

Marco Maugeri

---

**AZIONE DI CONCERTO  
ED *ENGAGEMENT*  
DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI**

---

Estratto

# LE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO

---

MARCO MAUGERI \*

## Azione di concerto ed *engagement* degli investitori istituzionali \*\*

SOMMARIO: 1. Premessa. — 2. Il problema del concerto nella prospettiva dell'*engagement* degli investitori istituzionali. — 3. Nozione di concerto e o.p.a. obbligatoria. — 3.1. (*Segue*): profili strutturali. — 3.2. (*Segue*): profili funzionali. — 3.3. (*Segue*): profili differenziali rispetto all'*engagement* degli investitori istituzionali. — 4. *Engagement* e presunzioni negative di concerto. — 5. *Engagement* e forme "indirette" di coordinamento degli azionisti istituzionali. — 5.1. (*Segue*): i consulenti di voto. — 5.2. (*Segue*): le associazioni di categoria. — 5.3. (*Segue*): i fondi attivisti. — 6. Conclusioni.

1. L'inquadramento della nozione di « concerto » comporta, come noto, l'esigenza di temperare obiettivi tra loro divergenti: da un lato, quello di costruire la fattispecie in modo elastico al fine di evitare facili elusioni di norme imperative dettate a presidio di interessi generali (1); dall'altro, quello di ridurre il rischio di alimentare una eccessiva incertezza giuridica che potrebbe disincentivare gli azionisti dall'adottare comportamenti collaborativi idonei a migliorare l'efficienza del governo societario (2).

(\*) Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università Europea di Roma.

(\*\*) Il presente lavoro è destinato al *Trattato delle offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. Stella Richter jr e G. Sandrelli.

(1) Cfr., per tutti, P. GIUDICI, *L'acquisto di concerto*, in questa *Rivista*, 2001, 490; G. GUIZZI - A. TUCCI, *Acquisto di concerto*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. Stella Richter jr, Torino, 2011, 259; C. MOSCA, *Azione di concerto e opa obbligatoria*, Milano, 2013, 6 s.; R. GHETTI, *La nozione di concerto nel diritto societario europeo e l'attivismo degli azionisti*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 757.

(2) V., per tutti, R. GHETTI (nt. 1), 757, distinguendo tra « cooperazione elusiva » (da colpire) e « cooperazione di sorveglianza » (da incentivare). Ma si tratta di rilievo diffuso anche nella dottrina estera: v. ad es. U. NOACK, *Hauptversammlung und Stimmrecht nach 50 Jahren Aktiengesetz*, in *50 Jahre Aktiengesetz*, a cura di H. Fleischer - J. Koch - B. Kropff - M. Lutter, Berlin-Boston, 2016, 193 (« Die weite Fassung des „acting in concert“ steht im Konflikt mit dem anderen Ziel, den Einfluss der Aktionäre auf die Verwaltung zu erhalten und zu stärken »).

La complessità dell'inquadramento è acuita dalla mancanza di una definizione unitaria di « concerto » sia nel panorama internazionale <sup>(3)</sup>, sia nell'ordinamento interno <sup>(4)</sup>, atteggiandosi di volta in volta tale definizione in modo diverso tanto in ordine alla rilevanza del requisito dell'acquisto di azioni della società *target* da parte dei concertisti <sup>(5)</sup>, quanto in ragione della mutevolezza del fine perseguito dal sodalizio: un fine che viene identificato

L'esigenza di bilanciamento evidenziata nel testo è ben presente a livello europeo: cfr. sia il § 1.3 del documento ESMA, *Public Statement - Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive*, ESMA/2014/677, 20 June 2014 (ultimo aggiornamento: 8 gennaio 2019), reperibile al seguente indirizzo internet: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2014-677-rev\\_public\\_statement\\_concerning\\_shareholder\\_cooperation\\_and\\_acting\\_in\\_concert.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2014-677-rev_public_statement_concerning_shareholder_cooperation_and_acting_in_concert.pdf) e recante una lista di comportamenti in sé e per sé non riconducibili nella nozione di concerto rilevante a fini o.p.a. (c.d. "White List"), sia il documento elaborato nel 2016 dalle Autorità Europee di Vigilanza (AEV) in materia di « Orientamenti comuni per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni qualificate nel settore finanziario » (reperibile al seguente indirizzo: [https://www.ivass.it/normativa/internazionale/internazionale-ue/linee-guida-eiopa/GL\\_ESAS\\_2016\\_it.pdf](https://www.ivass.it/normativa/internazionale/internazionale-ue/linee-guida-eiopa/GL_ESAS_2016_it.pdf)). Quest'ultimo documento, dopo aver evidenziato che « nel caso in cui talune persone agiscano di concerto, le autorità di vigilanza interessate dovrebbero aggregare le loro partecipazioni al fine di stabilire se tali persone acquisiscano una partecipazione qualificata o superino un livello minimo contemplato nelle direttive e nei regolamenti settoriali » (§ 4.3), precisa altresì che « l'autorità di vigilanza interessata non dovrebbe applicare il regime relativo alla notifica e la valutazione prudenziale di acquisizioni o incrementi di partecipazioni qualificate in modo tale da impedire la collaborazione tra gli azionisti nell'ottica dell'esercizio di una buona governance aziendale » (§ 4.7). Sulla idoneità dei comportamenti concertati tra azionisti a migliorare l'efficienza del procedimento assembleare, incrementandone la capacità di fungere da strumento di aggregazione delle rispettive preferenze e intenzioni di voto, v. ampiamente M. GARGANTINI, *Coordinamento (extra)-assembleare dei soci e azione di concerto nella s.p.a. quotata*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum Pietro Abbadessa, III, Torino, 2103 ss. e 2152.

<sup>(3)</sup> Così C. VON BÜLOW - S. SCHWARZ, in *Kölner Kommentar zum WpÜG*<sup>5</sup>, Hürth, 2022, § 30, Rdn. 226.

<sup>(4)</sup> Sottolinea la presenza nell'ordinamento interno di tipologie di concerto « funzionalmente e concettualmente diverse tra loro » C. MOSCA, *OPA ed azione di concerto*, in questa *Rivista*, 2022, 928 (ove anche una ricostruzione in chiave storica dell'evoluzione della disciplina domestica in materia di concerto rilevante ai fini o.p.a.). Si pensi, sotto questo profilo, alla nuova disciplina del concerto bancario contenuta nell'art. 22-bis TUB e nelle *Disposizioni di Vigilanza in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari* emanate dalla Banca d'Italia in data 27 luglio 2022, ove la verifica del raggiungimento o del superamento di soglie rilevanti viene condotta aggregando le partecipazioni di coloro che agiscono di concerto « anche in assenza di acquisti nel capitale dell'impresa vigilata » (così il Capo IV, par. 1, della Parte Prima delle Disposizioni di Vigilanza). Il venir meno di ogni riferimento alla necessità che vi siano stati degli acquisti vale ad allontanare le Disposizioni di Vigilanza non solo dalla disciplina del concerto in materia di o.p.a. — la quale esige che vi siano stati acquisti tali da portare l'aggregato complessivo delle azioni detenute dai concertisti al di sopra di una delle soglie rilevanti — ma anche dalla precedente versione della stessa disciplina del concerto bancario in quanto l'originario art. 22, comma 1-bis, TUB (eliso dal d.lgs. 8 novembre 2021, n. 182 ma destinato ad applicarsi ancora ai patti stipulati antecedentemente all'entrata in vigore delle Disposizioni, e quindi antecedentemente al 1° gennaio 2023) subordinava l'obbligo di autorizzazione, appunto, alla presenza di acquisti.

<sup>(5)</sup> Cfr. la nt. che precede.

ora nel conseguimento (o nella conservazione o nel rafforzamento) del « controllo » dell'emittente <sup>(6)</sup>, ora invece nell'obiettivo di influenzarne in modo stabile e duraturo le politiche imprenditoriali <sup>(7)</sup>.

La variabilità dei confini ascrivibili alla nozione di concerto appare, del resto, inevitabile in quanto essa dipende dalla diversità di prospettiva nella quale si colloca la disciplina di volta in volta considerata. Così, e per limitare il discorso ai due esempi di maggiore portata applicativa, nell'ambito della *disciplina dell'o.p.a. obbligatoria* ciò che assume rilievo è l'eventualità che il cambiamento degli assetti proprietari comporti una riduzione del valore "di scambio" della partecipazione e quindi una modifica del rischio originario dell'investimento <sup>(8)</sup>: una prospettiva di *mercato*, allora, nella quale appare logico ancorare la fattispecie del concerto alla finalità di conseguire (o conservare o rafforzare) il « controllo » dell'emittente perché solo in questo caso sorge (o comunque è meritevole di tutela sul piano giuridico) l'interesse dell'azionista di minoranza a disinvestire a condizioni che non siano influenzate dai nuovi programmi di chi (o, nel caso del concerto, appunto di coloro che) abbia(no) acquistato una partecipazione idonea ad assicurare un potere di influenza « dominante » in assemblea.

Nel caso, invece, della disciplina sulla *trasparenza degli assetti proprie-*

<sup>(6)</sup> Questa impostazione caratterizza non solo l'ordinamento italiano (come si osserverà oltre nel testo) ma anche quello britannico: cfr. la definizione di « acting in concert » contenuta nel *Take-Over Code*, secondo cui « 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 » (enfasi aggiunta). Eguale disomogeneità permea l'ordinamento europeo, come dimostra il confronto tra la norma dell'art. 2, par. 1, lett. d), della direttiva OPA n. 2004/25/CE del 21 aprile 2004, che presuppone la tensione finalistica dell'accordo verso l'acquisizione del controllo (« volto ad ottenere il controllo »), e la norma dell'art. 10, par. 1, lett. a), della c.d. direttiva Transparency n. 2004/109/CE del 15 dicembre 2004, che attribuisce rilievo all'accordo che preveda l'impegno delle parti « di adottare, con un esercizio concertato dei diritti di voto detenuti, una politica comune durevole nei confronti della gestione dell'emittente ».

<sup>(7)</sup> Secondo l'impostazione che caratterizza l'ordinamento tedesco: v. il § 30, Abs. 2, WpÜG che impernia la nozione di concerto (« abgestimmtes Verhalten ») sulla sussistenza di un « accordo per l'esercizio dei diritti di voto » o comunque sulla ricorrenza di una « cooperazione in altro modo volta a produrre un cambiamento stabile e significativo nell'orientamento dell'impresa ». Cfr. sul punto C. VON BÜLOW - S. SCHWARZ, (nt. 3), § 30, Rn. 234 ss.

<sup>(8)</sup> Sul « rischio che da quel fatto (il superamento della soglia) derivi una modificazione *in peius* del mercato e dunque delle condizioni di realizzabilità del valore di scambio della partecipazione sociale » v. G. GUIZZI, *Noterelle in tema di OPA obbligatoria, violazione dell'obbligo di offerta e interessi protetti*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, II, 258. Cfr. anche R. COSTI - L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Padova, VIII, 2004, 123 (per i quali il superamento di una soglia partecipativa idonea ad assicurare un potere di influenza dominante potrebbe esporre la minoranza al rischio che il nuovo controllante estragga vantaggi speciali in danno della redditività della società); M. GARGANTINI (nt. 2), 2115; M. MAUGERI, *Opa obbligatoria ed esenzione "endogruppo"*, in questa *Rivista*, 2018, 1423 s.

tari ciò che assume rilievo è la capacità dell'acquirente di *condizionare le scelte di gestione degli amministratori*: una prospettiva, quindi, che guarda più ampiamente a *una qualsiasi situazione di « potere » all'interno dell'impresa* e che, in quanto tale, richiede di essere applicata anche in mancanza (o comunque prima) del conseguimento del controllo <sup>(9)</sup>.

2. La peculiarità sistematica della fattispecie del concerto risulta ancora più evidente quando il tema del coordinamento tra azionisti sia affrontato avendo riguardo all'*engagement* degli investitori istituzionali <sup>(10)</sup>. Si tratta, infatti, di una "classe" di azionisti (e allora anche di "potenziali" concertisti) la cui *specificità* risiede anzitutto nella circostanza che la movimentazione del portafoglio è « l'oggetto caratteristico della loro attività » <sup>(11)</sup>, sicché non può escludersi il rischio che una coalizione di investitori "dialo-

<sup>(9)</sup> Così, per la disciplina delle partecipazioni in banche e intermediari finanziari, è "sufficiente" che la partecipazione oggetto di acquisizione concertata sia « almeno pari » al 10% dei diritti di voto o del capitale o comporti comunque la possibilità di esercitare (non necessariamente il controllo ma anche) una « influenza notevole » (cfr. l'art. 22-*bis*, comma 1, TUB). La distinzione indicata nel testo spiega probabilmente il motivo per cui, mentre l'art. 101-*bis*, comma 4-*bis*, lett. a), TUF si preoccupa di qualificare come fattispecie di concerto presunte in modo assoluto anche le tipologie di patti che non incidono sull'esercizio del voto, vale a dire quelle che prevedono "soltanto" limiti al trasferimento delle azioni dell'emittente (o di società controllanti) od obblighi di acquisto delle stesse (restando sottratti alla presunzione solo i patti di cui alla lett. *d-bis* del comma 5, vale a dire quelli volti a favorire o a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta: art. 122, comma 5, lett. *d-bis*), TUF, la disciplina in materia di assetti proprietari in ambito bancario circoscrive invece la rilevanza delle forme "negoziali" di concerto ai soli patti aventi « per oggetto l'esercizio del diritto di voto nell'impresa vigilata » e a quelli aventi « per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante sull'impresa vigilata ». La conseguenza di questa precisazione è (o dovrebbe essere) che la nozione di concerto elaborata dalle competenti autorità in materia di valutazione prudenziale dell'acquisizione di partecipazioni qualificate in intermediari bancari e finanziari non dovrebbe influire sulla ricostruzione dei confini della fattispecie del concerto in altri settori dell'ordinamento né, in particolar modo, sulla nozione di agire di concerto rilevante ai fini della disciplina concernente le offerte pubbliche di acquisto (v., infatti, il § 4.12 degli « Orientamenti » delle AEV, secondo cui « a scanso di equivoci, l'interpretazione della nozione di azione di concerto definita nei presenti orientamenti dovrebbe applicarsi in via esclusiva alla valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni qualificate nel settore finanziario da effettuare in conformità delle direttive e dei regolamenti settoriali e non dovrebbe incidere sull'interpretazione di qualsivoglia nozione analoga contemplata in altri atti legislativi dell'UE, quali la direttiva 2004/25/UE concernente le offerte pubbliche di acquisto »).

<sup>(10)</sup> Si è in altra sede argomentato come, malgrado la classe degli « investitori istituzionali » venga circoscritta dall'art. 124-*quater*, comma 1, lett. b), TUF alle sole tipologie dei fondi pensione e delle imprese di assicurazione e riassicurazione, sia comunque opportuno servirsi di una nozione estensiva che includa tutti gli intermediari che gestiscono professionalmente patrimoni altrui con lo scopo di incrementarne il valore: v. S. ALVARO - M. MAUGERI - G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship*, Quaderno giuridico Consob n. 19, Roma, 2019, 11 ss.

<sup>(11)</sup> G. GUIZZI, *Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema del concerto*, in *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di M. MAUGERI, Milano, 2015, 116.

ganti” superi una delle soglie previste in materia di o.p.a. obbligatoria. Questo rischio può diventare significativo quando gli investitori istituzionali decidono di sostenere campagne promosse da fondi attivisti, i quali sono soliti accumulare quote consistenti (normalmente ricomprese tra l’8 e il 10%) del capitale con diritto di voto dell’emittente al fine sia di aumentare le probabilità di successo della campagna sia, e soprattutto, di rendere remunerativo l’investimento nella società *target* <sup>(12)</sup>.

Inoltre, gravando sugli investitori istituzionali l’obbligo di attivarsi per vigilare sulle scelte degli amministratori nell’interesse dei beneficiari finali <sup>(13)</sup>, sussiste inevitabilmente per essi anche l’esigenza di *coordinarsi* allo scopo di un efficiente svolgimento dell’attività di monitoraggio. Ai sensi dell’art. 124-*quinquies*, comma 1, TUF, infatti, gli investitori istituzionali sono tenuti <sup>(14)</sup> ad adottare e a comunicare al pubblico una « politica di impegno » la quale descriva le modalità con cui essi « monitorano le società partecipate su questioni rilevanti », comprese materie tipicamente rientranti nella competenza gestoria degli amministratori quali, tra l’altro, « la strategia, i risultati finanziari e non finanziari, nonché i rischi, la struttura del capitale, l’impatto ambientale e sociale e il governo societario », nonché le modalità con le quali essi « dialogano con le società partecipate ».

Questa previsione normativa dimostra l’intenzione del legislatore di attribuire agli investitori istituzionali un ruolo attivo nel governo degli emittenti e nel monitoraggio delle decisioni degli *insiders* <sup>(15)</sup>. La comuni-

<sup>(12)</sup> L’allestimento di qualsiasi campagna attivista comporta, infatti, il sostenimento di costi fissi: pertanto, più elevata è la dimensione dell’investimento, maggiore sarà il ritorno economico per l’attivista in caso di successo della campagna. Cfr. A. TALESKA, *Shareholder Proponents as Control Acquirers: A British, German and Italian Perspective on the Regulation of Collective Shareholder Activism via Takeover Rules*, in *EBOR*, 2018, 16, reperibile all’indirizzo <https://doi.org/10.1007/s40804-018-0119-1>.

<sup>(13)</sup> Al centro della disciplina dell’*engagement*, in vero, si pone la necessità di assicurare che gli investitori istituzionali (in veste di *agents*) curino l’interesse dei partecipanti ai fondi gestiti (in veste di *principals*): v. J.E. FISCH - J. SCHWARTZ, *Corporate Democracy and the Intermediary Voting Dilemma*, in *ECGI Law Working Paper*, febbraio 2023, 6.

<sup>(14)</sup> È vero che l’obbligo di adozione della politica di impegno nel monitoraggio delle società partecipate viene formulato dall’art. 124-*quinquies* TUF con l’espressa riserva della possibilità di motivare le ragioni della scelta di una sua disapplicazione (secondo la regola del « *comply or explain* »). Ma è altrettanto vero che tale scelta “negativa” viene qualificata dal terzo comma dell’art. 124-*quinquies* TUF come meramente « eventuale » e per di più limitata solo all’opzione di « non adempiere *ad una o più* delle disposizioni »: il che non sembra lasciare spazio alla legittimità di una completa “inerzia” del gestore. Cfr. sul punto M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Scritti in onore di Paolo Montalenti*, I, Torino, 2022, 316. Altra questione è poi *come* l’impegno si traduca in concrete scelte di voto: v., ad es., sul rischio che i gestori (soprattutto quelli di medio-piccole dimensioni) votino sistematicamente in favore delle proposte del *management* al fine di minimizzare i costi dell’*engagement*, U. NOACK (nt. 2), 194.

<sup>(15)</sup> L’art. 124-*quinquies* è la trasposizione nell’ordinamento interno di quanto previsto dall’art. 3-*octies* della direttiva n. 2017/828 del 17 maggio 2017 in materia di diritti degli azio-

cazione al mercato delle regole seguite per integrare la politica di impegno nella strategia di investimento offre, inoltre, al singolo investitore istituzionale la possibilità di segnalare il proprio orientamento sulle questioni più rilevanti attinenti alla gestione e alla struttura finanziaria dell'impresa nei confronti non solo delle società partecipate *ma anche degli altri investitori*. La pubblicità delle regole di ingaggio riduce, pertanto, i costi di elaborazione delle informazioni da parte degli azionisti, facilitandone la cooperazione <sup>(16)</sup> e contribuendo a evitare il rischio che il coordinamento avvenga in modo opaco, secondo canali che rendono difficilmente ricostruibile la natura dei contatti avviati con gli emittenti. L'attività di *engagement* si atteggia, infatti, come un fenomeno "multi-dimensionale", che attinge a tecniche diverse (voto assembleare, confronto "dietro le quinte" con il management, campagne pubbliche), tutte accomunate però dalla funzione di mitigare i problemi di azione collettiva degli investitori istituzionali e di agevolarne la connessione <sup>(17)</sup>: una esigenza tanto più avvertita, come noto, nel caso dei grandi fondi passivi diversificati <sup>(18)</sup>.

Quanto precede induce a sottolineare l'esigenza di mantenere intatta la *coerenza interna dell'ordinamento* <sup>(19)</sup>, interpretando dunque in senso restrittivo la nozione di concerto ove riferita alla fattispecie dell'*engagement* collettivo al fine di non disincentivare l'azione di monitoraggio degli investitori istituzionali <sup>(20)</sup>.

nisti (c.d. "SHRD II"), il cui considerando n. 14 stabilisce che « un impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate, basato su un sistema di pesi e contrappesi tra i diversi organi e i diversi portatori di interesse. Il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo, in particolare ai sensi dei principi di investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite ».

<sup>(16)</sup> L. ENRIQUES - R. ROMANO, *Institutional Investor Voting Behavior: A Network Theory Perspective*, in *U. Ill. L. Rev.*, 2019, 229, 266 e 268.

<sup>(17)</sup> Cfr. T. BOWLEY - J.G. HILL - S. KOURABAS, *Shareholder Engagement Inside and Outside the Shareholder Meeting*, ECGI Law Working Paper, giugno 2023, 25 e 30.

<sup>(18)</sup> Il punto è troppo noto per essere ripreso in questa sede: cfr., per tutti, L. BEBCHUK - S. HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, in *Colum. L. Rev.*, 2019, 2048 ss.

<sup>(19)</sup> Un ordinamento giuridico in sé contraddittorio violerebbe infatti, a tacer d'altro, elementari principi di giustizia; motivo per il quale, dinanzi a valutazioni potenzialmente confliggenti del legislatore, si impone una interpretazione armonizzatrice delle norme: v. B. RÜTHERS - C. FISCHER - A. BIRK, *Rechtstheorie*<sup>12</sup>, München, Beck, 2022, 460, Rn. 744.

<sup>(20)</sup> La qualificazione in chiave di concerto dell'*engagement* collettivo comporterebbe infatti l'aggregazione delle azioni detenute dagli investitori istituzionali e il rischio di superamento di soglie rilevanti ai fini della disciplina in materia di assetti proprietari e soprattutto di o.p.a.: cfr. S. ALVARO - M. MAUGERI - G. STRAMPELLI (nt. 10), 48; nello stesso senso A. SANTONI, *Partecipazione per conto altrui e società quotate*, Milano, 2022, 285. L'opportunità di misure legislative che incoraggino l'attività di *stewardship* degli investitori istituzionali è sottolineata altresì da L. KLÖHN, *Passive Investoren, Aktivisten und die Reform des deutschen Hauptversammlungsrechts*, in *ZHR*, 2021, 210.

Si inserisce in questa prospettiva la scelta dell'ESMA di escludere l'esercizio dei diritti della minoranza dal novero dei comportamenti suscettibili di essere qualificati in termini di azione di concerto (c.d. "White List")<sup>(21)</sup>. La necessità di contenere il rischio che i comportamenti cooperativi degli azionisti istituzionali ricadano nella nozione di concerto appare, del resto, ancora più marcata nell'ipotesi in cui il coordinamento riguardi temi ESG (ad es., il voto da esprimere su una determinata politica di remunerazione che condizioni la corresponsione della parte variabile del compenso degli esecutivi al raggiungimento di determinati obiettivi non finanziari), almeno alla luce del dichiarato intento del legislatore europeo di favorire una riallocazione del risparmio verso prodotti finanziari "sostenibili"<sup>(22)</sup>. L'esperienza empirica recente sembra dimostrare, infatti, come i maggiori benefici della collaborazione tra soci in termini di riduzione delle asimmetrie informative e di contenimento dei problemi di azione collettiva siano registrabili proprio con riguardo ai fattori ESG<sup>(23)</sup>.

3. La disposizione di riferimento in materia di concerto a fini o.p.a. è offerta, come noto, dall'art. 101-*bis*, comma 4, TUF ai sensi del quale « per "persone che agiscono di concerto" si intendono i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o scambio ». A tale clausola generale<sup>(24)</sup> fa

<sup>(21)</sup> Cfr. la precedente nt. 2 e quanto si osserverà nel successivo par. 4. Per alcune incertezze applicative che indeboliscono la portata esimente della White List cfr. G. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, in *San Diego L. Rev.*, 2018, 849.

<sup>(22)</sup> Il riferimento è al c.d. "Piano di azione per la finanza sostenibile", elaborato dalla Commissione europea nel marzo 2018, e alla produzione normativa volta a darvi attuazione: dal Regolamento n. 2020/852 (c.d. "Regolamento Tassonomia") al Regolamento n. 2019/2088 (c.d. "SFDR" o "Regolamento Disclosure") per arrivare al Regolamento n. 2019/2089, recante modifiche al Regolamento n. 2016/1011 (c.d. "Regolamento Benchmark") e alla recente Direttiva n. 2022/2464 in materia di rendicontazione di sostenibilità (c.d. "CSRD"). Ulteriori utili riferimenti alle fonti normative rilevanti sono rinvenibili nel sito della Consob all'indirizzo <https://www.consob.it/web/area-pubblica/finanza-sostenibile>, ove è consultabile altresì la serie di *Quaderni di Finanza sostenibile*.

<sup>(23)</sup> Cfr. P.O. MÜLBERT - A. SAJNOVITS, *Emerging ESG-Driven Models of Shareholder Collaborative Engagement*, in ECGI Law Working Paper, dicembre 2022, specie 7 ss.; e D.W. PUCHNIAK - U. VAROTTIL, *Rethinking Acting in Concert: Activist ESG Stewardship is Shareholder Democracy*, ECGI Law Working Paper, settembre 2023, specie 9 ss. Non sorprende, dunque, che l'ESMA abbia di recente manifestato l'intenzione di mettere a disposizione degli operatori adeguati criteri orientativi per assicurare che la nozione di concerto non impedisca un *engagement* collaborativo degli istituzionali in relazione a comuni obiettivi di sostenibilità (cfr. ESMA, *Sustainable Finance Roadmap 2022-2024*, 10 febbraio 2022, 29, n. 5).

<sup>(24)</sup> L'inserimento del comma 4 dell'art. 101-*bis* TUF (emendato prima dal d.lgs. n. 229 del 19 novembre 2007 e successivamente dal d.lgs. n. 146 del 25 settembre 2009) ha impresso

seguito, per un verso, la previsione di una serie di relazioni costruite come presunzioni “assolute” di concerto (cfr. il comma 4-*bis* dell’art. 101-*bis* TUF) e identificate sostanzialmente nella figura del concerto « parasociale »<sup>(25)</sup>, del concerto « di gruppo »<sup>(26)</sup> e del concerto « organico »<sup>(27)</sup>; per altro verso, l’attribuzione alla Consob del potere di individuare i casi nei quali “si presume” una fattispecie di concerto, ferma restando la possibilità per gli asseriti concertisti di dimostrare l’insussistenza degli elementi costitutivi del concerto ai sensi della clausola generale di cui al quarto comma (si tratta delle c.d. presunzioni relative “positive” di concerto ai sensi dell’art. 101-*bis*, comma 4-*ter*, lett. *a*, TUF e dell’art. 44-*quater*, comma 1, del Regolamento Emittenti)<sup>(28)</sup>, nonché le ipotesi nelle quali « la cooperazione tra più soggetti non configura un’azione di concerto ai sensi del comma 4 » (si tratta delle c.d. presunzioni relative “negative” di concerto ai sensi dell’art. 101-*bis*, comma 4-*ter*, lett. *b*, TUF e dell’art. 44-*quater*, comma 2, del Regolamento Emittenti).

### 3.1. Il primo — e più grave — problema interpretativo sollevato dal-

elasticità applicativa alla materia del concerto atteso che, nel vigore della previgente disciplina, si tendeva a negare la possibilità di individuare ipotesi di concerto ulteriori rispetto a quelle originariamente allocate nell’art. 109 TUF: v. P. GIUDICI (nt. 1), 496.

<sup>(25)</sup> Il riferimento è agli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall’art. 122, commi 1 e 5, lett. *a*), *b*), *c*) e *d*), del TUF [così la lett. *a*) del comma 4-*bis*].

<sup>(26)</sup> Il riferimento è al nesso tra « un soggetto, il suo controllante e le società da esso controllate », nonché alle « società sottoposte a comune controllo » [così le lett. *b*) e, rispettivamente, *c*) del comma 4-*bis*].

<sup>(27)</sup> Il riferimento è alla relazione intercorrente tra « una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione, o di sorveglianza o direttori generali » [così la lett. *d*) del comma 4-*bis*].

<sup>(28)</sup> La prova contraria idonea a vincere tali presunzioni riguarda, a ben vedere, non tanto il fatto da provare (il concerto) quanto piuttosto l’*equipollenza funzionale* tra il fatto noto (e cioè il rapporto familiare o di consulenza finanziaria) e l’esistenza di un accordo di concerto. Sulla labilità concettuale della distinzione tra elementi della fattispecie e presunzioni legali, su un piano generale, v. già F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*<sup>9</sup>, Napoli, 2001, 103; con specifico riguardo alla materia del concerto ai fini o.p.a., P. GIUDICI (nt. 1), 491, nt. 1 e 495; C. MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e azione di concerto*, in questa *Rivista*, 2013, 136 ss.; in chiave comparatistica M. SCOCKENHOFF, *Acting in Concert - geklärte und ungeklärte Rechtsfragen*, in *ZGR*, 2005, 595 ss. Si noti, peraltro, che la tecnica dell’art. 44-*quater*, comma 1, del Regolamento Emittenti si distingue dagli Orientamenti elaborati dalle Autorità Europee di Vigilanza (cfr. la precedente nt. 2), ove si trova un catalogo di *indici* di concerto quali, ad es., schemi di voto uniformi e ricorrenti, patti di consultazione, la cooperazione per la nomina dei componenti dell’organo con funzione di supervisione strategica/gestione, l’utilizzo della stessa fonte di finanziamento, la soggezione a comune controllo. Tali indici, infatti, vanno apprezzati come elementi rilevanti ai sensi dell’art. 2729 c.c. e cioè come situazioni, relazioni o comportamenti valutabili nella prospettiva del concerto *solo in quanto siano gravi, precisi e concordanti*: pertanto il singolo indice, ove considerato isolatamente, è inidoneo a determinare in capo al sospetto concertista l’onere di fornire la prova contraria (a differenza di quanto accade per le presunzioni considerate nelle lett. *a*) e *b*) dell’art. 44-*quater*, comma 1, del Regolamento Emittenti).

l'assetto normativo appena descritto consiste nell'inquadramento della nozione di « accordo » menzionata dal quarto comma dell'art. 101-*bis* TUF e nella sua delimitazione rispetto alle tipologie di patti parasociali — ivi inclusa l'ipotesi del patto “nullo” — evocate nel successivo comma 4-*bis*, lett. *a*). Si è osservato in proposito che, a differenza dei patti parasociali, i quali comporterebbero l'insorgenza di un *obbligo* di tenere il comportamento promesso, gli accordi « non necessariamente presuppongono l'esistenza di un vincolo contrattuale tra le parti » (29). Se questa osservazione può essere in linea di principio condivisa, si deve al tempo stesso sottolineare che la cooperazione tra azionisti, per qualificarsi come « accordo » ai fini della disciplina del concerto, deve possedere un qualche tratto costitutivo *ulteriore* che consenta di distinguerla da comportamenti solo occasionalmente convergenti i quali, secondo l'orientamento pressoché unanime della dottrina, non integrano gli estremi del concerto (30).

Questo tratto ulteriore non può essere rintracciato nella sola esistenza di *uno scambio informativo* tra i soci in vista dell'esercizio coordinato del voto in assemblea o di altri diritti amministrativi inerenti alla partecipazione sociale (ad es., di impugnazione delle deliberazioni assembleari o di esercizio dell'azione sociale di responsabilità da parte della minoranza ai sensi dell'art. 2393-*bis* c.c.) (31).

(29) Cfr. C. MOSCA (nt. 4), 934 s.; e già EAD, *Le OPA obbligatorie*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera - G. Presti, II, Bologna, 2020, 1452 (ove l'osservazione secondo cui la nozione di “accordo” si distinguerebbe da quella di patto parasociale « in ragione di un diverso e inferiore livello di vincolatività degli impegni assunti »). V. però anche M. TESI, nel *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini - G. Gasparri, II, Torino, 2012, sub art. 102, 102 secondo il quale l'esistenza dell'accordo implica che tra le parti siano sorti « impegni giuridicamente vincolanti ».

(30) V. G. GUIZZI (nt. 11), 111 e 125 (sottolineando come non possa mai esistere concerto « se il coordinamento tra i concertisti non sia destinato a esplicitare i suoi effetti nel tempo »); A. SANTONI (nt. 20) 285, nt. 162. Egual avviso si riscontra nella dottrina statunitense in ordine al concetto di “gruppo” ai sensi della Section 13(d)(3) del *Securities Exchange Act*: cfr. J.C. COFFEE jr - D. PALIA, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, in *J. Corp. L.*, 2016, 568, nt. 83.

(31) La rilevanza giuridica dello scambio informativo che ha luogo nel contesto dell'attività di *engagement* può essere, in vero, riguardata sotto un duplice profilo. Da un lato, e con riferimento all'ipotesi del dialogo extra-assembleare tra investitori istituzionali e amministratori, ci si può chiedere in che misura questi ultimi possano somministrare ai primi informazioni privilegiate o comunque “sensibili” e, in caso di risposta affermativa, se le informazioni eventualmente comunicate nel corso dell'incontro debbano esser messe a disposizione del pubblico (soprattutto ove l'incontro abbia avuto a oggetto una materia destinata ad essere trattata nel corso di una successiva riunione assembleare): sul punto v., per l'affermazione di uno *status* privilegiato sul piano informativo degli investitori istituzionali (ferma l'esigenza di accertare nel caso concreto la sussistenza di un legittimo interesse dell'emittente alla trasmissione delle informazioni e fermo altresì il divieto di *insider dealing*), M. MAUGERI (nt. 14), 320 ss.; cfr. anche A. ENGERT *Shareholder Activism in Germany*, in ECGI Law Working Paper, agosto 2019, 23 ss., sottolineando come le informazioni scambiate dal *management* con singoli attivisti manchino spesso del carattere della “precisione” richiesto dall'art. 7 MAR e come, in ogni caso, la divul-

È vero che il comma 4-*bis* dell'art. 101-*bis* TUF, richiamando la tipologia di patti di cui all'art. 122, comma 5, lett. *a*), TUF, include tra le presunzioni assolute di concerto anche la stipulazione di un patto di « consultazione ». Ma, al di là della considerazione che, stando alla stessa formulazione della norma appena citata, in questo caso vi sono veri e propri « *obblighi* di preventiva consultazione » tra i concertisti (che, si è appena osservato, potrebbero mancare nell'ipotesi dell'« accordo » di concerto e, a maggior ragione, di un coordinamento tra investitori istituzionali attuato nel contesto del monitoraggio delle società partecipate), è agevole osservare che qualsiasi configurazione di *engagement* collettivo, per avere una sia pur minima possibilità di influire sulle decisioni degli amministratori della società partecipata, non può prescindere dalla creazione di un canale di comunicazione tra

gazione dell'informazione all'attivista debba considerarsi legittima ove « strettamente necessaria » per l'assolvimento degli obblighi degli amministratori (secondo lo standard elaborato dalla Corte di Giustizia nel caso *Geltl*); un approccio più cauto si legge in K.U. SCHMOLKE, *Institutionelle Anleger und Corporate Governance - Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds*, in *ZGR*, 2007, 731 (il quale ammette comunque la possibilità che gli amministratori forniscano agli investitori nel corso della riunione una “interpretazione dettagliata” di informazioni già rese note al pubblico); sulla opportunità che l'informativa pre-assembleare includa anche gli esiti dell'*engagement* con gli investitori istituzionali v. L. BECHUK - S. HIRST (nt. 18), 2124 s., sulla base dell'assunto secondo cui, se il dialogo con i principali investitori istituzionali è considerato rilevante da questi ultimi ai fini delle proprie decisioni di voto, è presumibile che quelle stesse informazioni siano rilevanti anche per le decisioni di voto di tutti gli altri soci [su questo aspetto v. però M. MAUGERI (nt. 14), 322, nt. 70].

D'altro lato, si pone il problema di stabilire se vada qualificata come privilegiata l'informazione concernente la scelta di più investitori istituzionali di coordinarsi per esercitare una attività di monitoraggio sulla gestione dell'impresa. A tale riguardo non appare possibile fornire una risposta unitaria dovendosi piuttosto distinguere in ragione della forma di *engagement* prescelta dagli investitori. In vero, qualora si tratti della decisione di cooperare in vista di un monitoraggio extra-assembleare, da attuarsi quindi mediante incontri con il *management*, la conclusione preferibile sembra quella che esclude ogni caratterizzazione in chiave di informazione privilegiata della notizia riguardante la decisione di coordinarsi poiché quest'ultima rientra nell'ambito di iniziative fisiologiche (e a volte addirittura standardizzate) di impegno degli investitori. Diversa risulta essere, per contro, la situazione quando il coordinamento sia funzionale a sostenere l'imminente campagna di un fondo attivista che miri a modificare la composizione del consiglio di amministrazione della società *target* per imporre un cambiamento di strategia (ad es., promuovendo il disinvestimento di attività rilevanti della società). In questa ipotesi, al di là della posizione che si intenda assumere sul problema dell'*insider di se stesso* [e quindi se l'informazione concernente l'intenzione dell'attivista di acquistare azioni della *target* prima di lanciare la campagna sia di per sé una informazione privilegiata: sul punto v. ancora A. ENGERT, (in questa nt.), 20; sia consentito il rinvio anche a M. MAUGERI, *Offerta pubblica di acquisto e informazioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, 267 ss., specie 288 ss.], la decisione dei principali azionisti istituzionali “passivi” di coordinarsi per offrire il proprio sostegno al programma dell'attivista sembra idonea a integrare la nozione di informazione privilegiata ai sensi dell'art. 7 MAR, almeno qualora essa aumenti le probabilità di successo della campagna e quindi di realizzazione degli eventi *price sensitive* ai quali è rivolta l'iniziativa del fondo attivista.

gli investitori impegnati nel compito di *stewardship* <sup>(32)</sup>. In questo senso, depone anche la White List dell'ESMA la quale esclude che possa dare luogo di per sé a una azione di concerto l'instaurazione di discussioni tra gli azionisti su possibili materie da sollevare con gli amministratori dell'emittente <sup>(33)</sup>.

3.2. Alla luce delle considerazioni appena svolte si può ritenere che il profilo strutturale della cooperazione (l'esistenza di un « accordo ») sia privo di una effettiva capacità selettiva delle condotte riconducibili nel perimetro dell'azione di concerto. Si spiega, pertanto, in questa prospettiva la ragione per la quale la nozione delineata dall'art. 101-*bis*, comma 4, TUF include un *elemento funzionale* costituito dalla tensione del comportamento concertato verso il conseguimento del « controllo » dell'emittente. È, infatti, questa *finalità comune* a indurre in ogni concertista l'aspettativa che anche gli altri partecipanti allo scambio informativo condurranno le proprie scelte in modo conforme a un progetto condiviso: una situazione, dunque, nella quale, pur mancando una « obbligazione » in senso tecnico-giuridico <sup>(34)</sup>, non può negarsi l'esistenza di una portata in senso lato « vincolante » dell'accordo, quanto meno dal punto di vista dell'applicazione di sanzioni di natura sociale o reputazionale (c.d. « *Gentlemen's Agreements* ») <sup>(35)</sup>.

<sup>(32)</sup> In questo senso anche C. MOSCA (nt. 1), 137 s. (la quale sottolinea il differente rilievo che assume, anche sul piano probatorio, la circolazione di informazioni nel diritto societario e, rispettivamente, nel diritto *antitrust*). V. tuttavia, per una lettura più restrittiva, P.O. MÜLBERT - A. SAJNOVITS (nt. 23), 32 (secondo i quali non può escludersi che la Corte Europea di Giustizia estenda alla materia del concerto il proprio orientamento tendente ad agevolare l'onere della prova che la Commissione Europea è chiamata ad assolvere ove intenda dimostrare l'esistenza di intese restrittive della concorrenza).

<sup>(33)</sup> Cfr. ESMA (nt. 2), § 4.1, lett. (a), riferendosi all'ipotesi caratterizzata come « entering into discussions with each other about possible matters to be raised with the company's board ».

<sup>(34)</sup> La situazione dei partecipanti all'« accordo » di concerto può essere, in vero, accostata a quella del soggetto passivo di una obbligazione « naturale », la quale dà luogo all'insorgenza di un « debito » cui non corrisponde tuttavia un obbligo di prestazione e che parallelamente dà luogo, nel lato attivo del rapporto, all'insorgenza di un « interesse alla prestazione » cui non corrisponde, tuttavia, un'aspettativa (pretesa) di soddisfazione [V. E. BETTI, *Teoria generale delle obbligazioni*, II, Milano, 1953, 50 ss., ove la precisazione del concetto tecnico di obbligazione come sintesi di due momenti: quello del « dovere di prestazione » e quello della « responsabilità » per l'adempimento, entrambi assenti nel caso di una obbligazione (solo) naturale]. In modo non dissimile, il singolo concertista da (mero) accordo ha un « dovere » in senso lato che non è esigibile dagli altri concertisti ma che, ove attuato, *diviene giuridicamente rilevante* in quanto sanzionato dall'ordinamento retrospettivamente con l'imposizione di un obbligo di offerta al superamento di una soglia rilevante.

<sup>(35)</sup> In questo senso si esprime, ad es., l'Autorità di Vigilanza tedesca con riguardo alla nozione di concerto prevista dal § 34 *WpHG*: cfr. BAFIN, *Emittentenleitfaden*, Modul B, 30 ottobre 2018, § I.2.5.10.1. Nella nostra dottrina v. P. GIUDICI (nt. 1), 501 s. Il riferimento al controllo come « scopo » dell'accordo di concerto pone inevitabilmente il problema di stabilire se sia individuabile una distinzione tra la figura del controllo « congiunto » e quella del controllo

Affinché sia integrata una situazione di concerto sul piano funzionale non è peraltro necessario il materiale conseguimento dell'obiettivo del controllo. L'obbligo di offerta sorgerà, in altri termini, per la sola circostanza della sussistenza di un « accordo » causalmente ordinato al raggiungimento di una posizione di influenza dominante indipendentemente dal concreto esercizio dell'influenza (purché, ovviamente, vi siano stati acquisti che portino l'aggregato al di sopra di una soglia partecipativa rilevante) <sup>(36)</sup>.

Questa conclusione discende sia dalla nozione di controllo declinata nell'art. 2359, comma 1, nn. 1) e 2) c.c. e richiamata dall'art. 93 TUF <sup>(37)</sup>, la quale risulta costruita tipicamente nei termini di una « fattispecie potenziale » <sup>(38)</sup>, sia dalla *ratio* stessa del regime giuridico del concerto in materia

« *da concerto* » (v. sul punto C. MOSCA (nt. 1), 35, nt. 68 e 139 ss.). Sebbene il confine tra le due tipologie di influenza collettiva societaria sia obiettivamente incerto, sembra possibile osservare come, mentre nel caso del controllo c.d. “congiunto” l'imputazione della posizione di controllo avviene solo in capo al pattista che disponga effettivamente di un potere di influenza in forma di “veto” all'assunzione di decisioni strategiche fondamentali per la società partecipata [almeno stando alla configurazione che la nozione di *joint control* tradizionalmente assume nel diritto *antitrust* e in quello contabile (cfr., ad es., l'Ifrs n. 11 e gli Ias nn. 31 e 28, su *joint ventures* e società collegate)], nel controllo c.d. “da concerto”, per contro, l'imputazione degli effetti giuridici della fattispecie — e quindi l'insorgenza dell'obbligo solidale di promuovere l'offerta — avviene in modo “indifferenziato” in capo a ogni concertista, indipendentemente dalla sua capacità di influenzare le decisioni comuni (e quindi, per ipotesi, anche ove fosse messo in minoranza in seno a una singola, ma determinante, decisione assunta dagli altri concertisti). Conferma di ciò si ricava sia dall'art. 109, comma 1, TUF, a mente del quale « sono solidalmente tenute agli obblighi previsti dagli articoli 106 e 108 le persone che agiscono di concerto quando vengono a detenere, a seguito di acquisti effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore alle percentuali indicate nei predetti articoli » (indipendentemente, quindi, dalla quota di “contributo” del singolo concertista al raggiungimento della soglia), sia da quanto previsto (ancorché in altro contesto) dal § 3 del Capo IV delle Disposizioni Vigilanza di Banca d'Italia in materia di assetti proprietari delle banche, ove, per l'ipotesi di adesione di un nuovo soggetto a un accordo preesistente per l'esercizio concertato dei diritti inerenti a una partecipazione bancaria rilevante, si prevede in capo al concertista sopravvenuto l'obbligo di autorizzazione *a prescindere* dal verificarsi di una novazione oggettiva dell'accordo e quindi dalla disponibilità in capo al nuovo entrante di un reale potere di influenza all'interno del patto.

<sup>(36)</sup> Cfr. M. TESEI (nt. 29), 1224. Nel senso della rilevanza del solo intento, senza necessità del concreto esercizio di una influenza dominante, si esprimono anche la giurisprudenza e la dottrina tedesche: v., con riguardo al § 22 Abs. 2, *WpHG* (in materia di superamento di soglie rilevanti ai fini della disciplina degli assetti proprietari), la decisione del *Bundesgerichtshof*, 25 settembre 2018, Rn. 13, in II ZR 190/17 e in *NZG*, 2018, 1350 (« die bloße Absicht genügt »); M. ZIMMERMANN, *WpHG*<sup>2</sup>, a cura di A. Fuchs, München, 2016, § 22, Rn. 94; con riguardo al § 30 Abs. 2 Satz 1 *WpÜG* (sul superamento di soglie rilevanti ai fini o.p.a.), C. VON BÜLOW - S. SCHWARZ (nt. 3), § 30, Rn. 236.

<sup>(37)</sup> L'art. 93 TUF, esordendo con la formulazione « nella presente parte », contiene la definizione di riferimento del controllo da applicarsi nell'interpretazione della disciplina degli emittenti (contenuta, appunto, nella parte IV del TUF) e quindi anche delle regole dettate in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio.

<sup>(38)</sup> M. LAMANDINI, *Società controllate e collegate*, in *Trattato delle società*, diretto da V. Donativi, II, Torino, 2022, 1094. Il giudizio normativo di valore sottostante alla individuazione del « controllo » in materia societaria (art. 2359 c.c., richiamato per le società quotate dall'art.

di o.p.a. che intende regolare ipotesi in cui la cooperazione tra azionisti risulti *idonea* a determinare un rafforzamento delle prerogative dei concertisti anche se le finalità dell'accordo non vengano effettivamente realizzate. L'azione di concerto si caratterizza, pertanto, come una « situazione di pericolo » che l'ordinamento si preoccupa di prevenire in considerazione dell'interesse generale alla contendibilità delle società quotate <sup>(39)</sup>.

Quanto appena osservato rende ragione delle perplessità che una nozione così ampia di concerto può generare, soprattutto ove si traduca nella negazione di ogni irrilevanza alla condotta esecutiva tenuta dalle parti in concerto o degli effetti di tale condotta sul governo societario dell'emittente. In particolare, l'eccessiva latitudine della nozione di « accordo » di cui al comma 4 dell'art. 101-*bis* TUF, se non opportunamente contenuta e interpretata, rischia di frustrare l'esigenza che i soci istituzionali si « impegnino » nel monitoraggio della gestione dell'impresa, coordinandosi nell'esercizio delle iniziative dirette a tale scopo, ivi inclusa l'eventualità di presentare congiuntamente e di votare una lista lunga per il rinnovo delle cariche sociali <sup>(40)</sup>.

93, comma 1, TUF) consiste infatti nell'*anticipare* il momento di tutela degli interessi rilevanti in ragione della «mera» possibilità che gli amministratori espressi dal socio di riferimento adottino, per favorire quest'ultimo o se stessi, scelte gestorie contrarie all'interesse sociale. Sarebbe, allora, contrario a quel giudizio normativo subordinare l'applicazione delle norme che presuppongono il controllo alla verifica, *necessariamente successiva*, circa il modo in cui ha concretamente operato l'organo amministrativo della società. È tuttavia necessaria al riguardo una precisazione. Se è vero che il concetto di influenza dominante alla base della nozione di « controllo » prevista dall'art. 2359 c.c. ha riguardo a una situazione potenziale e non al concreto esercizio di un potere del socio sulla gestione (come dimostra, tra l'altro, la differenza esistente tra la fattispecie del controllo e l'attività di direzione e coordinamento), altrettanto vero è però che ciò accade in quanto la legge presume, secondo una comune massima di esperienza, che la gestione della società si orienterà secondo le aspettative del socio che ha espresso la maggioranza degli amministratori (e che potrebbe revocarli, o comunque non confermarli alla scadenza, ove si discostassero da quelle aspettative). Ciò significa, in altri termini e come ben è stato osservato, « che l'influenza dominante non si arresta all'assemblea, alla nomina e alla revocabilità degli amministratori, ma che si proietta nel tempo ed in avanti instaurando di per sé un rapporto giuridicamente rilevante (fonte di diritti) tra potere di nomina all'ufficio, nomina ed attività dei soggetti nominati »: così P. MARCHETTI, *Sul controllo e sui poteri della controllante*, in *I gruppi di società*, II, Milano, 1996, 1555. E già G. FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da F. Vassalli, X.3, Torino, 1987, 1008, osservava come la posizione di controllo esprima « una particolare posizione per effetto della quale un soggetto è in grado di improntare con la propria volontà l'attività economica di altra società ».

<sup>(39)</sup> E v. C. VON BÜLOW - T. BÜCKER, *Abgestimmtes Verhalten im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht*, in *ZGR*, 2004, 690 (« abstrakte Gefährdungslage »).

<sup>(40)</sup> In sede di consultazione sulle modifiche da apportare al Regolamento Emittenti per recepire la Direttiva o.p.a. n. 2004/25/CE, la Consob ha precisato che gli accordi per la « presentazione » di « 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) » non costituiscono « di per sé » accordi parasociali soggetti agli obblighi di pubblicità di cui all'art. 122 TUF (cfr. l'Allegato 6 al primo documento di consultazione del 5 ottobre 2010, 11).

3.3. Le superiori riflessioni consentono di enucleare due ordini di implicazioni utili per delimitare i confini della fattispecie del concerto rispetto alla nozione di *engagement* degli investitori istituzionali.

Da un lato, appare plausibile ritenere che la formazione di una coalizione di azionisti istituzionali vada considerata alla stregua di un concerto rilevante ai fini o.p.a. esclusivamente quando sia dimostrabile l'intento dei partecipanti al sodalizio di esercitare un *potere "attivo" di indirizzo* delle scelte gestorie spettanti agli amministratori: in ciò risiedendo, a ben vedere, l'essenza stessa della distinzione tra « attivismo » e (mero) « *engagement* »<sup>(41)</sup>. Tale non può considerarsi, in particolare, l'ipotesi in cui il confronto tra investitori istituzionali e amministratori, pur vertendo su argomenti essenziali come « la strategia, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario » (cfr. l'art. 124-*quinquies*, comma 1, TUF), si svolga pur sempre nell'ambito di un *monitoraggio "reattivo"* di orientamenti già maturati dagli amministratori (ad es., in sede di elaborazione del piano strategico o industriale o di operazioni di M&A funzionali all'ingresso in un nuovo settore merceologico o all'uscita da un settore preesistente). Non si è mancato di sottolineare del resto, su un piano generale, come l'applicazione della disciplina del concerto sia giustificata solo quando il coordinamento tra i soci raggiunga effetti, in termini di concentrazione proprietaria e di esercizio del controllo, paragonabili a quelli che si verificherebbero in caso di superamento individuale della soglia<sup>(42)</sup>. E questa "riduzione teleologica" della fattispecie del concerto deve a maggior ragione praticarsi quando, come più volte sottolineato, sia l'ordinamento stesso a incentivare il coordinamento dei soci e a farne addirittura oggetto, nel caso degli investitori istituzionali, di una specifica prestazione dovuta in favore dei beneficiari finali dell'investimento.

La precisazione non sembra coprire tuttavia l'ipotesi in cui l'accordo riguardi non solo l'impegno di presentare congiuntamente una lista di maggioranza *ma anche quello di votarla*. Il rischio evocato nel testo è solo parzialmente mitigato dalla previsione contenuta nell'art. 44-*quater*, comma 2, lett. *b*) e *d*), n. 2), del Regolamento Emittenti la quale esclude che configurino di per sé un'azione di concerto gli accordi volti al sostegno di liste « programmaticamente preordinate all'elezione di rappresentanti della minoranza ». Tale previsione consente di fruire con certezza (ossia: in una prospettiva *ex ante*) della esenzione dalla nozione di concerto solo nell'ipotesi in cui vi sia anche la lista lunga del soggetto che controlla di diritto la società e la lista degli azionisti cooperanti, ancorché lunga (contenente, cioè, un numero di candidati pari al, o comunque superiore alla metà del, numero di consiglieri da eleggere) non sia collegata, neppure indirettamente, alla lista del socio di controllo. In ogni altra ipotesi, si dovrà infatti attendere l'esito della deliberazione assembleare per "assegnare" le qualifiche di lista di "maggioranza" e lista di "minoranza": v. sul punto C. MOSCA (nt. 28), 143, nt. 63.

<sup>(41)</sup> Su questa distinzione v., in luogo di molti, G. STRAMPELLI - G. BALP, *Institutional Investor Collective Engagements: Non-Activist vs Activist Wolf Packs*, in *Ohio St. Bus. L. J.*, 2020, 146 s.

<sup>(42)</sup> C. MOSCA (nt. 1), 19; nello stesso senso A. TRISCORNIA, *OPA obbligatoria: la presunzione di concerto per patto parasociale è ancora assoluta?*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 490.

Per altro verso, poiché la nozione di « controllo » si incardina sull'esercizio di una influenza dominante nell'assemblea ordinaria della società partecipata, deve ritenersi al di fuori del campo di applicazione della disciplina del concerto l'ipotesi in cui l'*engagement* collettivo prenda la forma di un coordinamento "extra-assembleare" e, segnatamente, di un dialogo diretto tra una pluralità coordinata di investitori e gli amministratori della società partecipata<sup>(43)</sup>. È vero che in tale situazione gli investitori istituzionali aspirano senz'altro a esercitare una influenza sulle decisioni dell'emittente<sup>(44)</sup>. Ma tale condizionamento fattuale, a ben vedere, altro non è che lo scopo di *qualsiasi attività di monitoraggio* sulle scelte di un soggetto vigilato: ci si muove, dunque, nell'ambito concettuale della nozione di controllo come « verifica » della conformità dell'operato gestorio a regole e parametri di corretta amministrazione e non invece nel più ampio alveo del controllo come « signoria » sugli organi sociali<sup>(45)</sup>. Nella prospettiva delineata, pertanto, l'influenza esercitata dagli investitori istituzionali sul consiglio della società partecipata durante l'*engagement* non può qualificarsi come "dominante" ai sensi dell'art. 2359 c.c. esattamente come non può qualificarsi tale l'influenza esercitata dal collegio sindacale che provveda al controllo sul merito dell'amministrazione (pur con tutte le debite distinzioni tra le due posizioni, prima fra tutte la ovvia circostanza che il collegio sindacale è un « organo » della società, a differenza degli investitori istituzionali che ne sono "semplici" azionisti: una distinzione, questa, che però non va neppure enfatizzata atteso che si tratta in entrambi i casi di posizioni di potere *funzionali* alla soddisfazione di interessi altrui).

4. La rilevata vaghezza estensionale della fattispecie del concerto e la conseguente esigenza di non disincentivare l'azione di monitoraggio degli investitori istituzionali hanno indotto l'Autorità di Vigilanza europea (ESMA) e quella domestica (Consob)<sup>(46)</sup> a elaborare un elenco di ipotesi di

<sup>(43)</sup> Si esprimeva in questo senso per l'ordinamento tedesco, criticando l'innovazione che sarebbe stata di lì a poco apportata al testo del § 30, Abs. 2 S. 2, WpÜG dal *Risikobegrenzungs-gesetz* del 12 agosto 2008 al fine di estendere la nozione di concerto anche all'ipotesi di cooperazione realizzata al di fuori dell'assemblea (« in sonstiger Weise »), H. FLEISCHER, *Finanzinvestoren im ordnungspolitischen Gesamtgefüge von Aktien-, Bankaufsichts- und Kapitalmarkrecht*, in *ZGR*, 2008, 199 s.

<sup>(44)</sup> Soprattutto se si aderisse alla corrente di pensiero che rintraccia negli « incontri sistematici » tra rispettivi manager e negli « scambi di comunicazioni aventi ad oggetto specifiche richieste e risposte » sulle decisioni gestionali di maggiore rilievo altrettanti indici sintomatici non solo dell'esistenza di una influenza dominante ma del suo concreto esercizio: v., per richiami a tale corrente di matrice essenzialmente giurisprudenziale, M. LAMANDINI (nt. 38), 1099.

<sup>(45)</sup> Per una chiara distinzione tra queste due accezioni della nozione di "controllo" v. M. STELLA RICHTER jr, *La funzione di controllo del consiglio di amministrazione nelle società per azioni*, in questa *Rivista*, 2012, 665 s.

<sup>(46)</sup> Eguale tentativo è stato compiuto, come già osservato, dalle Autorità di Vigilanza europee per chiarire i contorni della nozione di concerto rilevante ai fini della disciplina dell'acquisto di partecipazioni qualificate in enti bancari e finanziari: cfr. sopra, alla nt. 2.

collaborazione tra soci le quali non danno luogo a concerto in quanto funzionali a promuovere una buona governance aziendale <sup>(47)</sup> oppure all'esercizio dei diritti della minoranza <sup>(48)</sup>: attività che si inquadrano tipicamente nel ruolo di monitoraggio degli azionisti "esterni" sulle scelte degli *insiders* (amministratori/soci di controllo), se non di vero e proprio contrasto alla loro approvazione <sup>(49)</sup>.

L'impostazione delle Autorità, pur meritoria negli intendimenti, non è tuttavia idonea a dissipare l'incertezza che continua ad avvolgere l'applicazione pratica della disciplina del concerto alla materia dell'*engagement* collettivo.

In primo luogo, la portata esimente del catalogo è immediatamente limitata dalla precisazione che le condotte menzionate non sono « di per sé » <sup>(50)</sup> tali da integrare la fattispecie del concerto, ma potrebbero dare luogo a questo esito sulla base di una valutazione di tutte le circostanze del caso concreto e, in particolar modo, di una considerazione « della relazione tra gli azionisti, dei loro obiettivi, delle loro azioni o dei risultati delle loro azioni » <sup>(51)</sup>: una formulazione, questa, che sembra costruita in modo volutamente generico al fine di lasciare un sufficiente grado di discrezionalità alle Autorità di vigilanza ma che, inevitabilmente, finisce con il rendere in larga misura imprevedibile per gli operatori (e, per quanto qui interessa, per gli investitori istituzionali "cooperanti") il risultato dell'esercizio di quella discrezionalità.

In secondo luogo, e soprattutto, al vertice della predetta impostazione non è rintracciabile alcun principio generale che, servendo da fondamento comune alle diverse ipotesi di esenzione, consenta all'interprete di ricavarne di ulteriori e comunque di orientarsi nella soluzione dei casi dubbi. Questa operazione ermeneutica non è certamente ostacolata dal rilievo che, trattandosi di eccezioni a una regola (quella della normale rilevanza della cooperazione tra azionisti ai fini del concerto), esse andrebbero ricostruite in senso restrittivo e non sarebbero in ogni caso riconducibili alla enunciazione di un principio generale. Al di là della forte opinabilità sul piano teorico di un simile assunto, rimane il dato ermeneutico essenziale secondo cui, nella gerarchia dei giudizi di valore che permeano l'ordinamento delle società quo-

<sup>(47)</sup> Cfr. le già citate lett. (a) e (b) al § 4.1 della White List dell'ESMA sull'avvio di discussioni tra azionisti in ordine a questioni che potrebbero insorgere con gli amministratori o rendere dichiarazioni agli amministratori su politiche e pratiche che l'emittente potrebbe valutare di adottare.

<sup>(48)</sup> Cfr. il § 4.1 (c) e (d) della White List, nonché la lett. a) dell'art. 44-*quater*, comma 2, del Regolamento Emittenti della Consob.

<sup>(49)</sup> Cfr., in particolare, la lett. c) dell'art. 44-*quater*, comma 2, del Regolamento Emittenti.

<sup>(50)</sup> Cfr. il § 3.2 della White List, nonché l'*incipit* del secondo comma dell'art. 44-*quater* del Regolamento Emittenti.

<sup>(51)</sup> Cfr. il § 3.3 della White List.

tate, lo scopo di incentivare la cooperazione tra azionisti in chiave di monitoraggio riveste *eguale dignità* rispetto all'obiettivo di contrastare eventuali elusioni della disciplina dell'o.p.a. obbligatoria attraverso lo strumento del concerto: sicché in discussione è lo stesso rapporto "regola-eccezione" che dovrebbe guidare l'interprete nell'inquadramento dei casi incerti di cooperazione <sup>(52)</sup>.

Le conseguenze della carenza di un siffatto principio generale si avvertono in tutta la loro delicatezza quando si passi a considerare l'ipotesi evocata in precedenza della presentazione congiunta di una lista per l'elezione degli amministratori (o, nel modello dualistico, dei consiglieri di sorveglianza). In relazione a questo comportamento collaborativo, la cui rilevanza nel quadro dei diritti partecipativi dei soci non ha certo bisogno di essere sottolineata, i principali ordinamenti europei divergono profondamente nell'individuare le condizioni necessarie a escluderne la riconduzione nella nozione di concerto <sup>(53)</sup>. Dal canto suo, l'ESMA, nel prendere atto di tali divergenze, assume un atteggiamento sostanzialmente "agnostico" <sup>(54)</sup>

<sup>(52)</sup> Quel che si intende dire è che, con pari legittimazione argomentativa, si potrebbe sostenere che la cooperazione tra azionisti istituzionali in chiave di monitoraggio sia la regola e che pertanto una sua qualificazione in termini di "concerto" dovrebbe essere piuttosto l'eccezione.

<sup>(53)</sup> Ad es., in Italia l'accordo sulla presentazione di liste per l'elezione degli organi sociali ai sensi dell'art. 147-ter TUF si sottrae per certo alla presunzione di concerto solo quando tali liste « candidino un numero di soggetti inferiore alla metà dei componenti da eleggere ovvero siano programmaticamente preordinate all'elezione di rappresentanti della minoranza » (cfr. l'art. 44-*quater*, comma 2, lett. b, del Regolamento Emittenti) o quando si tratti di accordi volti a « far confluire voti » su tali liste (così l'art. 44-*quater*, comma 2, lett. d, n. 2, del Regolamento Emittenti): ma sulle incertezze connesse all'ipotesi di lista « programmaticamente preordinata all'elezione di rappresentanti della minoranza » v. quanto si osservava sopra a nt. 40. Nel Regno Unito, per contro, ciò che rileva è che la lista del socio non sia qualificabile come "board control-seeking": in tale ottica, si presume l'assenza di concerto qualora tra gli azionisti che presentano e votano la lista di maggioranza e i candidati ivi inclusi manchino legami significativi che possano minacciare o pregiudicare l'indipendenza degli amministratori, una volta eletti [v. A. TALESKA (nt. 12), § 2.3, 7 ss., la quale ricorda però al tempo stesso come possano ricadere nella nozione di concerto anche le proposte dei soci volte a eleggere due o più amministratori, quando si tratti di figure chiave per il governo della società: ad es., del presidente e del CEO e/o del direttore finanziario]. In Germania, infine, sfuggono alla nozione di concerto le condotte collaborative degli azionisti dal carattere c.d. "occasionale" (che non abbiano, cioè, un effetto permanente e significativo sulla strategia imprenditoriale della società), con la conseguente irrilevanza a fini o.p.a. dell'impegno di voto per l'elezione di componenti dell'*Aufsichtsrat*, purché non vi sia l'intenzione, appunto, di realizzare un « cambiamento duraturo e rilevante dell'orientamento dell'impresa »: cfr. la decisione del *Bundesgerichtshof* (nt. 36), Rn. 13 ss. (ove anche una ampia articolazione della nozione di « unternehmerische Ausrichtung »); in dottrina C. VON BÜLOW - S. SCHWARZ (nt. 3), § 30, Rn. 252. Una sintesi delle posizioni assunte dagli Stati membri con riguardo alla eventuale rilevanza da ascrivere, nella prospettiva del concerto, alla collaborazione tra azionisti in vista della elezione delle cariche sociali si trova nell'Appendice D alla White List dell'ESMA.

<sup>(54)</sup> Si v., in particolare, l'inciso finale del § 5.1 della White List ove si legge che, in considerazione delle differenze esistenti nelle impostazioni dei vari Stati membri, « the White List does not include any activity relating to cooperation in relation to board appointments ».

limitandosi a individuare alcuni elementi di fatto che potrebbero guidare le Autorità domestiche nello statuire se la cooperazione tra azionisti in ordine alla nomina dei consiglieri di amministrazione costituisca o meno una situazione di concerto <sup>(55)</sup>.

La potenzialità espansiva della nozione di concerto è anzi tale da attrarre teoricamente a sé anche l'ipotesi in cui le candidature proposte collettivamente dai soci, pur non riguardando l'intero organo bensì singoli amministratori, siano idonee a spostare « l'equilibrio dei poteri » all'interno del consiglio e a imprimere quindi un nuovo orientamento alla gestione dell'impresa (ad es., perché relative a professionisti destinati ad assumere cariche esecutive rilevanti) <sup>(56)</sup>.

Malgrado l'ambiguità del complessivo assetto normativo in materia di concerto, sussistono comunque argomenti per *escludere* che l'accordo concluso da una pluralità di investitori istituzionali (anche) per l'elezione della maggioranza degli amministratori integri una situazione di concerto.

Su un piano generale (ossia, prescindendo dalla natura dei soggetti proponenti la lista) la Consob ha infatti avuto modo di osservare, modifi-

<sup>(55)</sup> Cfr. il § 5.3 della White List.

<sup>(56)</sup> Può essere interessante osservare come la denunciata vaghezza dei confini propri della nozione di concerto sollevi delicate questioni interpretative non solo in ordine al rapporto con la nozione di « controllo » ma anche in rapporto alla nozione di « influenza notevole » e quindi di « collegamento ». È il caso dell'area tematica concernente la materia delle partecipazioni qualificate al capitale di banche e intermediari finanziari, nell'ambito della quale l'obbligo di autorizzazione in caso di concerto riguarda non solo l'ipotesi dell'assunzione di una partecipazione di controllo ma anche quella della acquisizione di un numero di azioni tale da attribuire congiuntamente ai concertisti un potere di influenza, appunto, notevole sulla entità partecipata. La presentazione di una lista di minoranza potrebbe, almeno in astratto, integrare gli elementi costitutivi della fattispecie dell'influenza notevole rilevante a fini autorizzativi ove la lista sia proposta da azionisti che aggregino almeno il 10% (nelle quotate) o il 20% (nelle non quotate) dei diritti di voto, quando l'accordo che la sorregge sia volto alla nomina di un esponente nel consiglio di amministrazione della società partecipata. Anche in tal caso (come in quello della valutazione dei comportamenti collaborativi degli azionisti nella prospettiva della disciplina dell'o.p.a. obbligatoria) sarà comunque necessaria una analisi di tutte le caratteristiche del caso concreto, nel senso che, *come è da escludere un automatismo tra lista congiunta di maggioranza e azione di concerto, così è da escludere un automatismo tra lista congiunta di minoranza e assenza di concerto*. Gli è infatti che la valutazione sarà inevitabilmente diversa a seconda che la lista di minoranza sia presentata da un insieme di investitori istituzionali che aggregano occasionalmente le proprie partecipazioni ed esprimono candidati indipendenti o invece che la lista di minoranza sia presentata da un azionista (o da un gruppo di azionisti) stabile, titolare del potere di esercitare una influenza notevole e quindi di concorrere alla determinazione delle politiche gestionali e finanziarie dell'impresa, pur non disponendo del controllo e, al limite, *anche in presenza di altro azionista di controllo* (ai sensi del par. 5 dell'Ifrs n. 28, infatti, « a substantial or majority ownership by another investor does not necessarily preclude and entity from having significant influence »). Ciò che rileva, ancora una volta, sarà l'esistenza di plurimi indici di collegamento che denotino come l'intenzione del gruppo di azionisti cooperanti non sia solo quella di contribuire a un governo societario efficiente nella prospettiva del monitoraggio collettivo bensì quello di incidere *attivamente* nella definizione delle strategie d'impresa.

cando l'iniziale impostazione <sup>(57)</sup>, che « un'attività di collaborazione per la presentazione di una lista volta all'elezione della maggioranza degli amministratori non costituisce, di per sé, una presunzione relativa di concerto », potendo semmai « rappresentare un indizio dell'esistenza di un'azione di concerto se valutata congiuntamente ad eventuali altri elementi rilevanti » <sup>(58)</sup>.

Ebbene, muovendosi lungo questa linea di ragionamento, dovrà negarsi la sussistenza di un concerto in presenza di indici convergenti idonei a dimostrare l'assenza di un intento dei soci proponenti di conseguire il "controllo" dell'emittente. In altri termini, se la presentazione di una lista maggioritaria può fondare l'asserzione della esistenza di una situazione di concerto *solo* in costanza di ulteriori elementi fattuali che corroborino questa conclusione, dovrà a maggior ragione escludersi la sussistenza del concerto quando ricorrano elementi, indici o dati oggettivi che cumulativamente *contraddicano* l'obiettivo del conseguimento del controllo della società partecipata dai soci proponenti la lista.

Al novero di tali indici o elementi si potranno ascrivere in particolare: (i) la circostanza che la lista contenga esclusivamente l'indicazione di candidati privi di legami significativi (professionali, economici, organici, parentali) con alcuno dei soci proponenti <sup>(59)</sup>; (ii) la circostanza che i soci proponenti dichiarino espressamente di voler sostenere l'attuazione del piano industriale già annunciato al mercato e/o abbiano confermato all'interno della lista le figure apicali (presidente e amministratore delegato) del consiglio uscente <sup>(60)</sup>; (iii) la circostanza che la lista sia stata presentata da investitori istituzionali diversificati nell'esercizio della propria funzione di monitoraggio sulle strategie delle società presenti in portafoglio e all'esito di una pro-

<sup>(57)</sup> Originariamente, l'Autorità aveva infatti immaginato di introdurre nell'art. 44-*quater* del Regolamento Emittenti una nuova presunzione relativa di concerto in caso di accordo per la presentazione di una lista volta a eleggere la maggioranza degli amministratori o dei consiglieri di sorveglianza: cfr. l'allegato 6 al primo documento di consultazione citato alla nt. 40 che precede. Tale opzione è stata poi abbandonata nel testo definitivo dell'art. 44-*quater* del Regolamento Emittenti, anche sulla scorta dei rilievi critici formulati dai partecipanti alla consultazione.

<sup>(58)</sup> Cfr. l'allegato tabellare al documento del 5 aprile 2011 recante gli esiti della seconda consultazione sulle modifiche al Regolamento Emittenti di recepimento della Direttiva o.p.a., a p. 60. Un catalogo di elementi utili ai fini della valutazione circa la sussistenza del concerto nel contesto della elezione degli amministratori si trova nel § 5.3 della White List dell'ESMA.

<sup>(59)</sup> Sottolinea l'importanza di questo elemento, sulla scia dell'esperienza inglese, C. MOSCA (nt. 28), 153 ss.

<sup>(60)</sup> Mancando in questa ipotesi l'intenzione di esercitare, anche indirettamente, una influenza "direttiva" sulla gestione dell'impresa e di alterare la strategia seguita sino a quel momento dall'emittente. La conseguenza di quanto osservato nel testo è che dovrà negarsi l'esistenza di un concerto anche quando il coordinamento assembleare degli investitori istituzionali sia funzionale a *respingere* un mutamento di strategia proposto dal consiglio di amministrazione (ad es., sottoponendo al voto consultivo dell'assemblea la dismissione di un rilevante *asset* societario).

cedura selettiva delle candidature svolta con l'ausilio di consulenti esterni indipendenti e in forza di criteri trasparenti che riflettano le migliori prassi di mercato; (iv) la circostanza che il coordinamento nel voto sia occasionale, ossia limitato a una singola assemblea, ancorché l'oggetto della deliberazione possa avere implicazioni durature (come nel caso dell'elezione delle cariche sociali) <sup>(61)</sup>.

5. L'analisi della materia dell'*engagement* degli investitori istituzionali in rapporto alla nozione di concerto rilevante ai fini o.p.a. induce, infine, a dedicare brevi cenni ad alcune forme "indirette" di coordinamento tra azionisti la cui funzione consiste nel ridurre o redistribuire collettivamente il costo del monitoraggio a livello di singolo emittente <sup>(62)</sup> o nel permettere comunque agli investitori di elaborare standard di *stewardship* replicabili in una dimensione di mercato e quindi per tutte le società le cui azioni siano presenti nel portafoglio del fondo gestito <sup>(63)</sup>. La peculiarità di queste ipotesi, che ne giustifica una trattazione separata, risiede nella circostanza che il meccanismo di coordinamento non è il frutto di una interazione diretta tra gli investitori istituzionali, bensì consegue alla "interposizione" di un soggetto terzo il cui effetto pratico si risolve nell'aumentare la probabilità di un comportamento convergente degli investitori e quindi nell'amplificare l'incidenza pratica del loro potere di voto.

5.1. È questo il caso, anzitutto, delle raccomandazioni elaborate dai consulenti di voto. In ordine a questa ipotesi non si è mancato di osservare come il rischio che gli investitori istituzionali seguano pedissequamente (e cioè senza verificare in modo indipendente) le istruzioni elaborate dai *proxy*

<sup>(61)</sup> Secondo il modello normativo tedesco (c.d. "Einzelfallausnahme"): cfr. ancora C. VON BÜLOW - S. SCHWARZ (nt. 3), § 30, Rn. 263 ss. (in generale) e 303 s. (con particolare riferimento alla elezione dei consiglieri di sorveglianza). Nella nostra dottrina, per il rilievo secondo cui un accordo di voto per la singola assemblea « non configura mai, in nessun caso, un'ipotesi di concerto » (neppure quando sia « finalizzato a consentire la nomina della maggioranza del consiglio »), v. G. GUIZZI (nt. 11), 125.

<sup>(62)</sup> Le attività di *engagement firm-specific*, ossia calibrate sulle caratteristiche delle singole società (quali amministratori proporre nella lista di minoranza o cooptare o revocare; quali cambiamenti proporre nelle politiche manageriali per reagire a situazioni di *underperformance*; etc.) sono, infatti, particolarmente costose soprattutto per i fondi indice: cfr. L. BEBCHUK - S. HIRST (nt. 18), 2120 s.; v. anche G. STRAMPELLI (nt. 21), 849 s. (sottolineando l'esigenza di interventi legislativi che riducano il costo dell'*engagement*, ad es. favorendo la conclusione di accordi tra gli investitori istituzionali al fine di coordinarne le attività di monitoraggio senza perseguire il controllo degli emittenti partecipati e devolvendo a una istanza terza il compito di verificare il rispetto dell'accordo).

<sup>(63)</sup> Cfr., evidenziando come gli incentivi degli investitori istituzionali siano maggiori nel caso di iniziative di monitoraggio che i gestori possono imporre in più società del portafoglio (in ragione di una ridotta consistenza dei problemi di azione collettiva e delle asimmetrie informative rispetto a vicende *firm-specific*), L. KLÖHN (nt. 20), 197 ss.

*advisors* innalzi questi ultimi al rango di « quasi-azionisti » sino a legittimare addirittura il dubbio che l'osservanza sistematica di tali istruzioni possa dare luogo a un « agire di concerto istituzionalizzato »<sup>(64)</sup>.

Qualunque sia la effettiva portata pratica del fenomeno appena evidenziato (e quindi a prescindere dalla fondatezza del rilievo secondo cui i consulenti di voto sarebbero davvero in grado di determinare indirettamente il risultato delle contese assembleari in società quotate), deve escludersi che il rapporto giuridico intercorrente tra il consulente di voto e l'investitore istituzionale trovi fonte in un « accordo » rilevante ai sensi dell'art. 101-*bis*, comma 4, TUF.

In primo luogo, le raccomandazioni di voto del *proxy advisor* rimangono confinate al rango di una mera *proposta* la quale lascia del tutto libero il destinatario di aderirvi; e ciò impone di escludere la sussistenza dell'elemento strutturale del concerto costituito dall'«impegno» ad attuare un programma preventivamente concordato<sup>(65)</sup>. Né si può confondere l'influenza che le raccomandazioni del *proxy advisor* sono in grado di esercitare *di fatto* sul voto degli investitori istituzionali con l'esistenza di un vincolo giuridicamente rilevante in capo a questi ultimi di aderire a tali raccomandazioni.

In secondo luogo, nel rapporto di consulenza tra *proxy advisor* e investitore istituzionale non ricorre neppure il profilo funzionale del concerto che, per quanto osservato, si indirizza al conseguimento del controllo dell'emittente. Tale rapporto ha, in vero, uno scopo e un senso del tutto diverso il quale si risolve *nell'abbattimento delle asimmetrie informative* immanenti all'esercizio dei diritti di voto inerenti alle partecipazioni gestite dall'investitore istituzionale per conto altrui. Sotto questo profilo, si assiste pertanto tutt'al più a un comportamento *parallelo* di voto, il quale però, come osservato, è inidoneo a determinare l'aggregazione a fini o.p.a. delle azioni detenute dagli investitori che si avvalgano del medesimo consulente<sup>(66)</sup>.

5.2. L'aggregazione di risorse al fine di ridurre il costo dell'*engagement* può realizzarsi anche mediante l'adesione degli investitori istituzionali a organizzazioni di categoria chiamate ad agevolare il confronto delle asso-

<sup>(64)</sup> Cfr. il rilievo di F. MURINO, *Impegno, monitoraggio e consulenza di voto nella s.p.a. quotata "sostenibile"*, Pisa, 2023, 41; con riguardo alla disciplina tedesca sulla trasparenza degli assetti proprietari v. U.H. SCHNEIDER, *Abgestimmtes Verhalten durch institutionelle Anleger: Gute Corporate Governance oder rechtspolitische Herausforderung?*, in ZGR, 2012, 531.

<sup>(65)</sup> Cfr. K. LANGENBUCHER, *Stimmrechtsberater*, in *Festschrift für M. Hoffmann-Becking*, München, 2013, 739 s.; G. BALP, *I consulenti di voto*, Milano, 2017, 205 s. e 208 ss., la quale aggiunge che i singoli investitori il più delle volte ignorano l'identità dell'ulteriore clientela del *proxy advisor* e comunque ignorano se tali clienti intendano seguirne o meno le raccomandazioni di voto, sicché l'eventuale convergenza di voti nel senso suggerito dal consulente avrebbe carattere meramente spontaneo e accidentale.

<sup>(66)</sup> Cfr. D. POELZIG, *Stimmrechtsberater - ihre Rolle und ihr rechtlicher Rahmen*, in ZHR, 2021, 401.

ciate su particolari operazioni o tematiche relative a singoli emittenti <sup>(67)</sup>. A differenza di quanto appena sottolineato a proposito dei consulenti di voto, simili piattaforme associative si *propongono* di svolgere una funzione di *coordinamento* degli investitori con riguardo all'esercizio dei diritti inerenti alle azioni detenute e, con particolare riferimento all'esperienza italiana connotata dall'esistenza del voto di lista, alla selezione dei candidati da sottoporre all'assemblea dell'emittente chiamata a rinnovare le cariche sociali. E tuttavia neppure questo modello operativo può essere ricondotto alla fisionomia del « concerto » rilevante ai fini o.p.a. perché l'azione di coordinamento sviluppata dall'associazione di investitori non ha come obiettivo quello di far conseguire loro un potere di influenza dominante sull'organo amministrativo dell'emittente, quanto piuttosto quello di promuovere l'impegno collettivo di soci normalmente "passivi" e di ridurre conseguentemente l'incidenza dei problemi di apatia razionale e di *free-riding* che ne impediscono o rallentano l'azione di monitoraggio <sup>(68)</sup>: una funzione, dunque, ancora una volta distante da quella che colora la fattispecie del concerto nella disciplina o.p.a.

5.3. Più delicato appare, per contro, l'interrogativo in ordine alla sussistenza di una azione di concerto ogni qualvolta gli investitori istituzionali prestino il proprio sostegno a una campagna promossa da un fondo attivista. Da un lato, non si può disconoscere all'attivista la capacità di mitigare i costi dell'*engagement* collettivo, soprattutto ove tali costi debbano esser sostenuti da fondi che perseguano strategie passive di investimento <sup>(69)</sup>. Dall'altro, sembra difficile contestare la sussistenza del fine tipico del concerto quando la campagna si proponga il rovesciamento del consiglio di amministrazione in carica per forzare la transizione dell'emittente verso una nuova strategia imprenditoriale (ad es., attraverso dimissioni, scorpori o altre operazioni straordinarie o una diversa allocazione del capitale da conseguire modificando la preesistente politica di distribuzione dei dividendi e/o di riacquisto di azioni proprie) <sup>(70)</sup>.

<sup>(67)</sup> È questo il caso, in Italia, della Assogestioni: cfr. S. ALVARO - M. MAUGERI - G. STRAMPELLI (nt. 10), 31 e 44.

<sup>(68)</sup> V. G. STRAMPELLI - G. BALP (nt. 41), 135 ss. Sulle ragioni per le quali gli investitori istituzionali hanno interesse ad aderire a "monitoring institutions" e sulla idoneità di queste ultime ad aumentare la probabilità di una cooperazione tra gli investitori, v. L. ENRIQUES - R. ROMANO (nt. 16), 255.

<sup>(69)</sup> Cfr., attribuendo dunque agli attivisti il ruolo di "arbitraggisti" del governo societario, R.J. GILSON - J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in *Colum. L. Rev.*, 2013, 896 ss. V. anche A. ENGERT (nt. 31), 12 (sottolineando i vantaggi che l'iniziativa degli attivisti può offrire agli altri soci).

<sup>(70)</sup> In ciò consistendo la principale differenza concettuale tra attivismo ed *engagement*: cfr. quanto si osservava al § 3.3. Sarebbe, tuttavia, errato esaurire il concetto di attivismo in quello di sovvertimento degli equilibri di potere preesistenti. Il fondo speculativo potrebbe in-

In tale contesto, ci si può allora limitare a ribadire, conclusivamente, che il mero scambio di informazioni tra l'attivista e i principali azionisti istituzionali presenti nel capitale dell'emittente prima del lancio pubblico della campagna non è idoneo a integrare la fattispecie del concerto, neppure ove a quello scambio faccia seguito una condotta di voto convergente degli investitori istituzionali sulla lista lunga di candidati proposta dall'attivista per la nomina del consiglio di amministrazione. Ciò però, beninteso, solo nella misura in cui non sussista in capo agli investitori istituzionali alcun vincolo giuridico a votare in tal senso <sup>(71)</sup> o, comunque, alcuna forma di "impegno" capace di generare l'affidamento del fondo attivista: quando, in altri termini, gli investitori istituzionali si siano determinati *liberamente* a sostenere l'iniziativa dell'attivista perché reputata coerente con le proprie politiche di *engagement* e con il dovere di promuovere la valorizzazione del portafoglio gestito nell'interesse esclusivo dei partecipanti al fondo <sup>(72)</sup>.

6. La nozione di « concerto » accolta dall'art. 101-*bis* TUF è costruita in modo elastico per evitare facili elusioni della disciplina in tema di o.p.a. obbligatoria. Essa alimenta, tuttavia, una eccessiva incertezza giuridica che finisce con il disincentivare gli investitori istituzionali dall'adottare comportamenti collaborativi idonei a migliorare l'efficienza del governo societario. In coerenza con l'obiettivo normativo di attribuire agli azionisti istituzionali un ruolo attivo nel monitoraggio della condotta degli amministratori è necessario interpretare in senso restrittivo la fattispecie del concerto ove riferita all'attività di *engagement*. Tale esigenza appare ancora più marcata nell'ipotesi in cui il coordinamento riguardi temi ESG, almeno alla luce del dichiarato intento del legislatore europeo di favorire una riallocazione del risparmio verso prodotti finanziari "sostenibili". Adottando la prospettiva prescelta in questo lavoro, pertanto, dovranno ritenersi sottratti

fatti ricercare una rappresentanza all'interno del consiglio della società *target* non per conseguire il controllo, bensì per contribuire a migliorarne il processo decisionale e l'andamento operativo: v., caratterizzando questa forma di attivismo come "costruttivo" e sottolineando il passaggio che esso segna da un atteggiamento conflittuale a un atteggiamento collaborativo del fondo con il management (« shift from confrontation to collaboration »), J.E. FISCH - S.M. SEPE, *Shareholder Collaboration*, in *Texas L. Rev.*, 2020, 881 s.

<sup>(71)</sup> Così anche K.U. SCHMOLKE (nt. 31), 734.

<sup>(72)</sup> In vero, il problema dell'*engagement* degli investitori istituzionali può essere correttamente inquadrato solo muovendo dal *rapporto giuridico con i beneficiari finali* dei risultati dell'investimento e rammentando che le scelte di monitoraggio del gestore sulla *governance* delle società partecipate (a partire dalle decisioni sul voto in assemblea: cfr. l'art. 35-*decies* TUF) non costituiscono attuazione di un « diritto soggettivo » bensì adempimento dell'obbligazione di curare *un interesse altrui*, quello dei partecipanti al fondo (si ricostruisca poi tale interesse in termini esclusivamente monetari o considerando anche le preferenze manifestate dagli investitori in ordine alla "sostenibilità" ambientale e sociale del prodotto finanziario sottoscritto: v. M. MAUGERI, *Soci istituzionali e capitalismo "responsabile"*, in *Rivista ODC*, 2023, 836 ss.).

al campo di operatività della disciplina del concerto sia il coordinamento extra-assembleare attuato in forma di dialogo con gli amministratori, sia l'accordo volto alla presentazione di una lista di maggioranza, ove ricorrano indici fattuali idonei a dimostrare l'assenza di un intento degli azionisti istituzionali proponenti di esercitare un'influenza sulla gestione dell'emittente. Estranee alla nozione di concerto dovranno ritenersi, infine, alcune tipologie "mediate" di coordinamento nelle quali l'*engagement* non è il frutto di una interazione diretta tra i componenti della coalizione, bensì deriva dalla interposizione di un terzo la cui funzione pratica consiste nell'aumentare la probabilità che gli investitori istituzionali adottino un comportamento convergente nell'attuazione delle rispettive politiche di monitoraggio delle società partecipate.