*si accordino per cooperare al fine di influenzare la strategia imprenditoriale della società target in modo permanente e considerevole*”. In tal modo è stata ampliata la nozione di azione di concerto che si esplicita sulla base di un accordo o secondo altra modalità.

In relazione a queste due forme di coordinamento della condotta, la BaFin afferma<sup>19</sup> che l'accordo dovrà essere interpretato in senso stretto e solo come accordo formalmente vincolante secondo la disciplina generale del contratto, laddove il criterio di cooperazione secondo “altra modalità” di condotta ricomprenderà tutte le forme di comunione di intenti per le quali non si è ancora raggiunta la conclusione di un contratto formale, come ad esempio un *gentlemen's agreement*.

Con riferimento alla prima forma, ogni accordo avente ad oggetto diritti di voto, indipendentemente dal contenuto o dal significato, è considerato un patto concernente l'esercizio dei diritti di voto, mentre la seconda forma di coordinamento richiede l'obiettivo di realizzare un cambiamento permanente e sostanziale nella strategia di *business* della società.

### 2.3. Francia

Secondo la previsione contenuta nel codice di commercio all'articolo *L. 233-10*, sono persone che agiscono in concerto coloro che concludono un accordo per l'acquisto o la cessione di diritti di voto o per il relativo esercizio al fine adottare una politica comune nella società<sup>20</sup>.

---

voto costituiva un caso isolato non riconducibile ad un più ampio accordo concernente la strategia futura di *business* della società.

<sup>17</sup> *Section 22 (2)* del *WpHG* modificato dal *Risk Reduction Act* del 2008: “*Any voting rights attached to shares in the issuer whose home state is the Federal Republic of Germany which are held by a third party shall also be attributed to the notifying party to their full extent if the notifying party or its subsidiary is coordinating its conduct in relation to the issuer or the issuer's shares with that of the third party, whether pursuant to an agreement or otherwise. Coordinated conduct requires that the notifying party and the third party cooperate in a manner that is qualified to influence the issuer's entrepreneurial direction permanently or considerably. For the calculation of the third party's voting rights, sub-section 1 applies accordingly*”.

<sup>18</sup> *Section 30 (Calculation of voting rights)* del *WpÜG* modificato dal *Risk Reduction Act* del 2008: “*Voting rights attached to shares in the Target Company held by a third party are also attributed to the Offeror to their full extent if the Offeror or its subsidiary is coordinating its conduct in relation to the Target Company or the Target Company's shares with that of the third party, whether pursuant to an agreement or otherwise. Coordinated conduct requires that the Offeror and the third party cooperate in a manner that is qualified to influence the Target Company's entrepreneurial direction permanently or considerably. For the calculation of the percentage of the third party's voting rights, sub-section 1 applies accordingly*.”

<sup>19</sup> “Q2/10 BaFin Quarterly, “Acting in concert in the version of the Risk Reduction Act”, pag. 9.

<sup>20</sup> Article L233-10 (Modifié par Loi 2007-211 2007-02-19 art. 18 1° JORF 21 février 2007):

“I. - *Sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer les droits de vote, pour mettre en oeuvre une politique vis-à-vis de la société.*

II. - *Un tel accord est présumé exister:*

1° *Entre une société, le président de son conseil d'administration et ses directeurs généraux ou les membres de son directoire ou ses gérants;*

2° *Entre une société et les sociétés qu'elle contrôle au sens de l'article L. 233-3;*

3° *Entre des sociétés contrôlées par la même ou les mêmes personnes;*

La norma presume che tale accordo sussista in una serie di casi ben definiti e considera i soggetti che agiscono di concerto solidalmente responsabili ai sensi di legge e dei regolamenti. In particolare, il concerto si presume, tra la società e i componenti del relativo organo amministrativo, le società controllate o le società sottoposte a comune controllo, tra il fiduciante e la società fiduciaria.

#### 2.4. Spagna

L'ordinamento spagnolo prevede che vi sia azione di concerto quando due o più persone cooperano in virtù di un accordo, sia esso tacito o espresso, scritto od orale, finalizzato al raggiungimento del controllo della società *target*.

Si presume l'esistenza di un'azione di concerto quando due o più soggetti abbiano concluso (i) un patto parasociale concernente l'esercizio dei diritti di voto in assemblea al fine di stabilire una politica comune sulla gestione della società ovvero che sia finalizzato ad ottenere un'influenza rilevante sulla stessa società, ovvero (ii) un qualsiasi altro accordo che, perseguendo le medesime finalità, disciplini i diritti di voto all'interno dell'organo amministrativo, del comitato esecutivo o di altro comitato delegato all'interno della società<sup>21</sup>.

### **3) Le ipotesi di presunzioni relative di “persone che agiscono di concerto”**

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 posto in consultazione un nuovo articolo 44-quater in cui sono state elencate, al comma 1, le ipotesi di presunzioni relative di concerto che vengono di seguito illustrate.

---

4° *Entre les associés d'une société par actions simplifiée à l'égard des sociétés que celle-ci contrôle;*

5° *Entre le fiduciaire et le bénéficiaire d'un contrat de fiducie, si ce bénéficiaire est le constituant.*

III. - *Les personnes agissant de concert sont tenues solidairement aux obligations qui leur sont faites par les lois et règlements”.*

<sup>21</sup>Articolo 5 del Real Decreto 1066/ 2007: 1. b) *Los de las demás personas que actúen en nombre propio pero por cuenta o de forma concertada con ella. Se entenderá que existe dicho concierto cuando dos o más personas colaboren en virtud de un acuerdo, ya sea expreso o tácito, verbal o escrito, con el fin de obtener el control de la compañía afectada. Se presumirá que existe concierto cuando las personas hubieran alcanzado un pacto de los señalados en el artículo 112 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, destinado a establecer una política común en lo que se refiere a la gestión de la sociedad o que tenga por objeto influir de manera relevante en la misma, así como cualquier otro que, con la misma finalidad, regule el derecho de voto en el consejo de administración o en la comisión ejecutiva o delegada de la sociedad.*

A) Rapporti di parentela

In primo luogo, si è scelto di contemplare i soggetti legati da rapporti familiari tali da far presumere, salvo prova contraria, l'esistenza di un coordinamento nella gestione delle partecipazioni possedute in una quotata, anche in assenza di un accordo parasociale; ciò anche in considerazione della diffusione nel mercato italiano di imprese a proprietà familiare.

Dall'analisi comparata, come detto, è emerso che anche l'ordinamento inglese prevede tra le presunzioni relative, i rapporti tra una società, i suoi amministratori ed i loro "close relatives"<sup>22</sup>.

Si rammenta che il Ministero dell'Economia e delle Finanze ("MEF") nello schema di decreto legislativo di recepimento della Direttiva OPA, posto in consultazione in data 3 agosto 2007, aveva proposto (anche alla luce di quanto previsto nel *Takeover Code*) delle presunzioni relative concernenti: (i) i rapporti di parentela e affinità entro il quarto grado con gli organi amministrativi e direttori generali e (ii) i soggetti che detengono partecipazioni superiori al dieci per cento del capitale e i loro parenti e affini entro il quarto grado<sup>23</sup>.

Ad esito della consultazione il MEF aveva eliminato dallo schema di decreto legislativo tali previsioni, anche tenendo conto di alcune osservazioni pervenute nell'ambito della pubblica consultazione che sottolineavano le possibili problematiche a fornire la prova dell'assenza di concerto e le difficoltà che avrebbero potuto riflettersi sui tempi necessari a statuire l'esistenza dell'obbligo. In ragione di tali risposte, nella Relazione illustrativa al Decreto legislativo 229/2007 era stato evidenziato che alle suddette ipotesi di presunzioni relative, si era preferito l'inserimento di una norma di chiusura, ossia la sopraccitata ipotesi di presunzione assoluta concernente "soggetti che cooperano al fine di ottenere il controllo della società emittente".

Alla luce della successiva abrogazione della suddetta presunzione assoluta di concerto tra soggetti che cooperano indipendentemente dall'esistenza di un accordo e della introduzione nel TUF con il medesimo decreto di una specifica delega alla Consob ad individuare delle presunzioni relative di azione di concerto, si è ritenuto opportuno prevedere tale presunzione relativa ai rapporti familiari circoscrivendone l'ambito applicativo<sup>24</sup>. In particolare, è posta in consultazione la seguente disposizione regolamentare:

*"1. Si considerano persone che agiscono di concerto, salvo che provino che non ricorrono le condizioni di cui all'articolo 101-bis, comma 4, del Testo unico:*

---

<sup>22</sup> Cfr. Rule C.1. n. 2. Takeover code "a company with any of its directors (together with their close relatives and related trusts)".

<sup>23</sup> In particolare, il testo dello schema di decreto legislativo di recepimento della Direttiva OPA prevedeva che "Si intendono altresì per "persone che agiscono di concerto", salvo prova contraria:

- a) i soggetti indicati alla lettera d) del comma precedente [una società e i suoi amministratori o direttori generali, n.d.r.] e il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori o direttori generali
- b) i soci che detengono una partecipazione superiore al dieci per cento del capitale con diritto di voto della società e il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado".

<sup>24</sup> Con riferimento all'ambito applicativo, si rappresenta che uno dei soggetti che avevano partecipato alla consultazione del MEF aveva condiviso l'iniziale scelta del Ministero di prevedere presunzioni relative concernenti rapporti di parentela, richiedendo, da un lato, di ampliare la fattispecie presuntiva non limitandola ad amministratori e direttori generali ma estendendola quanto meno anche agli aderenti a patti parasociali, dall'altro, di circoscrivere la rilevanza parentale in linea collaterale e affinità al secondo grado anziché al quarto grado.

a) *un soggetto, il coniuge, il convivente, gli affini e i parenti in linea retta e in linea collaterale entro il secondo grado, i figli del coniuge e del convivente; [...]*”

Sono stati, pertanto, considerati quei familiari che solitamente, salvo prova contraria, si presume possano essere soggetti ad una reciproca influenza.

B) Rapporti con consulenti finanziari per operazioni relative all'emittente

Si è, inoltre, reputato opportuno inserire, tra le presunzioni *iuris tantum* di persone che agiscono di concerto, i rapporti con i “*consulenti finanziari per operazioni relative all'emittente*”, anche alla luce di quanto previsto dall'ordinamento inglese<sup>25</sup>.

L'introduzione di tale presunzione discende anche dall'esperienza relativa ad alcune operazioni esaminate dalla Consob in cui gli *advisors* finanziari dell'offerente hanno operato sui titoli oggetto dell'offerta, contribuendo all'esito complessivo dell'operazione di acquisizione del controllo della quotata da parte del proprio cliente. In tali casi, alla luce della previgente disciplina, la Consob ha incontrato alcune difficoltà nell'accertamento di una posizione di concerto, dovendo necessariamente ricondurre la cooperazione tra l'*advisor* e il proprio cliente alla fattispecie dei patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122 del TUF.

In particolare, attraverso l'inversione dell'onere della prova si potrebbero ricondurre nella qualificazione di “*azione di concerto*” talune fattispecie, ampiamente riscontrate nella pratica, in cui il comportamento degli *advisors* è stato volto a favorire l'offerente attraverso l'“*accantonamento*” di una certa quantità di titoli, sebbene caratterizzato da meccanismi non tipicamente di blocco degli stessi.

Si rammenta che il MEF nel sopracitato schema di decreto legislativo di recepimento della direttiva OPA, posto in consultazione in data 3 agosto 2007, aveva individuato tra le presunzioni assolute di concerto quella relativa al rapporto tra “*un soggetto ed una società ad esso legata da un contratto di consulenza in relazione ad offerte pubbliche di acquisto o di scambio*”.

Anche per tale previsione come per quella relativa ai rapporti di parentela, ad esito della consultazione, il MEF ha deciso di eliminarla dallo schema di decreto legislativo, “*introducendo la norma di chiusura di cui alla lettera e) volta a superare talune difficoltà applicative registrate nella prassi*”<sup>26</sup> (ossia, come detto, la sopracitata ipotesi di presunzione assoluta concernente “*soggetti che cooperano al fine di ottenere il controllo della società emittente*”, successivamente abrogata dal Decreto correttivo).

Alla luce della successiva abrogazione della suddetta presunzione assoluta di concerto tra soggetti che cooperano indipendentemente dall'esistenza di un accordo, tenuto conto dell'introduzione della delega alla Consob ad individuare presunzioni relative di persone che agiscono di concerto e in considerazione dell'esperienza applicativa, si è ritenuto opportuno prevedere tra le predette presunzioni relative (e quindi, diversamente dalla proposta del MEF che le ricomprendeva tra le

---

<sup>25</sup> The Takeover Code (C1 definitions) [...] “*a connected adviser with its client and, if its client is acting in concert with an offeror or with the offeree company, with that offeror or with that offeree company respectively, in each case in respect of the interests in shares of that adviser and persons controlling, controlled by or under the same control as that adviser (except in the capacity of an exempt fund manager or an exempt principal trader)*”.

<sup>26</sup> Cfr. Relazione illustrativa al decreto 229/2007.

fattispecie presuntive *iuris et de iure*), i rapporti con i “*consulenti finanziari per le operazioni relative all'emittente*”, nei limiti e condizioni previste dal nuovo art. 44-*quater*, comma 1, lettera b), posto in consultazione.

In particolare, le disposizioni regolamentari proposte circoscrivono l'operatività della presunzione *iuris tantum* al caso in cui “*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*”. In tal modo, rilevano i soli acquisti “anomali” effettuati dall'*advisor* (o da società appartenenti al medesimo gruppo), ossia al di fuori della gestione ordinaria della propria attività caratteristica; inoltre, per evitare fenomeni elusivi sono stati considerati anche gli acquisti effettuati nel mese precedente al conferimento dell'incarico.

C) *Presentazione lista di maggioranza per elezione dell'organo amministrativo ovvero sollecitazione di deleghe di voto*

Infine, sono state previste tra le presunzioni relative codificate nell'art. 44-*quater*, comma 1, lett. c), posto in consultazione, i rapporti tra i soggetti che presentano una lista per l'elezione della maggioranza dei componenti dell'organo amministrativo (o, nel sistema dualistico del consiglio di sorveglianza) ovvero che promuovono congiuntamente una sollecitazione di deleghe di voto finalizzata alla votazione di tale lista.

L'inserimento di tale previsione deve essere letto anche alla luce di quanto previsto al comma 2 del medesimo art. 44-*quater*, nel quale è stato specificato che non rientra nella nozione di azione di concerto la cooperazione tra azionisti finalizzata alla presentazione o votazione di “liste di minoranza” per l'elezione degli organi sociali.

Posto che il controllo su una società si realizza con il controllo dell'organo di gestione e, nel sistema dualistico, con il controllo del consiglio di sorveglianza che nomina il consiglio di gestione, si è ritenuto di presumere la sussistenza di una cooperazione volta ad acquisire o mantenere il controllo, tra coloro che si accordano per presentare una lista volta ad eleggere la maggioranza dei componenti dei citati organi sociali (o per far convergere i voti su tale lista attraverso una sollecitazione di deleghe di voto).

Si evidenzia che tali accordi per la presentazione della lista, non costituiscono di per sé accordi parasociali soggetti agli obblighi di pubblicità previsti dall'art. 122 del TUF. La pubblicità di tali accordi è assicurata dalla specifica disciplina del voto di lista e, in particolare, dall'art. 144-*octies* del Regolamento Emittenti che richiede la pubblicazione dei nominativi dei soggetti che presentano una lista con le relative partecipazioni.

4) **I casi nei quali la cooperazione tra più soggetti non configura un'azione di 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*”.

Tale delega è stata esercitata perseguendo l'obiettivo di evitare che incertezze interpretative sulla

regolamentazione dell'azione di concerto (considerando, in particolare, l'ampia nozione generale di concerto introdotta al comma 4 dell'art. 101-*bis* del TUF, recependo la Direttiva OPA), possa costituire un ostacolo alla partecipazione attiva delle minoranze e, in particolare, degli investitori istituzionali, nella *governance* delle imprese attraverso l'esercizio di diritti che la disciplina vigente attribuisce a minoranze qualificate.

Il rischio che la disciplina dell'azione di concerto possa frenare l'azione degli investitori istituzionali è stato evidenziato anche dal Comitato ESME (*European Securities Market Expert Group*) della Commissione europea, in un rapporto avente ad oggetto la definizione di “*acting in concert*”<sup>27</sup>. Nel rapporto, l'ESME ha rilevato come la definizione di persone che agiscono di concerto contenuta nella Direttiva OPA risulti molto generica ed ampia, generando incertezze tra gli investitori istituzionali rispetto ai comportamenti da tenere nell'esercizio dei diritti sociali. In particolare, è stato evidenziato come gli investitori temano che un loro coordinamento o una loro consultazione finalizzati all'acquisizione di informazioni prima delle assemblee, ovvero all'esercizio di diritti spettanti alle minoranze, possa comportare ingiustificati obblighi in materia di OPA. Il rapporto sottolinea, quindi, la necessità di tracciare “*a dividend line between shareholder activism and acting in concert*”, fornendo al mercato delle “*negative presumptions*” e delle “*positive presumptions*” di azione di concerto.

Il problema sollevato dall'ESME ed evidenziato anche da investitori istituzionali internazionali, appare di indubbia rilevanza anche nel contesto normativo italiano.

Si ritiene che la previsione di specifiche presunzioni assolute negative di azione di concerto possa essere utilizzata per superare i dubbi interpretativi e creare un quadro regolamentare favorevole al coordinamento e alla comunicazione tra azionisti non interessati ad acquisire il controllo delle società ma a svolgere un ruolo attivo, proprio delle minoranze qualificate, nell'ambito della *corporate governance*.

In particolare, si ritiene che non siano da considerarsi ricomprese nella nozione di azione di concerto le attività di coordinamento e consultazione tra azionisti di minoranza volte a facilitare l'esercizio dei loro diritti, a promuovere migliori prassi di *governance* ovvero a sollecitare, mediante il dialogo con i vertici della società, cambiamenti gestionali o strategici.

In altri termini, si ritiene che l'attuazione di iniziative e intese occasionali tra azionisti di minoranza finalizzate a coordinare i comportamenti in concomitanza di specifici eventi societari, non configurino un'azione concertata, in quanto finalizzate ad esaurire i propri effetti *uno actu* e non a influire stabilmente sulla gestione della società.

Alla luce delle sopraesposte considerazioni, nel comma 2 dell'art. 44-*quater* posto in consultazione, è previsto che non rientri di per sé nella nozione di azione di concerto:

- l'attività di coordinamento nell'esercizio dei diritti attribuiti da codice civile (artt. 2367, 2377, 2388, 2393-*bis*, 2395, 2396, 2408, 2409 e 2497) e TUF (artt. 126-*bis*, 127-*ter* e 157) alle minoranze azionarie o al singolo socio;
- accordi per la presentazione di liste “*di minoranza*” per l'elezione degli organi sociali (ai

---

<sup>27</sup> Si fa riferimento al rapporto del Comitato ESME denominato: “*Preliminary view on the definition of acting in concert between the transparency directive and the takeover bids directive*” del 17 novembre 2008.

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*”;

- l'attività di cooperazione tra azionisti finalizzata a costituire la cd. *minorités de blocage* al fine di ostacolare l'approvazione di delibere assembleari in sede straordinaria ovvero ordinaria limitatamente ad alcuni argomenti (tra gli altri, compensi, *passivity rule*, operazioni con parti correlate di competenza dell'organo amministrativo e soggette ad autorizzazione assembleare in presenza di parere negativo degli indipendenti, ecc.);
- il coordinamento tra azionisti volto a favorire l'approvazione di una delibera assembleare avente ad oggetto la responsabilità dei componenti gli organi sociali o di una proposta all'ordine del giorno ai sensi dell'articolo 2367 del codice civile o dell'articolo 126-bis del TUF;
- la cooperazione tra azionisti, anche tramite la sollecitazione di deleghe di voto, per votare una lista “*di minoranza*”.

Con specifico riferimento agli accordi per la presentazione di liste “*di minoranza*” per l'elezione degli organi sociali, non essendo sempre possibile qualificare *ex ante* una lista come di minoranza - in quanto potrebbe comunque determinarsi in assemblea una situazione in cui tale lista possa raggiungere la maggioranza dei diritti di voto e pertanto nominare la maggioranza degli amministratori - sono stati individuati degli indici “oggettivi” per presumere tale qualificazione: ed in particolare si è considerata la circostanza che tali liste (compatibilmente con le clausole statutarie), candidino un numero di soggetti inferiore alla metà di quello dei componenti da eleggere ovvero siano programmaticamente preordinate alla elezione dei candidati della minoranza.

La previsione di tali ipotesi come fattispecie che di per sé non configurano l'azione di concerto, risulta in linea con l'evoluzione normativa comunitaria e altre scelte regolamentari effettuate dalla Consob. Si consideri la disciplina di recepimento della Direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio dei diritti degli azionisti, il diritto di *voice* delle minoranze attribuito dal meccanismo del cd. *whitewash* previsto dal recente regolamento della Consob sulle operazioni con parti correlate nonché dal regolamento OPA oggetto di consultazione, che prevede un coinvolgimento degli azionisti di minoranza nella disciplina delle esenzioni dall'applicazione della disciplina dell'OPA obbligatoria.

Si fa presente, infine, che le proposte regolamentari in esame risultano, tra l'altro, in linea con gli orientamenti espressi di recente dalla FSA sul tema<sup>28</sup>. Facendo riferimento alla disciplina della trasparenza, la FSA indica che le partecipazioni detenute da più soggetti vanno aggregate solo quando esiste un accordo tra due o più persone che le vincola ad adottare a “*lasting common policy towards the management of the issuer through the exercise of the voting rights*”. Non sorge quindi l'obbligo dell'aggregazione nel caso di “*ad hoc discussions and understandings*” tra investitori istituzionali in relazione a specifici temi o eventi. Con riferimento poi alla disciplina del *Change in Control*, l'obbligo di aggregazione delle partecipazioni detenute da più soggetti

---

<sup>28</sup> Si fa riferimento alla risposta della FSA all'*Association of British Insurers* del 19 agosto 2009, dall'oggetto “*Shareholder engagement and the current regulatory regime*”.

sorge quando questi agiscono di concerto<sup>29</sup> e, a tal proposito, l’Autorità inglese rileva come tale fattispecie non si configuri nel caso di “*ad hoc discussions and understandings in good faith*” aventi l’obiettivo di promuovere principi generalmente accettati di *corporate governance*.

---

<sup>29</sup> Secondo la definizione del *City Code on Takeover and Mergers*, agiscono di concerto le persone che “*pursuant to an agreement or understanding (whether formal or informal), co-operate to obtain or consolidate control of a company or to frustrate the successful outcome of an offer of a company*”.