



UNIVERSITÀ
DEGLI STUDI
DI PADOVA

Università degli Studi di Padova

Dipartimento di Storia e Filosofia del Diritto e Diritto Canonico

SCUOLA DI DOTTORATO DI RICERCA IN GIURISPRUDENZA

INDIRIZZO UNICO

CICLO XXIII

**LA NUOVA DISCIPLINA DELLE TECNICHE DI DIFESA CONTRO L'OFFERTA PUBBLICA
D'ACQUISTO TRANSFRONTALIERA "OSTILE". REGOLA DI NEUTRALIZZAZIONE E POTERI
DEGLI AMMINISTRATORI TRA DOVERE DI RISPETTO DELLA *PASSIVITY RULE* E DIVIETO DI
CONTRASTARE L'OFFERTA**

Direttore della Scuola: Chiar.mo Prof. Roberto E. Kostoris

Supervisore: Chiar.mo Prof. Matteo De Poli

Dottorando: Damiano Tommasini

INDICE

Introduzione.....	1
-------------------	---

CAPITOLO I

OPA: FUNZIONE, VALUTAZIONE E REGOLAMENTAZIONE DEL FENOMENO

1. L'offerta pubblica d'acquisto (OPA).....	5
2. Il carattere ostile dell'OPA.....	12
3. Le diverse valutazioni del fenomeno.....	15
4. La competenza all'adozione delle misure di difesa. Il modello americano ed il modello inglese.....	21

CAPITOLO II

L'EVOLUZIONE DELLA REGOLAMENTAZIONE DELLE MISURE DI DIFESA IN ITALIA

1. La regolamentazione delle misure di difesa nella l. 18 febbraio 1992, n. 149 ed il modello di passività assoluta.....	31
2. L'assenza di una disciplina specifica delle misure di difesa preventiva.....	42
3. La regolamentazione delle misure di difesa nel d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, ed il ruolo riconosciuto all'assemblea dei soci.....	44
4. Il perimetro di applicazione del modello.....	48
5. L'individuazione degli atti vietati: la nozione di atti ed	

operazioni che possono contrastare gli obiettivi dell'offerta e l'interpretazione della Consob.....	51
6. La previsione di un <i>quorum</i> specifico per l'autorizzazione delle misure di difesa successiva.....	56
7. La disciplina specifica delle misure di difesa preventiva contenuta nel t.u.f.: i patti parasociali.....	62

CAPITOLO III

LA DIR. 2004/25/CE E LA DISCIPLINA ITALIANA DI ATTUAZIONE

Parte prima

1. La direttiva 2004/25/CE ed il dibattito che l'ha preceduta quale chiave di lettura del compromesso europeo.....	65
2. <i>Passivity rule</i> , regola di neutralizzazione, accordi opzionali e reciprocità.....	71
3. La disciplina italiana di recepimento contenuta nel d.lgs. 19 novembre 2007, n. 229.....	75
4. La disapplicazione delle disposizioni di contrasto alle misure di difesa quale misura anticrisi: la disciplina del d.l. 29 novembre 2008, n. 185 (convertito nella l. 28 gennaio 2009, n. 2).....	80
5. Il ritorno alla normalità: la disciplina del d.lgs. 25 settembre 2009, n. 146.....	89

Parte seconda

6. Il modello "legale": la <i>passivity rule</i> e la sua decorrenza.....	93
7. La ricerca del " <i>cavaliere bianco</i> ".....	102

8.	L'esecuzione di atti deliberati prima dell'offerta.....	108
9.	La <i>passivity rule</i> ed i modelli "convenzionali".....	113
10.	La violazione del divieto e la sorte degli atti compiuti.....	117
11.	La responsabilità degli amministratori per gli atti e le operazioni compiuti.....	120
12.	L'abrogazione della sanzione amministrativa.....	125
13.	La regola di neutralizzazione.....	127
13.1	Limitazioni statutarie al trasferimento delle azioni.....	128
13.2	Limitazioni al diritto di voto contenute nello statuto o in patti parasociali.....	131
13.3	Limitazioni al diritto di voto e diritti speciali in caso di successo dell'OPA.....	134
13.4	L'indennizzo.....	136
14.	La "via statutaria" per la neutralizzazione.....	139
15.	Le modifiche statutarie in materia di misure di difesa ed il diritto di recesso.....	141
16.	Le misure di difesa a disposizione delle società privatizzate e partecipate dallo Stato.....	144

CAPITOLO IV

LA DIMENSIONE TRANSFRONTALIERA DEL FENOMENO QUALE PARADIGMA DELLA SUA DIMENSIONE NAZIONALE

1.	La pluralità di modelli: il coordinamento con la disciplina di altri ordinamenti nell'ipotesi di OPA transfrontaliera.....	155
2.	La clausola di reciprocità e la legittimità della sua previsione da parte del legislatore italiano.....	161

3. La clausola di reciprocità ed i presupposti per la sua applicazione.....	170
4. L'adozione delle misure di difesa.....	176
5. Le ipotesi di applicazione della clausola: dall'OPA transfrontaliera all'OPA domestica.....	179
6. La regola da disapplicare.....	183
 Considerazioni finali.....	 187
 Bibliografia.....	 199
 <i>Abstract</i>	 219

INTRODUZIONE

L'approvazione della direttiva 2004/25/CE ha segnato, per chi ancora ne avesse coltivato la speranza, il definitivo tramonto del proposito di creare nel panorama europeo una disciplina uniforme delle offerte pubbliche d'acquisto. L'adozione di una *framework directive*, per certo favorita dall'intervenuta codificazione nel Trattato del principio di sussidiarietà, ha sancito l'impossibilità di realizzare il tanto decantato *level playing field* del mercato del controllo societario, perseguito attraverso la regolamentazione di operazioni la cui funzione è, nella maggior parte dei casi, non solo di investimento ma anche di ricambio di tale controllo e, per tale ragione, di efficienza del mercato.

La conseguenza di un simile risultato sul piano normativo ha sollevato non pochi interrogativi sul ruolo di un legislatore europeo incapace di superare le singole posizioni nazionali in ordine ad aspetti incidenti sulla creazione di un mercato finanziario unitario: emblema di tale incapacità è la posizione di compromesso assunta in tale direttiva nella regolazione delle misure di difesa dalle offerte pubbliche d'acquisto ostili, nonché la realizzazione pratica di tale regolazione attraverso la previsione dei cd. accordi opzionali, con i quali si è lasciata ai singoli Stati membri la scelta circa l'adozione dei principali istituti del modello proposto: la *passivity rule* e la *breakthrough rule*.

In Italia, il recepimento di tale direttiva ha rappresentato, in prima battuta, l'occasione per ribadire il modello regolatorio delle misure di difesa dall'offerta pubblica d'acquisto ostile già assunto in occasione dell'entrata in vigore del testo unico dell'intermediazione finanziaria e, in particolare, per ribadire la scelta di attribuire all'assemblea dei soci, mediante lo strumento autorizzatorio, la decisione ultima di contrastare l'offerta. Invero, anche

L'ingresso della *breakthrough rule*, divenuta regola di neutralizzazione ed introdotta, in occasione dell'immediato recepimento della direttiva, quale regola obbligata, è da subito parsa come un intervento volto, per lo più, a favorire il funzionamento del modello previgente o, comunque, ad assicurare la contendibilità del controllo, anche in sacrificio di eventuali accordi presi, secondo uno strumento il cui funzionamento era stato in parte anticipato dalla previsione del recesso dai patti parasociali previsto dall'art. 123, 3° co., del testo unico dell'intermediazione finanziaria.

L'elemento di novità cui aveva dato luogo il recepimento di tale direttiva era rappresentato, per contro, dal riconoscimento, da parte del legislatore italiano, di una disciplina "a geometria variabile" dell'offerta pubblica d'acquisto transfrontaliera, con particolare riguardo all'ipotesi di offerta proveniente da società con sede legale in altro Stato membro: per tale ipotesi di offerta, e solo per essa, il legislatore italiano aveva consentito alla società bersaglio la deroga del modello generale, a condizione che l'offerente non fosse stato assoggettato alla medesima disciplina o, per usare una formula su cui si avrà modo di tornare, ad un modello equivalente. Unicamente in tale eventualità il legislatore italiano aveva consentito la possibilità di applicare un diverso modello regolatorio, eventualmente contraddistinto dal potere dell'organo di amministrazione di reagire alla scalata ostile, senza passare così per l'autorizzazione assembleare.

La crisi dei mercati finanziari dell'autunno del 2008 ed il conseguente abbassamento dei corsi azionari, hanno indotto il legislatore italiano, in un'ottica meramente protezionistica delle imprese nazionali, a rimettere mano al modello di gestione delle misure difensive, capovolgendo l'iniziale impostazione, non solo disapplicando la regola di neutralizzazione, ma anche sottraendo all'assemblea dei soci la decisione circa il contrasto all'offerta: decisione che è stata invece attribuita, quale regola generale pur se derogabile da parte della società, all'organo amministrativo.

A tale intervento è seguito, a meno di un anno di distanza, una sua correzione: quale regola generale, è stata nuovamente attribuita all'assemblea dei soci la decisione ultima circa il contrasto delle offerte, consentendo alle società la possibilità di derogarla, e si è lasciata opzionale la regola di neutralizzazione.

La scelta da ultimo compiuta dal legislatore italiano, nel consentire all'autonomia statutaria la modifica di un assetto che per molto tempo era stato considerato inderogabile - ciò sul presupposto dei diversi e talvolta contrapposti interessi di natura pubblica e di natura privata, coinvolti nell'offerta, fra i quali, anzitutto, l'efficienza del mercato del controllo societario e la tutela degli investitori - ha trasposto a livello nazionale l'approccio "a geometria variabile" che era stato pensato per l'ipotesi di offerta pubblica d'acquisto transfrontaliera proveniente da soggetto estero: in tale modo, è stato dato ingresso in via definitiva - e non solo in via eventuale e, per così dire, in un'ottica compensativa delle diversità tra ordinamenti - alla possibilità che le società quotate italiane possano darsi un modello di gestione delle misure difensive, alternativo a quello tradizionale, nel quale la relativa scelta, attraverso la via statutaria, viene rimessa in tutto od in parte all'organo di amministrazione.

Tale possibile spostamento, anche parziale, del potere decisionale di resistere all'offerta ostile favorisce la proliferazione di una pluralità, potenzialmente illimitata, di modelli di gestione delle difese da parte delle società italiane e rivaluta la portata della clausola di reciprocità, dapprima confinata alle sole scalate transfrontaliere.

Il presente lavoro intende dar conto di una simile evoluzione e delle questioni alimentate dalla scelta di recepire il principio di reciprocità.

Così, il primo capitolo, dopo un breve inquadramento del fenomeno, muove dai diversi approcci dell'offerta pubblica d'acquisto ostile e dai due diversi modelli, quello americano e quello inglese, che caratterizzano la gestione delle difese. L'intento è quello di far emergere da subito come

questi due modelli di regolamentazione - sebbene destinati ad una divergenza insuperabile perché radicata, in ultima analisi, su opposte scelte gestionali dell'offerta - possano già di per sé presentare rischi analoghi, specie se rapportati a contesti di concentrazione azionaria, quale quello italiano.

Concluso l'esame dei modelli, il secondo capitolo opera una ricostruzione delle scelte compiute dal legislatore italiano, dapprima con la l. n. 149 del 1992 – caratterizzata da una soluzione isolata nel panorama europeo - e, quindi, con il testo unico dell'intermediazione finanziaria del 1998, fortemente ispirato al modello inglese, pur se contestualizzato alla realtà degli assetti proprietari domestici, come confermato dalla previsione di uno specifico *quorum* assembleare per l'approvazione delle misure di difesa da parte dell'assemblea.

Così procedendo, il terzo capitolo, nella sua prima parte, dà brevemente conto delle opzioni riconosciute dal legislatore comunitario all'esito del fallito tentativo di individuazione di una disciplina comune e da quelle concretamente adottate, ancorché in tre distinte scansioni temporali, dal legislatore italiano; nella sua seconda parte, invece, si propone di esaminare sia il modello legale ordinario, insieme alle principali questioni dallo stesso sollevate, sia le variabili disponibili per una sua (potenzialmente illimitata) deroga convenzionale, sino alla soluzione limite del riconoscimento di un autonomo spazio di manovra a favore dell'organo amministrativo.

Il quarto capitolo, infine, stima gli effetti della coesistenza di differenti modelli nelle ipotesi di scalata ostile: esso, pertanto, muove dall'ipotesi di scalata transfrontaliera proposta da offerente estero nei confronti di società italiana, originariamente immaginata come unica ipotesi di coesistenza e di interazione di diversi modelli, per tornare a quella domestica, esaminando, nei due possibili scenari, la concreta operatività della clausola di reciprocità e gli aspetti di criticità dalla stessa sollevati.

CAPITOLO I

L'OPA OSTILE: FUNZIONE, VALUTAZIONE E REGOLAMENTAZIONE DEL FENOMENO

SOMMARIO: 1. L'offerta pubblica d'acquisto (OPA). - 2. Il carattere ostile dell'OPA. - 3. Le diverse valutazioni del fenomeno. - 4. La competenza all'adozione delle misure di difesa: il modello americano ed il modello inglese.

1. L'offerta pubblica d'acquisto (OPA).

L'offerta pubblica d'acquisto (di seguito anche solo OPA¹) rappresenta, dal punto di vista economico, una modalità di acquisto, in maniera

¹ Nel presente lavoro si utilizzerà l'espressione offerte pubbliche di acquisto o di acquisizione, nonché l'acronimo OPA (riferito anche alla forma singolare dell'espressione in questione) per indicare genericamente tutte le offerte, a prescindere dalla circostanza che il corrispettivo proposto sia in denaro, com'è per le offerte di acquisto in senso stretto, in prodotti finanziari, com'è per le offerte di scambio, in danaro ed in prodotti finanziari, com'è per le offerte miste. In ciascuno dei tre casi l'operazione economica che l'offerente intende concludere con ciascun titolare dei beni ha una sua diversa qualificazione giuridica; invero, mentre nel primo caso, quello dell'offerta pubblica d'acquisto, l'offerente propone di concludere una compravendita, nel secondo caso, quello dell'offerta pubblica di scambio, egli propone di concludere una permuta, con un bene presente o futuro, a seconda che i prodotti finanziari offerti siano già stati emessi o ancora debbano esserlo, mentre nella terza ipotesi, quella della offerta pubblica mista, il contratto proposto ha natura mista, di compravendita e di permuta al tempo stesso: cfr., sul punto, R. WEIGMANN, *Offerte pubbliche di acquisto (OPA)* (voce), in *Enc. giur.*, XXI, Roma 2001, p. 1. Va segnalato che, proprio in ragione del corrispettivo proposto, le offerte pubbliche di scambio e le offerte pubbliche miste si caratterizzano per essere, al contempo, anche una forma di sollecitazione ad un nuovo investimento – quello, appunto, nei titoli che vengono in tutto o in parte scambiati – e, pertanto, pongono ulteriori problemi di tutela dei loro destinatari che, tuttavia, esulano dal campo del presente lavoro. Sulla contiguità tra OPA e offerta pubblica di sottoscrizione o vendita, quali forme di sollecitazione pubblica del risparmio, cfr. R. COSTI-L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, VIII, Padova 2004, p. 59ss.

Nel nostro ordinamento l'offerta pubblica di acquisto o di scambio è definita dall'art. 1, 1° co., lett. v), del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 62*, come

coordinata, di grossi quantitativi di titoli emessi da uno stesso soggetto, nell'ipotesi in cui essi si trovino in possesso di un numero elevato di investitori; tale modalità di acquisto prevede che le singole transazioni, da perfezionare con i singoli titolari dei beni, siano fatte in un arco di tempo prestabilito, in base a condizioni identiche proposte dall'offerente e nell'ambito di un'operazione finanziaria che viene considerata unitaria².

Nei mercati finanziari maggiormente evoluti tale operazione, quando abbia ad oggetto l'acquisto di azioni quotate che attribuiscono il diritto di voto³, costituisce lo strumento privilegiato per l'acquisizione del controllo delle società stesse⁴: con questa ulteriore funzione, essa ha fatto la propria comparsa, per la prima volta, intorno agli anni cinquanta nella borsa di Londra e la propria espansione una decina di anni più tardi negli Stati Uniti

“ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'art. 100, comma 1, lettere b) e c)” (con la precisazione, aggiunta dal d.lgs. 19 novembre 2007, n. 229, che *“non costituisce offerta pubblica di acquisto o di scambio quella avente a oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari?”*). La disposizione in questione, nel definire la fattispecie, rinvia quindi alle disposizioni di rango secondario dettate dalla Consob in tema di offerta pubblica di sottoscrizione e vendita e, in particolare, alle disposizioni con le quali il *Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti*, adottato con delibera Consob 11971 del 14 maggio 1999 e più volte modificato, (di seguito anche solo *Regolamento Emittenti*), individua i casi di inapplicabilità della disciplina dell'offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita. Nello specifico, l'art. 1, 1° co., lett. v) del t.u.f. rinvia a due dei predetti casi, rappresentati dal numero di destinatari dell'offerta (100 soggetti) e dall'ammontare complessivo della stessa (2.500.000 euro).

² Cfr. R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche d'acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino 1993, 10, t. 2, p. 317. Osserva, tuttavia, G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie*, Padova 1996, p. 21, che i contratti traslativi così conclusi dall'offerente con i singoli aderenti all'offerta, pur distinti l'uno dall'altro, sono tra essi interdipendenti.

³ Va sin d'ora anticipato che in sede di recepimento della direttiva 2004/25/CE adottata il 21 aprile 2004 dal Parlamento e dal Consiglio dell'Unione Europea e *concernente le offerte pubbliche d'acquisto*, il legislatore italiano, nella disciplina dell'OPA e, per quanto qui di rilievo, delle misure di difesa, ha sostituito il riferimento alle “azioni” con quello di “titoli”: rileva A. TUCCI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, Padova 2010, t. 2, p. 912, n. 3, che l'espressione sarebbe stata “mutata dal lessico comunitario” e “parrebbe (astrattamente idonea a) ricomprendere non soltanto le azioni, ma, più in generale, «gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria» (art. 101-bis t.u.f.)”.

⁴ Cfr. R. WEIGMANN, *Offerte pubbliche di acquisto (OPA)*, cit., p. 1; G. COTTINO, *Diritto societario*, Padova 2006, p. 571.

d'America, in concomitanza al declino della battaglia per le deleghe (*proxy fights*) quale strumento per l'acquisizione del controllo delle società oltreoceano⁵. In Italia, l'OPA ha fatto la propria apparizione, in tale sua funzione, solo in epoca successiva, vale a dire nei primi anni settanta⁶.

⁵ Sulla tempistica di diffusione delle OPA in Gran Bretagna e negli Stati Uniti si veda L.C.B. GOWER, *Principles of Modern Company Law*, London 1997, 772, n. 3. Sulla cd. battaglia delle deleghe si veda, invece, T. BAUMS-K. SCOTT, *Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the U.S. and Germany*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 17, 2005, pp. 58-59, in cui si evidenzia come prima dell'OPA l'unico modo, negli Stati Uniti d'America, di scalare una società fosse quello di scatenare una contesa a livello di deleghe per l'elezione degli amministratori. Le ragioni del declino di tale strumento, in favore della diffusione dell'OPA, sono state sintetizzate da L. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston-Toronto 1983, p. 568, in questi cinque punti: (i) l'OPA è relativamente meno costosa, posto che le spese, ancorché elevate, si traducono comunque in un investimento; (ii) in caso di insuccesso dell'OPA, l'offerente è comunque in grado di alienare il suo pacchetto azionario senza perdite, se non addirittura con un utile, alla società oggetto dell'offerta o a qualche altra impresa di maggiori dimensioni con cui il *management* abbia deciso di fondersi; (iii) l'offerta può essere limitata ad un periodo determinato; (iv) la segretezza dell'OPA consente di cogliere di sorpresa il *management*, nell'ipotesi in cui si ritenga che esso si possa opporre; (v) sino al 1968 non vi erano disposizioni federali comparabili con la disciplina delle deleghe. Un ulteriore punto debole della battaglia delle deleghe è stato evidenziato da J.R. MACEY, *Corporate Governance. Quando le regole falliscono*, trad. it., Torino 2010, pp. 218-219, nella circostanza secondo cui i soggetti che innescano tale battaglia hanno meno credibilità di quelli che danno inizio ad una contesa per l'acquisizione della società mediante un'OPA: osserva l'A., infatti, che i potenziali acquirenti che lanciano un'OPA per un pacchetto azionario di controllo in una società godono di una credibilità altissima perché stanno rischiando il proprio capitale ed è probabile che, in caso di successo, gestiscano la società in modo da aumentare il valore delle azioni, mentre coloro che scatenano la battaglia delle deleghe non devono, in teoria, possedere azioni della società bersaglio e, pertanto, salvo l'ipotesi in cui detengano un pacchetto di una certa consistenza di azioni, potrebbero essere interessati a deprezare l'impresa ed ottenere il vantaggio personale del controllo. Per un esame dell'istituto delle deleghe di voto negli Stati Uniti si veda anche A. TUCCI, *La deleghe di voto nelle public companies statunitensi*, in *Riv. dir. comm. int.*, 1998, p. 385ss.

⁶ La prima OPA italiana fu quella lanciata nel giugno del 1971 dalla Compagnia Italiana Assicurazioni, la quale offrì agli azionisti della De Angeli Frua – società di cui già possedeva la maggioranza delle azioni - di scambiare le loro azioni con quelle della stessa società offerente secondo le modalità esposte in un opuscolo illustrativo dell'operazione, reso disponibile presso le principali banche: come osservato da P. MARCHETTI, *L'offerta pubblica di acquisto in Italia*, in *Riv. soc.*, 1971, p. 1154, "La prima offerta pubblica italiana era dunque un'offerta di scambio con la quale l'offerente, con la piena e dichiarata adesione del Consiglio di amministrazione della società destinataria dell'offerta, intendeva rastrellare le azioni di una società controllata con lo scopo, anch'esso dichiarato, di procedere successivamente alla fusione con la controllata stessa". A tale offerta seguì, solo pochi mesi più tardi, nel settembre del 1971, quella lanciata dal finanziere Sindona, tramite una banca tedesca, sulla Bastogi, contro la volontà dello stesso gruppo di controllo.

Le ragioni per le quali l'OPA, specie nell'ipotesi, qui considerata, in cui sia finalizzata all'acquisizione del controllo, viene preferita alla trattativa privata sono molteplici.

Anzitutto, essa evita all'offerente di frazionare la propria domanda in tante parti quanti sono i soggetti proprietari dei titoli che esso intende acquistare, così come, invece, sarebbe costretto a fare nell'ipotesi in cui decidesse di dar corso ad una trattativa privata: frazionamento che, quand'anche possibile, stanti le eventuali difficoltà derivanti dalla possibile eccessiva dispersione della proprietà dei titoli, comporterebbe un aggravio dei costi dell'operazione, tanto transattivi, quanto di corrispettivo. A quest'ultimo riguardo, in particolare, è ragionevole pensare che, proprio in ipotesi di titoli quotati, la mancanza di contestualità del perfezionamento delle singole transazioni e, di conseguenza, la relativa percezione delle intenzioni dell'acquirente ad opera del mercato – ancor più in presenza di obblighi di comunicazione fissati al superamento di soglie rilevanti (cd. “*toeholds*”) - finirebbe per generare un eccessivo rialzo dei corsi dei titoli⁷, se non anche – e per le ragioni che a breve si diranno - la predisposizione di misure di difesa volte ad ostacolarne o renderne più costoso l'acquisto, ad

⁷ A riguardo, potrebbe essere obiettato che le reazioni all'andamento delle quotazioni dei titoli potrebbero essere evitate con una esecuzione scaglionata nel tempo del relativo rastrellamento; una simile possibilità, tuttavia, oltre all'aumento dei costi di cui si è appena detto, genererebbe un allungamento dei tempi dell'operazione: i minori tempi dell'OPA rispetto ai tempi necessari per le singole transazioni vengono evidenziati da C. RABITTI BEDOGNI, *Opa e mercato*, Roma 1999, p. 12. Quanto ai costi, va, peraltro, anticipato – pur se l'argomento verrà trattato specificatamente nel corso della trattazione - che la possibilità per l'offerente di conoscere, esattamente e sin da principio, lo sforzo finanziario richiesto dall'OPA, è vantaggio che oggi può venir meno allorché operi la regola di neutralizzazione, prevista dall'art. 104^{bis} t.u.f., e l'offerente sia obbligato ad indennizzare i titolari di diritti che, in ragione dell'operatività di tale regola, non li abbiano potuti esercitare ed abbiano subito un pregiudizio: in questo caso, infatti, in mancanza di un accordo tra l'offerente e tali soggetti, l'ammontare dell'indennizzo viene determinato dal giudice in via equitativa e, quindi, secondo modalità non previamente conoscibili (ma su questo si veda cap. III, par. 13.3).

opera degli amministratori o dei soci della società emittente i titoli stessi (società che, per tale ragione, si suole definire anche *bersaglio*)⁸.

Dal punto di vista dei destinatari dell'offerta, la modalità di acquisto in questione, per la necessaria pubblicità che accompagna il relativo procedimento, assicura la massima trasparenza, a beneficio dei detentori dei titoli e del mercato, e consente ai primi di percepire un identico corrispettivo a seguito della loro adesione, senza quella disparità di trattamento inevitabilmente provocata dal frazionamento della domanda e dall'avvio di distinte trattative.

L'esigenza di un identico trattamento economico tra i detentori dei titoli che tale modalità di acquisto si presta ad appagare, è vieppiù sentita proprio nell'ipotesi in cui l'operazione economica sia funzionale all'acquisizione del controllo dell'emittente e non, o comunque non solo, ad un investimento economico o al ritiro dei titoli dal mercato: in tale ipotesi – quella dell'operazione finalizzata, in tutto o in parte, all'acquisizione del controllo – l'OPA, solitamente sottoposta dall'offerente alla condizione che le accettazioni siano abbastanza numerose da attribuirgli la maggioranza dei voti⁹, è in grado di assicurare, a differenza della trattativa privata, la ripartizione in parti uguali tra tutti gli aderenti all'offerta, del cd. premio di

⁸ È chiaro, infatti, che la predisposizione di cd. *toeholds*, pur rispondendo ad un'importante funzione di informazione a favore del mercato, abbia l'effetto di rendere evidenti le eventuali intenzioni di acquisto dei titoli in esso quotati e, conseguentemente, possa favorire manovre speculative o di contrasto in relazione all'acquisto stesso. In ordine ai rapporti tra soglie rilevanti in tema di obblighi di comunicazione ed effetti sul prezzo di acquisto dei titoli si veda M. MARTINI, *The New Italian Law on Takeover Bids*, in *Quaderni di finanza*, Consob, n. 32, 1999, p. 11; circa la possibilità che tali soglie possano favorire la predisposizione di misure di contrasto all'OPA si veda, invece, A. PORTOLANO, *Un'analisi economica della passivity rule nel Testo Unico della finanza*, in *Merc. conc. reg.*, 2000, p. 67, n. 69; per una concreta applicazione di tali soglie in funzione della predisposizione di misure di contrasto all'OPA, si veda il d.l. 10 febbraio 2009, n. 5, recante "*misure urgenti a sostegno dei settori industriali in crisi*" (meglio noto come *decreto incentivi*), convertito nella l. 9 aprile 2009, n. 33, su cui si tornerà più avanti, nel cap. III, parte II, par. 4.

⁹ Cfr. R. WEIGMANN, *Offerte pubbliche di acquisto (OPA)*, cit., pp. 1-2, il quale ricorda che, a questo proposito, in Gran Bretagna si usa il termine *tender offer*, contrazione dell'espressione *offer to buy, conditioned on receipt of sufficient tenders*.

maggioranza, vale a dire dal plusvalore espresso dal pacchetto di controllo¹⁰. La necessità di distribuire il premio di maggioranza, peraltro, costituisce la ragione per la quale alcuni ordinamenti, tra i quali il nostro, prevedono casi in cui l'adozione della modalità di acquisto in questione sia non già il risultato di una libera scelta maturata dall'offerente in alternativa alla trattativa privata, ma l'adempimento di un obbligo conseguente al superamento di determinate soglie di partecipazione, che fanno presumere, appunto, l'acquisizione del controllo cui tale premio viene ricondotto: è questa l'ipotesi dell'OPA obbligatoria, contrapposta all'ipotesi dell'OPA volontaria, con la quale viene attribuita ai soci minoritari la possibilità di vendere i propri titoli per un corrispettivo pari a quello percepito dal socio che ha percepito la quota rilevante¹¹.

All'indiscussa pluralità di funzioni riconosciuta all'OPA – al tempo stesso, strumento di investimento e di acquisizione del controllo – corrisponde una pluralità interessi, diversi e, talora, confliggenti, quali la tutela degli investitori dai rischi dell'investimento, l'afflusso di capitale all'interno di un sistema economico, la tutela delle minoranze azionarie dagli abusi dei poteri dei soci di controllo e degli amministratori, la

¹⁰ In questi termini, tra gli altri, P. MONTALENTI, *La legge italiana sulle offerte pubbliche: prime riflessioni*, in *Giur. comm.*, 1992, I, pp. 835-836, secondo cui "l'opinione ormai largamente prevalente, in tutti gli ordinamenti, è orientata nel senso di ritenere che il «premio» di maggioranza debba essere distribuito tra tutti gli azionisti".

¹¹ Osserva A. TUCCI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 913, che la previsione dell'obbligo di offerta attribuisce al socio "una sorta di «diritto di ripensamento», in presenza di un mutamento significativo delle condizioni nelle quali egli aveva destinato il proprio risparmio al finanziamento di un'impresa, acquistando un «prodotto», il cui valore di scambio nel mercato regolamentato dipende anche da quel «pregio latente», che emerge allorché si prospetti una «scalata» e, per contro, viene eroso dalla perdita di contendibilità della società". Sull'OPA obbligatoria si veda L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutele degli investitori. La disciplina dell'opa obbligatoria*, Bologna 2002. In relazione alla violazione dell'obbligo di offerta cfr. A. TUCCI, *La violazione dell'obbligo di offerta pubblico di acquisto. Rimedi e tutele*, Milano 2008. In ordine alle partecipazioni potenziali – possibili strumenti elusivi del relativo obbligo - si vedano F. ANNUNZIATA, *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle "partecipazioni potenziali": verso quali disclosures?*, in *Giur. comm.*, 2010, I, p. 584ss., A. LUPOI, *Total return equity swap*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, 2, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 1423ss.

contendibilità del controllo societario, l'efficienza del mercato e, in taluni casi, anche della nazionalità dell'emittente¹². Da qui l'attenzione del legislatore, anche europeo, ad un corretto funzionamento dell'istituto e, soprattutto, al componimento di tali interessi, anche in relazione a quelle ipotesi in cui il successo dell'offerta sia ostacolato o compromesso da misure assunte dagli amministratori della società bersaglio contro l'OPA considerata ostile: misure *difensive*, appunto, assunte sia prima sia durante la pendenza dell'offerta¹³.

¹² Per un esame di tale interessi si veda M.V. BENEDETTELLI, *Offerte pubbliche d'acquisto e concorrenza tra ordinamenti nel sistema comunitario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, I, p. 551ss.; quanto alle finalità dell'istituto si veda R. COSTI, *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. comm. Int.*, 1995, p. 65ss.

¹³ Il criterio di classificazione delle misure di difesa qui proposto verte su un criterio di tipo cronologico, posto che distingue tra *misure di difesa preventive* e *misure di difesa successive*, a seconda del momento in cui le stesse vengano adottate (se prima o dopo il lancio dell'offerta). Il criterio in questione assume rilievo in nelle ipotesi in cui la disciplina delle misure difensive – com'è in Italia, anche dopo l'attuazione della direttiva 2004/25/CE - differisca a seconda del momento in cui la stessa viene posta in essere. Per un esame delle singole misure di difesa, distinte sulla base di tale criterio, si veda E. DESANA, *Opa e tecniche di difesa, Dalle misure difensive "successive" a quelle "preventive"*, Milano 2003, *passim*.

Un diverso criterio di classificazione delle misure di difesa tiene conto non già del momento in cui esse vengono assunte, ma della loro finalità: in base a tale criterio si distingue tra *barriere*, intese quali misure idonee ad escludere *a priori* una qualsiasi offerta alla società interessata o, comunque, a ridurre in modo notevole le probabilità della stessa; e *strategie difensive*, intese quali misure preordinate a massimizzare il valore dell'investimento azionario nella società emittente. Questa diversa distinzione è stata proposta da G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 738ss., secondo cui, però, essa non dev'essere intesa in modo rigido "sia per la labilità dei confini tra i due tipi di difese che per l'inevitabile ricorrenza di entrambi i tipi (sebbene con intensità molto diversi) nei vari sistemi", sia perché "...le barriere appartengono essenzialmente al novero delle difese «preventive» (cioè di quelle che vengono in essere prima del lancio di un'offerta), mentre le misure o strategie possono essere sia «preventive» che «successive» (in quanto poste in essere dopo il lancio di un'o.p.a.)". Il criterio in questione, poi, distingue, nell'ambito della prima categoria, tra *barriere tecniche*, le quali riflettono certe caratteristiche del quadro economico di riferimento (quali la concentrazione della proprietà nelle mani di poche famiglie e gruppi ristretti, l'influenza delle grandi banche sulle industrie, il peso relativamente ridotto nella borsa nel finanziamento delle società); e *barriere strutturali*, le quali fanno parte delle strutture di *corporate governance* e sono erette dalle società medesime, dai loro azionisti o dagli amministratori, nonché, in taluni casi, dalla legge. Secondo l'A. che l'ha proposta, la distinzione in questione assume rilevanza sul piano della politica legislativa, in quanto "le prime non possono essere rimosse per semplice volontà del legislatore - risultando dal contesto economico di riferimento, che non può essere modificato per disposizione di legge (salvi gli incentivi che potranno, ad es., agevolare fiscalmente le quotazioni in borsa

2. Il carattere ostile dell'OPA.

Ancorché fattispecie di rilievo, per le ragioni che si sono appena ricordate, il nostro ordinamento non individua, nemmeno in termini tassonomici, l'ipotesi in cui l'offerta debba considerarsi ostile.

Tuttavia, trattandosi di ipotesi a cui si farà frequentemente riferimento nel corso del presente lavoro, non ci si può sottrarre dal compiere, preliminarmente, un tentativo definitorio: tentativo che si propone muovendo dalle caratteristiche dell'OPA e dagli effetti cui essa, in caso di successo, prelude.

Come si è anticipato, una delle peculiarità dell'OPA è data dalla circostanza che l'operazione economica cui essa è preordinata, rappresentata dall'acquisto dei titoli, si perfeziona direttamente con i singoli titolari: l'offerta, invero, costituisce una proposta contrattuale rivolta direttamente a questi ultimi.

L'operazione economica, al pari della relativa operazione contrattuale, prescinde, quindi, dall'intervento degli amministratori¹⁴. Ciò non significa, tuttavia, che gli amministratori rimangano indifferenti a tale offerta o che essi non abbiano interesse ad appoggiarla o a contrastarla con l'assunzione delle iniziative difensive di cui si è detto. Anzi: tale ultima eventualità risulta tutt'altro che improbabile nell'ipotesi di OPA diretta all'acquisizione del

delle imprese, al fine di aumentare il numero delle società aperte al pubblico risparmio) - mentre le seconde possono essere contrastate dall'ordinamento nell'ambito di una politica diretta a promuovere il mercato del controllo”.

¹⁴ Merita di essere precisato come nell'intero lavoro si farà riferimento agli amministratori, quali componenti dell'organo gestorio della società che adotti il modello di amministrazione tradizionale; resta inteso che, allorché si prendano a riferimento società con modello di amministrazione duale, le considerazioni dovranno essere estese, salvo diverse precisazioni, ai componenti del consiglio di gestione e di sorveglianza (anche sulla scorta di quanto previsto dall'art. 9, par. 6, della direttiva 2004/25/CE del Parlamento e del Consiglio del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche d'acquisto).

controllo, essendo gli amministratori i probabili destinatari finali delle conseguenze di un simile evento: è naturale pensare, infatti, che tale mutamento del controllo prelude ad una ridefinizione delle scelte gestionali e, quindi, ad un rinnovamento dei componenti dell'organo amministrativo.

È, quindi, muovendo dall'atteggiamento concretamente assunto dagli amministratori della società i cui titoli siano stati resi oggetto di offerta e dal fatto che essi abbiano approvato o meno l'offerta, che si usa distinguere tra OPA amichevole ed OPA ostile¹⁵: OPA ostile, in definitiva, è quella non approvata dagli amministratori della società emittente i oggetto dell'offerta o, come si sul dire, della società bersaglio.

Va, tuttavia, precisato come una simile distinzione non sia pacifica.

Da taluno, infatti, è stato proposto di definire il carattere ostile dell'OPA sulla base dei corsi di mercato dei titoli: secondo tale impostazione, la prossimità di tali corsi ai valori offerti starebbe a significare che l'operazione viene giudicata con favore e che, quindi, avrebbe carattere amichevole, mentre corsi di mercato assai difformi da tali valori dovrebbero intendersi come sintomatici di un dissenso nei confronti dell'operazione e, quindi, attesterebbero il carattere ostile dell'offerta, anche se la stessa è destinata a fallire¹⁶.

Ad avviso di chi scrive quest'ultima distinzione si presenta poco appagante per almeno due ordini di motivi: anzitutto, essa fa leva su un dato - il corso dei titoli - che si presta ad essere influenzato da circostanze estranee al lancio dell'offerta - specie nelle ipotesi in cui i titoli siano caratterizzati da estrema volatilità - e che, per tale ragione, risulta di per sé poco attendibile se lo si voglia considerare sintomatico, in termini di univocità, della reazione al lancio dell'offerta; in secondo luogo, tale

¹⁵ Cfr. R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche d'acquisto*, cit., p. 319; M. LISANTI, *Quale tutela per gli azionisti di minoranza?*, in *Merc. conc. regole*, 2000, p. 152, i quali evidenziano l'eventualità, nota nel gergo borsistico come *bear hug* (letteralmente: l'abbraccio dell'orso), in cui l'OPA nata ostile diventi successivamente amichevole.

¹⁶ T. BIANCHI, *Opa, difficile dire se è ostile o no*, in *Il Sole 24 Ore*, 23 aprile 1999, pur con la premessa che "la distinzione tra un'Opa amichevole e una ostile è assai labile e incerta".

distinzione colloca la valutazione circa il carattere dell'OPA in un momento temporale che rischia di essere successivo a quello in cui l'offerta può essere utilmente contrastata e, pertanto, risulta poco funzionale a valutare, così come si propone il presente lavoro, la risposta data dall'ordinamento alle iniziative volte a contrastare un'offerta in atto. A ciò si aggiunga, sempre nell'ottica da ultimo evidenziata, che, come da altri è stato osservato, la delimitazione delle OPA ostili a quelle che più probabilmente sono destinate a fallire non consente di cogliere appieno le problematiche sottese all'impiego delle misure di difesa, oltretutto superflue nel caso di insuccesso dell'offerta¹⁷.

Da altri ancora, invece, è stato proposto di definire il carattere ostile dell'OPA con riguardo, oltre che all'approvazione degli amministratori, anche all'accordo con gli azionisti di riferimento della società bersaglio¹⁸.

Si tratta di un criterio definitorio che ha il pregio di evidenziare come anche gli azionisti di riferimento, al pari degli amministratori che dei medesimi sono verosimilmente espressione, possano avere interesse a contrastare l'OPA e tale interesse normalmente coincide con quello degli amministratori. Tuttavia, sembra preferibile far riferimento alla sola approvazione degli amministratori, non solo perché essi sono, con molta probabilità, i principali destinatari degli effetti del mutamento del controllo, per le ragioni che si sono anzi dette¹⁹; ma anche perché è pur sempre possibile che, nonostante il favore degli azionisti di riferimento, l'OPA sia

¹⁷ F. REGALDO, *Le tecniche difensive nelle opa ostili, Riflessioni comparatistiche*, Torino 2004, p. 20.

¹⁸ In questi termini C. MOSCA, *Art. 104. Autorizzazione dell'assemblea*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Commentario* a cura di P. Marchetti – L.A. Bianchi, I, Milano 1999, p. 264, secondo cui l'offerta ostile è quella “in cui il trasferimento del pacchetto di controllo non viene concordato con il venditore o pattuito con gli amministratori in carica della società bersaglio”.

¹⁹ Così, in particolare, R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche d'acquisto*, cit., p. 319, secondo cui “Evidentemente, per avere successo, la proposta dell'offerente va accettata dalla maggior parte degli azionisti della società destinataria e ciò significa che i soci trovano l'offerta vantaggiosa. Quando però il capitale finisce in mano al nuovo investitore, è verosimile che questo usi i suoi diritti di voto per sostituire i vecchi esponenti del consiglio di amministrazione”.

contrastata dagli amministratori, cui compete in ogni caso l'iniziativa di assumere le azioni di contrasto in pendenza della medesima²⁰.

Infine, sembra potersi dissentire da chi ha individuato il carattere ostile dell'OPA in ragione della sussistenza in capo all'offerente dell'intenzione di rimuovere gli amministratori in carica²¹: al di là del fatto che una simile intenzione potrebbe non essere esplicitata dall'offerente, quantomeno con riferimento al lungo periodo, gli amministratori in carica potrebbero pur sempre adottare l'iniziativa di contrastare l'offerta, ancorché non caratterizzata da una simile intenzione, per ragioni diverse da quelle relative alle sorti della propria carica, sicché risulta più agevole definire il carattere dell'istituto in ragione dell'atteggiamento da questi concretamente tenuto.

3. Le diverse valutazioni del fenomeno.

Un esame dei modelli di regolamentazione delle reazioni che possono essere poste in essere contro un'OPA ostile e, com'è nelle finalità del presente lavoro, della scelta da ultimo operata nel nostro ordinamento con il recepimento della direttiva 2004/25/CE, dev'essere opportunamente preceduto anche da un richiamo delle diverse valutazioni che di tale fenomeno economico sono state formulate: come si dirà, infatti, le diverse valutazioni dell'OPA hanno avuto nel tempo inevitabili riflessi nella sua stessa regolamentazione, soprattutto con particolare riguardo alla regolamentazione del comportamento della società emittente in pendenza di offerta, nonché alle possibilità alla stessa riconosciute di contrastare l'offerta ritenuta ostile.

²⁰ Ciò anche se tali azioni siano soggette all'autorizzazione dell'assemblea, trattandosi di ipotesi in cui l'assemblea non si sostituisce agli amministratori nell'assunzione delle misure difensive, ma ha unicamente la possibilità di esprimersi di fronte all'alternativa fra l'approvazione o il veto in ordine alle medesime.

²¹ C. RABITTI BEDOGNI, *Opa e mercato*, cit., p. 46.

A riguardo, sembra doversi prendere le mosse dal vivace dibattito statunitense in materia, riconducibile, anche nelle sue voci critiche, alla cd. teoria disciplinare del mercato del controllo²². Secondo tale teoria, l'OPA ostile eserciterebbe una funzione disciplinare sul comportamento inefficiente degli amministratori in tutte le società ad azionariato diffuso e ridurrebbe la divergenza sussistente tra interessi degli amministratori e gli interessi degli azionisti investitori, divergenza dovuta alla separazione tra proprietà e controllo e generatrice dei cd. costi d'agenzia²³. In questo tipo di società, si afferma, gli amministratori, non essendo proprietari del capitale di rischio, non sarebbero portati a perseguire una politica aziendale redditizia, nell'interesse degli azionisti, sicché gli stessi azionisti, in conseguenza di ciò, sarebbero gravati dei costi di agenzia per controllare l'operato degli amministratori: circostanza, quest'ultima, che determinerebbe una diminuzione del valore dei titoli della società e li collocherebbe molto al di sotto del loro valore patrimoniale²⁴.

In questo contesto, nel quale la dispersione dell'azionariato farebbe sì che a nessun azionista convenga assumere informazioni sulla gestione, l'OPA ostile costituirebbe uno strumento in grado di esercitare un controllo sull'operato degli amministratori, riducendo le inefficienze derivanti dalla separazione fra proprietà e controllo: la cattiva gestione della società, riflessa sul valore delle sue azioni, renderebbe, infatti, conveniente la relativa acquisizione mediante l'offerta di un sovrapprezzo agli azionisti,

²² Si tratta di una teoria che prende le mosse dagli studi di H.G. MANNE, *Mergers and the market for corporate control*, in 73 *Journ. Pol. Ec.*, 1965, p. 110ss. e ID., *Some Theoretical Aspects of Share Voting. An Essay in Honour of Adolf A. Berle*, in 64 *Col. law rev.*, 1964, p. 1427ss., nonché di R. MARRIS, *La teoria economica del capitalismo manageriale*, trad. it. Einaudi, Torino 1972 (l'originale è del 1964) e che è stata successivamente sviluppata da F.H. ESTERBROOK-D.R. FISCHER, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, in 94, *Harvard Law Review*, 1981, p. 1161ss., e ID., *The Economic Structure of Corporation Law*, Harvard 1991, p. 173ss.

²³ La teoria dei costi di agenzia viene formulata da M.C. JENSEN-W.H. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, 3 *J. Fin. Ec.*, 1976, p. 305ss.

²⁴ R. MARRIS, *op. cit.*, p. 31ss.

incentivante la vendita delle azioni ed incorporante una parte dell'incremento di valore atteso dalla nuova gestione della società. Il conseguente successo dell'OPA eventualmente lanciata consentirebbe, così, il mutamento della politica aziendale della società acquisita, l'effetto del quale si tradurrebbe in un aumento di valore dei relativi titoli in misura maggiore rispetto al sovrapprezzo pagato agli aderenti all'offerta²⁵.

Sempre secondo questa teoria, poi, l'OPA costituirebbe non solo un mezzo per la rimozione delle gestioni inefficienti, ma anche una minaccia stabile, rivolta agli amministratori delle società ad azionariato diffuso, ad astenersi da gestioni inefficienti²⁶: la minaccia di una scalata, infatti, spingerebbe gli amministratori a garantire agli azionisti una redditività tale da non indurli a ritirare il loro investimento mediante la vendita dei titoli²⁷.

A medesime conclusioni perviene anche chi muove dal presupposto che il disinteresse alla gestione da parte degli investitori sia conseguenza di

²⁵ La ragione per la quale gli azionisti aderenti all'offerta si accontentino di un importo inferiore rispetto a quello atteso dall'offerente – importo, quest'ultimo, ipotizzato per l'ipotesi di una migliore gestione della società - viene spiegato da questa teoria con la possibilità che lo scalatore non riesca ad ottenere il controllo della società: se, infatti, ciascun azionista, optando per la soluzione maggiormente conveniente, attendesse che fossero gli altri a cedere le azioni all'offerente, l'offerta non avrebbe successo e la società rimarrebbe in mano agli amministratori; cfr., sul punto, H.G. MANNE, *op. cit.*, p. 1435. I problemi di azione collettiva alla base di tale giustificazione sono stati efficacemente evidenziati da L. ENRIQUES, *Quale disciplina per le acquisizioni ostili? Alcuni modelli teorici e la soluzione italiana*, in *Merc., conc. e regole*, 1999, p. 181, con il seguente esempio (che pur riguarda un'ipotesi di OPA lanciata con un intento "predatorio"): "un famigerato *raider* lancia un'offerta pubblica di acquisto sul 51% delle azioni di una società quotata a un prezzo di 3 euro; il prezzo di mercato delle azioni in questione, prima della notizia dell'offerta, è pari a 2 euro. Tutti gli azionisti sono convinti, conoscendo le analoghe operazioni compiute in precedenza dal *raider*, che questi, acquisito il controllo della società, provvederà a deprenderla, mediante l'estrazione di elevati benefici pecuniari del controllo, al punto che il prezzo di mercato delle azioni scenderà prevedibilmente a 0,5 euro. Ciascun azionista è dunque consapevole del fatto che la strategia migliore sarebbe quella di non aderire all'offerta; non sa tuttavia cosa faranno gli altri azionisti; nel dubbio, gli conviene accettare l'offerta: se così non facesse, rischierebbe di trovarsi in mano titoli che valgono ormai 0,5 euro senza aver potuto venderne la metà a 3 euro". Per un esame della problematica dei problemi di azione collettiva cfr. L.A. BEBCHUK, *The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy*, 12, *Delaware Journal of Corporate Law*, 1987, 911-949.

²⁶ F.H. ESTERBROOK-D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporation Law*, Harvard 1991, p. 173.

²⁷ R. MARRIS, *op. cit.*, pp. 26, 38ss. e 61.

una loro scelta razionale, atteso che i costi della vigilanza sull'operato degli amministratori sarebbero superiori ai relativi benefici²⁸; secondo tale impostazione, i diversi interessi trovano composizione nel contratto sociale, il quale richiede, però, a tal fine una corretta esecuzione. Tuttavia, nessun azionista procede al controllo della corretta esecuzione di tale contratto, in quanto ciascuno spera – opportunisticamente, quale *free rider* – che ciò venga fatto da qualcun altro: questa verifica, per contro, può essere fatta, con minori costi, dagli *insider*, i quali si occupano della gestione e possono utilizzare, nell'interesse comune, le informazioni di cui dispongono; per spingere gli *insider* a tale comportamento, è tuttavia necessaria una minaccia comune, rappresentata dall'OPA. In questo modo, l'OPA finirebbe per ridurre i costi di agenzia.

Ma alla teoria della funzione disciplinare dell'OPA, al di là delle singole varianti ravvisabili al suo interno, sono state sollevate non poche obiezioni.

La prima di tali obiezioni – quantomeno da un punto di vista logico – attiene al presupposto su cui la stessa si fonda, rappresentato dalla circostanza secondo cui le quotazioni di borsa rifletterebero fedelmente, in un dato momento, le informazioni sulla società cui si riferiscono i titoli e attualizzerebbero le prospettive di reddito della stessa²⁹. In relazione a tale presupposto, si è da taluni affermato che i prezzi di listino dei titoli corrisponderebbero alla loro valutazione unitaria e non già alla valutazione di un pacchetto di controllo: valutazione che, in quest'ultimo caso, incorporerebbe un valore aggiunto rappresentato dalla possibilità di nominare gli amministratori, decidere l'ammontare dei dividendi,

²⁸ Cfr. H.C. JENSEN-W.H. MECKLING, *Theory of the Firm*, cit. p. 305ss.; E. FAMA-M. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, in 26 *Journal of Law and Economics*, 1983, p. 301ss.

²⁹ La *Efficient Capital Market Hypothesis* è un esplicito presupposto in H.G. MANNE, *Mergers and the Market for Corporate Control*, in *The Journal of Political Economy*, vol. 73, 1965, p. 112; F.H. ESTERBROOK-D.R. FISCHER, *The Proper Role of a Target's management in Responding to a Tender Offer*, in *Harvard Law Review*, vol. 94, 1981, 1165ss.; J.R. MACEY, *State Anti-Takeover Legislation and the National Economy*, in *Wisconsin law review*, 1988, 480ss.

determinare le scelte aziendali e, quindi, l'esposizione dell'investimento al rischio³⁰.

Per altro verso, si è da altri rilevato come il listino sconterebbe tendenzialmente il valore patrimoniale delle aziende, tanto che l'OPA nascerebbe dal divario tra le quotazioni e la sostanza economica: l'OPA, in particolare, risulterebbe conveniente in tutte quelle ipotesi in cui tale divario risulti accentuato e l'acquisizione della società appaia funzionale alla successiva cessione di *asset* il cui valore è complessivamente superiore al corrispettivo pagato per l'offerta³¹. Da altri ancora, infine, si è sostenuto che il listino si limiterebbe a registrare, in un dato momento, gli scambi tra domanda ed offerta in ragione dei quantitativi disponibili sul mercato, sicché non esisterebbe, in ogni istante, un prezzo uniforme del titolo che incorpori tutte le informazioni diffuse sul mercato³².

Quanto, poi, agli effetti della costante minaccia di un'OPA ostile, si è obiettato come la stessa, lungi dall'esercitare la teorizzata funzione disciplinare, finisca per indurre gli amministratori a muoversi secondo un modello di comportamento miope, caratterizzato da un'ottica di breve periodo, che privilegia una politica di alti dividendi, che sacrifica gli investimenti di lunga durata, capaci, invece, di incrementare e consolidare il valore complessivo della società³³.

Ma alla teoria disciplinare sono stati opposte anche risultanze dei dati empirici: risultanze dalle quali non è possibile desumere un miglioramento della gestione o l'esistenza di una volontà in tal senso da parte dell'offerente, come nelle ipotesi di acquisizioni finalizzate al successivo

³⁰ R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche d'acquisto*, cit., p. 340.

³¹ L. LOWENSTEIN, *Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation*, in *Col. law rev.*, 1983, p. 258ss.

³² L.A. STOUT, *Are Takeover Premiums Really Premiums? Market Price, Fair Value, and Corporate Law*, in *The Yale Law Journal*, 1990, 99, 1245ss.

³³ J. STEIN, *Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior*, in *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 104, No. 4, 1989, p. 661.

smembramento della società³⁴. Si è osservato, infatti, che il fenomeno delle acquisizioni societarie si caratterizzerebbe come “forma istituzionalizzata di speculazione finanziaria”, in quanto funzionale al perseguimento del “fine di realizzare un profitto differenziale, di regola attraverso la rivendita della società acquisita, o di alcune società, quando oggetto della scalata sia stato un gruppo”³⁵. In ragione di tali dati, il maggior prezzo pagato dall’offerente, allora, si spiegherebbe con le potenzialità di guadagno offerte dagli *asset* della società e non già con le capacità di realizzare una gestione più efficiente della medesima³⁶.

Alle critiche mosse alla teoria disciplinare – critiche che, più che una convinzione di smentita, hanno talora alimentato un diffuso sentimento di incertezza - va senz’altro riconosciuto il merito di aver contribuito a mettere in discussione una visione eccessivamente ottimistica dell’OPA e ad aver indotto, se non ad un ripensamento, ad una diversa impostazione del problema: invero, abbandonata l’idea che l’OPA possa presentare sempre effetti positivi e preso atto, per contro, anche l’eventualità di effetti di segno opposto, si è progressivamente affermata, anche in posizioni maggiormente liberiste, la convinzione che vi possano essere dei casi in cui tale fenomeno può, se non addirittura, deve essere ostacolato: casi che, tuttavia, non è possibile individuare a priori.

La consapevolezza di una simile impossibilità, induce a spostare il dibattito dall’opportunità del contrasto all’OPA all’individuazione dei soggetti legittimati a farlo e delle loro possibilità di manovra.

³⁴ Operazioni, queste, che in gergo vengono definite come *brust-up* o *break-up acquisitions*.

³⁵ P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out*, Milano 1991, p. 36.

³⁶ Cfr. A. DE BLASIO, *La legge italiana sulle O.P.A. e le normative europee ed USA*, Milano 1994, p. 17, nn. 9 e 10; in termini analoghi anche G. CARCANO, *O.P.A. ostili e acquisto “difensivo” di azioni proprie negli Stati Uniti*, in *Riv. soc.*, 1988, p. 1241, secondo cui “tali operazioni trovavano la loro motivazione nella disparità che l’offerente ritiene sussistere tra il presumibile valore di liquidazione dei singoli cespiti aziendali e il valore di mercato delle azioni della società”.

4. La competenza all'adozione delle misure di difesa: il modello americano ed il modello inglese.

La ridefinizione del dibattito nei termini da ultimo indicati, pone inevitabilmente l'attenzione sui due modelli limite di regolamentazione delle misure di difesa, a seconda che la decisione circa l'adozione delle medesime sia in capo agli amministratori ovvero agli azionisti. Si tratta, peraltro, di modelli che hanno trovato applicazione pratica nell'ambito dei due ordinamenti, caratterizzati entrambi dalla dispersione della proprietà azionaria, che hanno maturato entrambi le esperienze maggiormente significative in materia di OPA: il riferimento è agli Stati Uniti d'America ed al Regno Unito.

Quanto al primo dei due modelli, giova premettere come negli Stati Uniti la disciplina dell'OPA venga regolata sia a livello federale, mediante il *William's Act* del 1968³⁷, sia, con particolare riguardo alle misure di difesa, dai cd. *Takeover Statutes*³⁸, ovvero dalla legislazione statale emanata, a partire

³⁷ *Public Law 90-439 of July 29, 1968*, la quale non costituiva un atto normativo autonomo, ma un emendamento al *Securities and Exchange Act* del 1934, con cui si aggiungevano le *sections* 13(d), 14(d), 14(e), 14(f) – in seguito fatte oggetto di successivo aggiornamento - contenenti prescrizioni relative sia al comportamento dei soggetti coinvolti a vario titolo nell'offerta, sia all'offerta stessa.

³⁸ A differenza della disciplina federale contenuta nel *William's Act* e caratterizzata da una *policy of neutrality*, le leggi statali – sorte a seguito della diffusione di *junk bonds*, emessi al fine di finanziare offerte, nonché della stessa di offerte volte al successivo smembramento della società bersaglio – sono caratterizzate da una disciplina maggiormente invasiva e meno neutra del fenomeno, essendo volta a renderne più sicura la diffusione mediante imposizione di oneri più gravosi in capo all'offerente. Secondo una tradizionale distinzione, proposta dalla dottrina (R.J. GILSON-B.S. BLACK, *The Law and Finance of Corporation Aquisitions*, New York 1995, p. 1317ss.) ed accolta anche dalla stessa Corte Suprema, la disciplina statale ha subito un'evoluzione contrassegnata da tre generazioni. Nella prima generazione, gli *Statutes* erano favorevoli agli amministratori e prevedevano che la pubblicazione del progetto di offerta fosse preceduta da una sua preventiva comunicazione, da parte dell'offerente, ad un'agenzia statale al fine della relativa approvazione. Tale onere fu giudicato incostituzionale dalla Corte Suprema, la quale lo ritenne contrastante, da un lato, con il principio costituzionale di libertà di commercio fra gli Stati e, dall'altro, con la disciplina federale contenuta nel *Williams Act* [cfr., sul punto, *Edgard v. MITE Corp.* 457 US 624, 102 S.CI. 2629, 73 L.Ed.2d 269 (1982),

dal 1969, con lo scopo di regolare le offerte ostili aventi come obiettivo una società incorporata nello Stato³⁹.

Nell'ambito di tale disciplina, il modello di regolamentazione delle misure difensive che risulta maggiormente adottato dagli Stati nordamericani è caratterizzato dall'attribuzione della relativa iniziativa all'organo amministrativo, cui viene attribuito il compito di massimizzare il cd. *shareholder value*: solo nell'ipotesi in cui l'offerta superi il vaglio degli

resa in relazione all'*Illinois Business Takeover Statute* del 1979]. In considerazione dell'orientamento espresso dalla Corte Suprema, gli *Statutes* vennero modificati, concentrando la regolamentazione agli affari interni della società: ciò diede luogo alla cd. seconda generazione, caratterizzata da previsioni secondo cui, ad esempio, le azioni acquistate dall'offerente avrebbero avuto un'automatica privazione del diritto di voto superabile solo con il consenso della maggioranza degli azionisti espresso in un'assemblea appositamente convocata dallo stesso offerente. Questa seconda generazione di *Statutes* passò il vaglio di costituzionalità della Corte Suprema [cfr. la pronuncia, resa con riferimento al *Control Share Acquisition Charter* dell'*Indiana Business Corporation Law: CTS Corp. v. Dynamics Corporation of America* U.S. 69, 107 S. Ct. 1637, 95 L.Ed2d 67 (1987)], la quale, da un lato, esclude che simili previsioni contrastassero con la libertà di commercio fra Stati o con la disciplina federale del *Williams Act*, dall'altro, affermò che esse si giustificassero con l'interesse dei singoli Stati ad individuare i diritti incorporati nelle azioni e a proteggere gli azionisti della società bersaglio. Tale affermazione diede la stura ad una terza generazione di *Statutes*, caratterizzati, questa volta, da previsioni contenenti divieti, a carico dell'offerente, al compimento di talune operazioni aziendali per un determinato periodo successivo alla chiusura dell'offerta, salvo il caso di preventiva approvazione degli amministratori. La Corte d'Appello, chiamata a pronunciarsi sulla legge del Wisconsin ebbe modo di affermare la legittimità di una disposizione che impediva all'acquirente, per un periodo di tre anni, di procedere a *business combination*, sia in relazione al principio costituzionale della libertà di commercio fra gli Stati, non trattandosi di limitazione insuperabile; sia in relazione al *Williams Act*, in quanto disciplina limitata alla regolazione del procedimento dell'offerta e non interferente con la disciplina delle *business combination*, riservata alla legislazione statale [cfr. *Amanda Acquisition Corporation v. Universal Foods Corporations*, 877 F.2d 496 (7th Circ. 1989)].

³⁹ Il riferimento è al luogo di incorporazione della società in quanto luogo preso in considerazione, come criterio di collegamento, dalle norme di conflitto che regolano i rapporti tra le legislazioni degli Stati nordamericani: ciò significa che una società può benissimo essere costituita in uno Stato ed operare esclusivamente in un altro, senza che quest'ultimo possa non riconoscerla come tale. Questo dato determina, pur entro i limiti stabiliti dalla legislazione federale, una sorta di competizione tra gli ordinamenti dei singoli Stati, i quali saranno indotti ad introdurre norme tali da indurre il maggior numero di imprese ad insediarsi nel loro territorio: cfr. L.A. BEBCHUK-A. FARREL, *Federalism and corporate law: the race to protect managers from takeovers*, in *Columbia law review*, 1999, p. 1168ss. Lo Stato che vanta il maggior numero di sedi di imprese è il Delaware, in quanto – come è stato osservato da L.A. BEBCHUK-A. COHEN, *"Firms" Decisions Where to Incorporate*, 46 *J.L. & Econ.*, 383, 2003, pp. 396-402 – esso riconosce la massima flessibilità nella costituzione degli statuti societari, una giustizia fortemente specializzata (anche in ragione della circostanza che la Court of Chancery giudica senza l'ausilio della giuria popolare), nonché vantaggi fiscali.

amministratori, la decisione di aderire o meno alla stessa viene presa dagli azionisti. Una simile scelta muove dalla convinzione che gli amministratori, a differenza degli azionisti, abbiano le conoscenze tecniche necessarie per valutare la convenienza dell'offerta in relazione all'effettivo valore della società⁴⁰.

Il rischio che l'attribuzione di un simile compito agli amministratori possa avvallare scelte opportunistiche dei medesimi nell'adozione delle misure difensive viene gestito, nel modello in questione, mediante la sottoposizione dell'operato degli amministratori al vaglio del controllo giudiziale.

In un simile contesto, il controllo giudiziale sull'operato degli amministratori - controllo inizialmente volto ad affermare l'estraneità dallo scopo sociale delle operazioni condotte allo scopo di preservare la propria posizione⁴¹ - si è consolidato su una particolare applicazione della *Business Judgement Rule*, vale a dire quel principio di derivazione giurisprudenziale secondo cui l'agire degli amministratori non è sindacabile a meno che non si provi che essi abbiano agito in mala fede o nel perseguimento di un interesse personale⁴²: muovendo dalla situazione di conflitto di interesse in cui versano gli amministratori in caso di OPA ostile, la giurisprudenza americana ha affermato che tale principio possa essere invocato solo dopo che gli amministratori abbiano fornito la duplice prova di aver avuto

⁴⁰ Per un ampio esame del modello G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili*, cit., p. 737ss; A. TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale e "supervisione" degli azionisti, L'esperienza italiana a confronto con la disciplina delle public companies nordamericane*, Milano 2003, p. 59ss.; M. GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, Milano 2004, p. 84ss.

⁴¹ Cfr., ad esempio, *Cheff v. Mathes*, 199 A.2d 548, 544 (Del. 17 marzo 1964), in cui si afferma che "if the Board has acted solely or primarily because of the desire to perpetuate themselves in office, the use of corporate funds for such purposes is improper".

⁴² Per una definizione di tale principio, che sottrae al giudice la possibilità di valutare nel merito la ragionevolezza della scelta gestionale, si veda, ad esempio, *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del.1984) secondo cui "the business judgement rule is a presumption that in making decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company... Absent an abuse of discretion, that judgement will be respected by the courts. The burden is on the party challenging the decision to establish facts rebutting the presumption".

ragionevoli motivi per ritenere che vi fosse un pericolo per la società (*reasonableness test*) e che la misura adottata fosse proporzionata al pericolo stesso (*proportionality test*)⁴³. Com'è stato osservato, nell'affermazione di tale principio i giudici hanno finito per assegnare a sé stessi il ruolo di arbitri nella verifica del cd. *proportionality test*, posto che saranno essi a decidere se l'offerta ostile costituisca una minaccia e se la risposta della società bersaglio sia proporzionata alla stessa⁴⁴.

⁴³ Questa particolare applicazione della *Business Judgement Rule* è conosciuta come *Unocal Standard*, dal nome di una delle due parti della causa in cui il principio ha trovato affermazione [*Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Corp.*, 493 A2d 946 (Del. 1985)]. Nel caso deciso, Mesa Petroleum, che possedeva già il 13,6% del capitale di Unocal, lanciò un'opa in due fasi (*two-tier tender offer*): nella prima, rivolta ad un quantitativo di titoli che avrebbe garantito il controllo della società, agli aderenti veniva corrisposta una somma in denaro; nella seconda, subordinata al buon esito della prima e rivolta ai soci rimanenti, le azioni venivano scambiate con titoli. Gli amministratori di Unocal, ritenendo l'offerta inadeguata, lanciarono un'offerta di acquisto di azioni della stessa Unocal: offerta rivolta a tutti gli azionisti ad eccezione dell'offerente Mesa, anch'esso azionista della società. In questo modo, gli amministratori erano in grado di evitare che gli azionisti aderissero indistintamente all'offerta e fossero messi, invece, nelle condizioni di poter valutare l'operazione. Mesa, pertanto, lamentò la violazione dei doveri fiduciari di Unocal nei suoi confronti, essendo essa un azionista. Con tale sentenza, la Corte Suprema del Delaware ha stabilito che la tecnica in questione dovesse ritenersi rientrante nel potere di gestione degli amministratori e, dunque, coperta dalla *Business Judgement Rule* in quanto era stato dimostrato (i) che gli amministratori l'avevano adottata ritenendo in buona fede e dopo una ragionevole indagine, (ii) che sussistesse una minaccia per la società amministrata, costituita dal *two-tier offer* – vale a dire una scalata in due fasi, nella quale l'offerente dichiara di procedere a due successive offerte: una, parziale ma diretta ad acquisire il controllo, ad un corrispettivo allettante per gli azionisti, l'altra, per coloro che non abbiano aderito alla prima, ad un corrispettivo nettamente inferiore, in genere costituito da *junk bonds* o titoli subordinati: tipologia di offerta, questa, ammessa negli Stati Uniti, che risulta assai insidiosa per gli oblati, posto che essi, a fronte del c.d. “dilemma del prigioniero” e della difficoltà di coordinare i propri comportamenti, sono portati ad aderirvi; (iii) che lo strumento costituisse una reazione ragionevole e proporzionata al male minacciato dall'aggressore. Si legge, infatti, nella decisione che “in conclusion there was directorial power to oppose Mesa tender offer, and to undertake a selective stock exchange made in good faith and upon a reasonable investigation pursuant to a clear duty to protect the corporate enterprise. Further, the selective stock repurchase plan chosen by Unocal is reasonable in relation to the threat that the board rationally and reasonably believed was posed by Mesa's inadequate and coercive two-tier tender offer. Under those circumstances the board's action is entitled to be measured by the standards of the business judgement rule. Thus, unless it is shown by a preponderance of the evidence that the directors' decisions were primarily based on perpetuating themselves in office, or some other breach of fiduciary duty such as fraud, overreaching, lack of good faith, or being uninformed, a Court will not substitute its judgement for that of the board”.

⁴⁴ Cfr. R.J. GILSON, *Unocal Fifteen Years Later, Working Paper* n. 177, *Columbia Law School*, 2000, p. 7, secondo cui “What was especially notable about what came to be called

Il principio in questione costituisce il precedente fondamentale per il diritto statunitense in materia di OPA e solo in parte ha subito modifiche ad opera delle pronunce successive alla sua affermazione: così, la Corte Suprema ha avuto modo di stabilire che gli amministratori siano tenuti a fare il possibile per ottenere il prezzo più alto per le azioni quando intendono favorire il trasferimento del pacchetto di maggioranza o fondersi con altra società, o quando diviene inevitabile per ragioni economiche lo smembramento di un'azienda o una fusione⁴⁵; ancora, che non si può considerare proporzionata una difesa che impedisca totalmente il perseguimento degli obiettivi dell'offerta⁴⁶.

In conclusione, secondo questo primo modello l'adozione delle tecniche di difesa, in prima battuta, viene rimessa agli amministratori e, solo in seconda ed eventuale battuta, sottoposta ad un controllo giudiziale *ex post*.

All'estremo opposto rispetto al modello appena esaminato, vi è quello proprio dell'ordinamento inglese, ordinamento nell'ambito del quale le OPA sono regolate, a partire dal 1968, da un codice di autoregolamentazione, il *City Code on Takeovers and Mergers*, contenente una dettagliata disciplina sia del procedimento d'offerta, sia delle misure difensive⁴⁷.

the proportionality test – did the hostile offer present a threat and, if so, was the target's response proportional – was the role of the court it self. In assessing the balance between threat and response, the court cast itself as an arbitrator of the substantive merit of target company behavior". Critico anche M. LISANTI, *Quale tutela per gli azionisti di minoranza?*, cit., p. 159, secondo cui l'aver portato "davanti ai giudici quello che dovrebbe decidere il mercato" negli Stati Uniti è conseguenza della scelta del legislatore federale di non regolare le offerte ostili.

⁴⁵ Cfr. *Revlon v. MacAndrews and Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986); *City Capital v. Interco*, 551 A.2d., 787 (Del. Ch. 1988).

⁴⁶ Cfr. *Paramount communications inc. v. Time*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989).

⁴⁷ Il *Code* è attualmente composto da 6 *General Principles*, *Definitions*, 38 *Rules*, *Notes e Appendix*, ed è soggetto alle continue revisioni del *Panel on Takeovers and mergers*, un collegio composto da rappresentanti delle maggiori associazioni di categoria. Il *Code*, non dotato di forza di legge, ha comunque un'efficacia assicurata dalle sanzioni previste per la sua violazione e dal conseguente discredito, nell'ambito della comunità finanziaria, conseguente alla loro irrogazione (cfr. sul punto, G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, cit., p. 54); attualmente, tale efficacia risulta rafforzata dai rapporti sussistenti fra il *Panel* e la *Financial Services Authority* (FSA), incaricata della vigilanza sui

Tale opposto modello attribuisce all'assemblea degli azionisti la decisione circa l'adozione delle misure difensive, vale a dire ai soggetti cui spetta aderire all'offerta⁴⁸.

Un simile rovesciamento di prospettiva rispetto al modello che investe sul punto gli amministratori si fonda principalmente sulla constatazione che, in pendenza di OPA, gli amministratori versano in una situazione di conflitto di interessi tale da portarli a porre in essere comportamenti tesi a preservare la propria posizione⁴⁹, messa in pericolo dall'eventualità di un mutamento di controllo e, quindi, a contrastare l'offerta, piuttosto che comportamenti finalizzati alla protezione degli azionisti⁵⁰.

In questa diversa impostazione, risulta dubbia la stessa legittimazione degli amministratori al perseguimento degli interessi degli azionisti, oltre che la stessa possibilità di farlo in concreto, in ragione dello stesso conflitto di interessi; per contro, tale possibilità viene lasciata agli azionisti, quali

mercati finanziari: si legge, infatti, nella *Introduction* del *Code* che se l'*Hearings Committee*, costituito nell'ambito del *Panel*, ravvisa una violazione del *Code* o di una *ruling* del *Panel*, esso, tra le altre iniziative, può “(i) report the offender's conduct to a United Kingdom or overseas regulatory authority or professional body (most notably the Financial Services Authority (FSA)) so that authority or body can consider whether to take disciplinary or enforcement action (for example, the FSA has power to take certain actions against an authorised person or an approved person who fails to observe proper standards of market conduct, including the power to fine); or (ii) publish a Panel Statement indicating that the offender is someone who, in the Hearings Committee's opinion, is not likely to comply with the Code. The rules of the FSA and certain professional bodies oblige their members, in certain circumstances, not to act for the person in question in a transaction subject to the Code, including a dealing in relevant securities requiring disclosure under Rule 8 (so called “cold-shouldering”). For example, the FSA's rules require a person authorised under the Financial Services and Markets Act 2000 (“FMSA”) not to act, or continue to act, for any person in connection with a transaction to which the Code applies if the firm has reasonable grounds for believing that the person in question, or his principal, is not complying or is not likely to comply with the Code”. Sul punto si veda, altresì, M.L. VITALE, *I lavori per il recepimento della Tredicesima direttiva sull'opa nel Regno Unito: prime considerazioni*, in *Riv. Soc.*, 2006, p. 532.

⁴⁸ Per un esame del modello e dei limiti ai poteri attribuiti agli amministratori cfr. P. DAVIES, *Gower and Davie's Principles of Modern Company Law*, London 2008, p. 986ss.

⁴⁹ O, per usare l'immagine di M. LISANTI, *Quale tutela per gli azionisti di minoranza?*, cit., p. 159, la “propria poltrona”.

⁵⁰ Cfr., altresì, per una comparazione con il modello americano, T.I. OGOWEWO, *The Underlying Themes of Tender Offer Regulation in the United Kingdom and the United States of America*, in *Journal of Business Law*, 1996, p. 463ss.

titolari degli incentivi appropriati a deliberare in quanto “proprietari”⁵¹, mentre gli amministratori si limitano al rispetto dei doveri di informazione, conseguenti ai propri obblighi fiduciari (cd. *fiduciary duties*).

In considerazione di ciò, sono gli stessi azionisti ad essere designati quali soggetti chiamati a decidere sulla convenienza dell’offerta e sull’eventuale adozione di tecniche di difesa, oltre che, naturalmente, all’adesione alla stessa offerta; secondo questa diversa impostazione, la sovranità degli azionisti viene garantita dalla necessaria autorizzazione, da parte di questi ultimi, di tutti gli atti che gli amministratori intendano adottare al fine di ostacolare l’offerta⁵². Inoltre, questa diversa impostazione consentirebbe anche il superamento di problemi di azione collettiva: l’attribuzione ai soci della decisione sull’adozione di tecniche difensive allevierebbe la *pressure to tender* a cui gli stessi sono assoggettati in pendenza di un’OPA, posto che manterrebbe separata la valutazione dell’offerta e la conseguente strategia di resistenza dall’eventuale e successiva determinazione di aderire alla stessa⁵³.

Ma anche il modello in questione – che, come si dirà, si è tentato di rendere comune a tutti gli Stati membri in sede europea - si presta ad alcuni rilievi critici.

Anzitutto, esso rischia di scontrarsi con il rischio che gli azionisti, in ragione della loro consueta “apatia razionale”, non siano in grado di

⁵¹ Cfr. G. FERRARINI, *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 462ss.

⁵² In questi termini T.I. OGOWEWO, *The underlying themes of tender offer regulation*, cit., p. 479-480, per il quale, in particolare, a p. 479, “Shareholder sovereignty connotes the right of target shareholders to be the ultimate persons to determine the success of a tender offer independently of management in an atmosphere free of coercion, while possessing adequate information”.

⁵³ Com’è stato osservato da E. DESANA, *op. cit.*, p.42, gli azionisti possono approvare il ricorso a tecniche di difesa volte ad ostacolare l’offerta senza il rischio di trovarsi in una situazione dannosa a causa della decisione degli altri azionisti. Se la linea della difesa ad oltranza della società bersaglio non ottiene la maggioranza richiesta in assemblea, nondimeno l’azionista che ha votato a favore della stessa potrà aderire all’offerta in atto. “In altre parole, nei sistemi che rimettono agli azionisti la scelta di ricorrere a misure difensive, la stessa non è influenzata dalla valutazione delle condotte che gli altri potranno tenere”.

prendere deliberazioni sufficientemente informate sulle deliberazioni da adottare e, a riguardo, finiscano per farsi consigliare dagli stessi amministratori⁵⁴.

Inoltre, tale modello rischia, altresì, che la volontà espressa dai soci possa non essere estranea, a sua volta, a situazioni di conflitto di interessi: soprattutto nei sistemi caratterizzati dalla diffusa presenza di partecipazioni rilevanti, è infatti probabile che i soci di riferimento abbiano interessi coincidenti con quelli degli amministratori o, peggio, in assenza di una disposizione sanzionatoria, che essi si accordino con l'offerente per il riconoscimento di condizioni di maggior favore a fronte del voto contrario all'adozione di misure difensive⁵⁵. Anche a prescindere da tale ultima ipotesi, va osservato come l'eventuale presenza nell'azionariato di detentori di pacchetti rilevanti possa ridurre notevolmente il ruolo dell'assemblea dei soci, rendendolo un passaggio tanto dovuto quanto inutile.

In definitiva, pur in presenza di adeguati correttivi in ordine ai rischi appena evidenziati, anche nel modello in questione permane il rischio che l'adozione delle misure difensive possa essere condizionata dal perseguimento dell'interesse di taluni soci a mantenere il controllo della società: se così, i risultati finiscono per essere del tutto analoghi a quanto

⁵⁴ Il rischio è messo in evidenza, con riferimento alle società ad azionariato diffuso, da L. ENRIQUES, *Quale disciplina per le acquisizioni ostili?*, cit., p. 185, anche se dallo stesso superato con il rilievo secondo cui sarebbe “sufficiente osservare che esso condurrebbe a mettere in discussione qualsiasi competenza dell'assemblea di una società ad azionariato diffuso”. Per G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili*, cit., p. 783, “questi problemi possono essere ridotti dalla presenza di investitori istituzionali nell'azionariato della società bersaglio, nonché dalla circostanza che le delibere in tema di strategie difensive sono idonee ad incrementare il valore delle azioni nel breve periodo, ove determinino una modifica delle condizioni dell'offerta in senso migliorativo”.

⁵⁵ Ancora L. ENRIQUES, *op. ult. cit.*, pp. 185-186, per il quale, però, sono possibili correttivi sia in ordine ai interessi coincidenti con quelli degli amministratori (ad esempio, mediante l'introduzione di divieti di voto per l'adozione delle misure difensive o l'innalzamento dei *quorum*), sia in ordine ad un possibile accordo con l'offerente per il voto contrario all'adozione di misure difensive (ad esempio, mediante l'introduzione del divieto di acquistare azioni fuori OPA, o la *best price rule*), con riferimento all'accordo con In questo senso, peraltro, si è mosso anche il legislatore italiano (vedi, *infra*, capitolo 2).

può accadere nel modello che rimette la scelta in ordine all'adozione delle misure agli amministratori⁵⁶.

⁵⁶ Cfr., sul punto, G. FERRARINI, *Shareholder Value and the Modernisation of European Corporate Law, Working Paper CE.DI.F.*, 2000, n. 3, p. 35, secondo cui “if the private benefits of control are relatively high (as happens in countries where investor protection is not yet fully developed), the target block-holders might resist the takeover for reasons other than shareholder value maximisation. The outcome (if block-holders’ vote prevails, also as a consequence of the other shareholders’ apathy) could be similar to that obtained in the U.S. when managers resist a takeover mainly for entrenchment purposes”.

CAPITOLO II

L'EVOLUZIONE DELLA REGOLAMENTAZIONE DELLE MISURE DI DIFESA IN ITALIA

SOMMARIO: 1. La regolamentazione delle misure di difesa nella l. 18 febbraio 1992, n. 149 ed il modello di passività assoluta. - 2. L'assenza di una disciplina specifica delle misure di difesa preventiva. - 3. La regolamentazione delle misure di difesa nel d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, ed il ruolo riconosciuto all'assemblea dei soci. - 4. Il perimetro di applicazione del modello. - 5. L'individuazione degli atti vietati: la nozione di atti ed operazioni che possono contrastare gli obiettivi dell'offerta e l'interpretazione della Consob. - 6. La previsione di un *quorum* specifico per l'autorizzazione delle misure di difesa successive. - 7. La disciplina specifica delle misure di difesa preventiva contenuta nel t.u.f.: i patti parasociali.

1. La regolamentazione delle misure difensive nella l. 18 febbraio 1992, n. 149 ed il modello di passività assoluta.

Passando ad una ricognizione delle scelte regolatorie delle misure di difesa effettuate dal legislatore italiano prima del recepimento della direttiva 2004/25/CE, va ricordato come esse possano farsi risalire alla l. 18 febbraio 1992, n. 149, recante la *Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli*: provvedimento, questo, che rispondeva - pur se con indubbio ritardo - all'esigenza, resasi evidente all'indomani del tentativo di scalata ostile posto in atto nel settembre 1971 sulla Bastogi¹, di

¹ Tentativo posto in essere dal finanziere Michele Sindona, tramite una banca tedesca, e che fu ostacolato dall'allora Governatore della Banca d'Italia Guido Carli per le ragioni che quest'ultimo descriverà, in un secondo momento, in G. CARLI, *Cinquant'anni di vita italiana*, Bari 1993, p. 326, ove si legge che "...il metodo dell'operazione di Sindona si basava su offerte di prezzi molto superiori a quelli di mercato e anche a quelli basati su valutazioni ragionate dei patrimoni sociali. L'assenza di qualsiasi proporzione tra i prezzi offerti e quelli di mercato, anche tenuto conto di un eventuale premio di maggioranza, indusse in me la convinzione che l'operazione aveva scopi di dominio e che, con

disciplinare in termini compiuti il fenomeno dell'OPA, sottoponendo a maggior controlli e sanzioni quello che era stato considerato nel corso del relativo dibattito parlamentare come un esempio di "finanza sommersa"².

Il provvedimento in questione era stato preceduto, oltre che da una serie di *Istruzioni* emanate dal Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio della Borsa Valori di Milano in occasione della stessa vicenda Bastogi³, da un fallito tentativo di autoregolamentazione, ad opera del medesimo

l'impiego degli scarsi mezzi disponibili, fosse mio dovere contrastarla. Così feci". Le preoccupazioni in ordine ai prezzi offerti ed alle finalità dell'operazione, così descritte a distanza di un ventennio dall'allora Governatore della Banca d'Italia, erano state solo in parte anticipate nel discorso da questi pronunciato il 30 ottobre 1971, a ridosso, quindi, del tentativo di scalata ed in occasione della giornata mondiale del risparmio (discorso pubblicato, quanto alla parte concernente la vicenda in questione, in *Dichiarazioni del Governatore della Banca d'Italia sulle offerte pubbliche d'acquisto*, in *Riv. soc.*, 1971, pp. 1980-1981): in tale occasione, infatti, il Governatore si concentrò sulla scarsa trasparenza legata all'offerta, mettendo in luce come i maggiori paesi industrializzati disciplinassero l'OPA su azioni ponendo, fra le condizioni inderogabili, dichiarazioni riguardanti l'identità del proponente l'offerta o dei terzi per conto dei quali essa veniva avanzata, le finalità perseguite, la motivazione del prezzo offerto. In ordine a tale ultimo aspetto si vedano, tuttavia, le osservazioni di P. MARCHETTI, *L'offerta pubblica d'acquisto in Italia*, cit., pp. 1159-1160, secondo cui, sul piano procedurale, tale offerta era stata promossa a condizioni conformi rispetto a quelle richieste dai codici di autoregolamentazione all'epoca in vigore in altri paesi, salvo che per l'aspetto relativo alla (celata) identità dell'offerente – aspetto che l'A. considera, tuttavia, "meno grave di quello che a caldo da più parti si vuole ritenere", trattandosi di operazione garantita dall'offerente - mentre il clamore dalla stessa suscitato era stato determinato, da un lato, dalla circostanza che "l'offerta si proponeva non già... di rastrellare azioni di una società già controllata dall'offerente, bensì di consentire ad un importante gruppo internazionale di conquistare la Bastogi (il cui gruppo di controllo non intendeva affatto cedere la mano: si trattava dunque di una offerta cd. aggressiva)" e, dall'altro, dalle partecipazioni Bastogi e dal "progetto di fondere la Bastogi stessa con altre società (Itapi ecc.) per dare vita ad una nuova finanziaria". Per un commento a tale scalata - che, come già anticipato nel precedente capitolo, seguì di pochi mesi l'offerta (di scambio) lanciata dalla Compagnia Latina di Assicurazioni sulle azioni De Angeli Frua e, quindi, l'esordio dell'OPA in Italia - si veda anche A. LANZA, *La grande «aporiera» del conte Bastogi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1971, I, p. 450ss.

² Così si legge nella la Relazione della 6^a Commissione permanente (Finanze e Tesoro) del 26 maggio 1988, Senato della Repubblica, X Legislatura, atto n. 576-A, p. 3, secondo cui, in relazione a tale espressione, "È chiaro il riferimento ai passaggi di proprietà di pacchetti di controllo di società quotate, che avvengono privatamente e a condizioni particolari, all'insaputa degli azionisti di minoranza e del pubblico e senza che questi possano prenderne parte; tutto ciò in stridente contraddizione con lo speciale *status* proprio delle società quotate, ossia di società aperte al mercato".

³ Si tratta delle *Istruzioni del Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio della Borsa Valori di Milano in relazione all'O.P.A. Bastogi*, Milano, 13 settembre 1971, in *Riv. soc.*, 1971, pp. 1157-1159, n. 1.

Comitato Direttivo, attraverso la redazione di un *Codice di comportamento*⁴, nonché da un incessante susseguirsi in sede legislativa di iniziative mai giunte a conclusione⁵; ciò, perlomeno, se si eccettua la scarna disciplina contenuta nella l. 7 giugno 1974, n. 216, contenente *Disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari*, che tuttavia, a differenza del *Codice di comportamento* e delle successive iniziative legislative, nulla aveva disposto in merito alle misure di difesa eventualmente assunte dalla società emittente⁶.

⁴ Si tratta del *Codice di comportamento per le offerte pubbliche di acquisto di titoli* (consultabile in *Riv. soc.*, 1971, p. 1169ss.) elaborato nel 1971, all'esito dell'operazione attuata sulla Bastogi, dal Comitato direttivo degli agenti di cambio della Borsa Valori di Milano. Le caratteristiche ed i limiti di tale Codice furono messi in luce da G. NICCOLINI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, II, p. 608, il quale evidenziò come il codice, composto da una serie di regole comportamentali vincolanti quanti avessero richiesto la collaborazione della Borsa Valori di Milano, comportava un vincolo contrattuale col Comitato, mentre la società emittente sarebbe stata obbligata alla sua osservanza solo nell'ipotesi in cui avesse prestato la sua preventiva adesione allo stesso Codice. Osservava l'A. che si trattava di "un'autodisciplina che risponde ad esigenze di carattere operativo ed il cui contenuto non ha valore di norma regolamentare poiché, ai sensi dell'art. 3, commi 1° e 2°, della l. 20 marzo 1913, n. 272 (recante «l'ordinamento delle Borse di Commercio, della mediazione e tassa sui contratti di Borsa») e ai sensi dell'art. 1, comma 2°, del r.d.l. 30 giugno 1932, n. 815 (recante «modifiche di alcune disposizioni inerenti alle Borse Valori ed agli Agenti di Cambio», convertito in l. 5 gennaio 1933, n. 118), tale potere è attribuito alle Camere di Commercio ed al Ministero del Tesoro, non al Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio, i cui compiti sono principalmente di natura tecnica. Inoltre, dal Codice esula qualsiasi preoccupazione di tutela degli interessi pubblici, essendo esso esclusivamente ispirato ad una volontà di tutela dell'azionista ed alla lealtà (il *fair-play* d'Oltremarica) della competizione che si apre con il lancio di un'O.P.A.". In termini analoghi R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 356, secondo il quale il codice, pur rappresentando uno sforzo di autodisciplina di buon livello, "per la sua origine pattizia, tuttavia, il codice rimase privo di imperatività per le società offerenti ed anche per le borse di altre città. Né esso ebbe la forza di imporre la presentazione di un'offerta rivolta a tutti gli azionisti minoritari in caso di cessione del pacco di controllo delle società quotate".

⁵ Numerose furono le iniziative legislative che precedettero la l. n. 149 del 1992: nel 1971 e nel 1974 i progetti di legge Valiante (rispettivamente in *Riv. soc.*, 1971, 1176ss. ed *ivi*, 1975, p. 793ss.); nel 1972 la proposta di legge Lombardi (in *Riv. soc.*, 1972, p. 172ss.); nel 1972 il disegno di legge Aletti e quello Aletti-Andreatta; nel 1983 e 1988 i disegni di legge Berlanda (rispettivamente in *Riv. soc.*, 1983, p. 338ss., ed *ivi*, 1988, p. 1384ss.).

⁶ La scarna disciplina a cui si fa riferimento è quella contenuta nell'art. 18 di tale legge, la quale stabiliva che "Coloro che intendono procedere all'acquisto o alla vendita di azioni o di obbligazioni convertibili mediante offerta al pubblico, devono preventivamente darne comunicazione alla Commissione nazionale per le società e la Borsa, indicando le condizioni, le modalità e i termini di svolgimento della operazione. Entro venti giorni dalla data di ricezione di tale comunicazione, la Commissione può stabilire i modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica nonché i dati e le notizie che

È, quindi, la l. 18 febbraio 1992, n. 149, ad offrire il primo modello italiano di regolamentazione legislativa di tali misure. Modello che, nello specifico, risultava chiaramente ispirato al paradigma economico liberista fortemente dibattuto oltreoceano: esso, infatti, recependo l'impostazione già seguita dal tentativo di autoregolamentazione e dalle successive proposte di legge, mai venute alla luce, di cui si è appena detto⁷, aveva inteso garantire il massimo grado di favore per l'OPA e di contendibilità delle società attraverso la previsione, a carico della società emittente, di un obbligo di passività che si può definire pressoché assoluta⁸, coinvolgendo,

deve contenere. L'omissione della comunicazione alla Commissione e l'inosservanza delle prescrizioni da essa stabilite sono punite con l'ammenda da lire 2 milioni a lire 20 milioni?. Su tale scarna disciplina, di fatto modellata sull'esempio della disciplina delle operazioni di sollecitazione al pubblico risparmio, si vedano le analisi di G. CASTELLANO, *Le offerte pubbliche di acquisto: i problemi non risolti dalla legge di riforma*, in *Giur. comm.*, 1975, I, p. 5ss., il quale rimarcava un sostanziale disinteresse per la disciplina delle offerte da parte del legislatore della riforma, M. CERA, *Offerte di acquisto o di vendita e sollecitazione del pubblico risparmio*, in *Informazione e pubblicità nell'offerta al pubblico di valori mobiliari*, a cura di Autieri, Milano 1991, p. 113ss.; A. MIGNOLI, *Riflessioni critiche sull'esperienza italiana dell'Opa: idee, problemi, proposte*, in *Riv. soc.*, 1986, I, p. 4ss.; G. NICCOLINI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 607ss.

In relazione al predetto tentativo di disciplina operato dalla l. 7 giugno 1974, n. 216, si veda, altresì, la comunicazione Consob n. B/85/1068, la quale aveva dato indicazioni limitatamente ad alcuni aspetti del procedimento, ritenendo, ad esempio, che la pubblicazione del prospetto informativo segnasse l'inizio del procedimento di offerta, che in pendenza dell'offerta le informazioni relative alla stessa sarebbero state soggette al preventivo controllo da parte della Consob e che "ogni atto o fatto, la cui conoscenza è rilevante ai fini delle scelte del risparmiatore" dovesse essere comunicato al pubblico in forma tale da rendere l'operazione trasparente.

⁷ Nel citato *Codice di comportamento* si imponeva alla società destinataria dell'offerta, e, nel caso in cui il corrispettivo fosse stato rappresentato in tutto in parte da titoli, anche all'offerente, di "astenersi dal compiere atti comunque idonei a modificare la consistenza e la composizione del proprio patrimonio sociale" (art. 25) e si auspicava che entrambi i soggetti evitassero operazioni sui titoli oggetto dell'offerta (art. 26); nella prima proposta Valiante - proposta n. 3872 del 3 dicembre 1971, pubblicata in *Riv. dir. comm.*, 1972, I, p. 52ss. - era previsto l'obbligo di astensione per gli organi della società da ogni atto e deliberazione "idonea a modificare, oltre i limiti della normale amministrazione, la consistenza e la composizione del patrimonio sociale"; nella seconda proposta Valiante - proposta n. 3345 del 19 dicembre 1974, pubblicata in *Riv. soc.*, 1975, p. 793 - da un lato, si condizionava il divieto di modificare la consistenza e la composizione del patrimonio sociale al compimento di atti non rientranti nell'ordinaria amministrazione, dall'altro si stabiliva il principio di immodificabilità dello statuto e dell'atto costitutivo della società emittente (art. 17): impostazione, quest'ultima, recepita dal legislatore nella l. n. 149 del 1992.

⁸ Descrive icasticamente un Parlamento "infatuato della logica del mercato" R. LENER, *Basta passività, difendiamo l'italianità! L'OPA obbligatoria dinanzi alla crisi dei mercati*, in *Analisi giur. econ.*, 2009, p. 54. Come ha osservato F. CHIAPPETTA, *Art. 104*, in *Commentario*

per l'intero periodo dell'offerta, non solo l'attività dell'organo amministrativo della medesima – al pari di quanto già prevedeva il modello anglosassone - ma anche quella della stessa assemblea⁹.

L'art. 16 di tale legge, infatti, da un lato, vietava alla società emittente, una volta pubblicato il prospetto informativo dell'offerta, di deliberare modifiche dell'atto costitutivo e dello statuto, a pena di un'espressa nullità delle stesse modifiche; dall'altro, imponeva agli amministratori della medesima di astenersi dal compiere operazioni che potessero modificare in maniera significativa l'attivo o il passivo della società o che li inducessero ad assumere impegni senza contropartita¹⁰.

al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova 1998, II, p. 968, la disciplina introdotta da tale legge non limitava la propria portata ai profili meramente procedurali dell'offerta, ma implicava – proprio con la previsione di una passività assoluta - “una precisa scelta di carattere sostanziale, funzionale ad assecondare i processi di «ricambio» degli assetti proprietari e riconducibile al favor per chi intendesse acquisire, attraverso la procedura dell'OPA, il controllo di una società quotata”. In effetti, come evidenziato da F. VELLA, *La passivity rule nella legge italiana sulle offerte pubbliche di acquisto e gli effetti sul mercato del controllo societario*, in *Banca, impr. soc.*, 1993, p. 219, il nostro legislatore aveva privilegiato una posizione che si collocava “ad uno degli estremi delle possibili «modulazioni» della disciplina, restringendo notevolmente lo spazio di manovra degli organi amministratori della società i cui titoli sono oggetto d'offerta, nel tentativo di realizzare una situazione di «congelamento» per tutto il periodo di durata di questa”. Una diversa interpretazione della scelta legislativa operata era stata, invece, proposta da M. MONTANARI, *Gestione dell'impresa e offerta pubblica di valori mobiliari*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 748ss. – interpretazione ribadita in ID., *L'esercizio dell'impresa durante l'offerta pubblica di titoli*, Torino 1997, p. 24ss. - secondo cui le limitazioni imposte all'emittente erano dirette non già a massimizzare le scalate azionarie, ma ad assicurare la stabilità del corso del titolo durante l'offerta d'acquisto, posto che una diversa interpretazione non sarebbe stata in grado di dare ragione del fatto che le restrizioni previste da tale disciplina - di cui a breve si dirà - si applicavano anche al proponente nell'ipotesi in cui il corrispettivo dell'offerta fosse stato costituito da titoli propri.

⁹ Una vera e propria “doppia «griglia»”, essendo diretta a condizionare non soltanto, come in parte previsto in altri ordinamenti, l'attività degli amministratori, ma anche quella dei soci: cfr., sul punto, F. VELLA, *op. ult. cit.*, p. 223, cui dev'essere ricondotta l'espressione citata.

¹⁰ L'art. 16, 2°, 3° e 4° co., della l. n. 149 del 1992, stabiliva, infatti, che “2. Dopo la pubblicazione del prospetto informativo e per tutta la durata dell'offerta è fatto divieto alla società emittente dei titoli che ne formano oggetto di deliberare modificazioni dell'atto costitutivo o dello statuto. 3. Le deliberazioni prese in violazione del comma 2 sono nulle. 4. Gli amministratori devono astenersi dal compiere operazioni che possano modificare in maniera significativa l'attivo o il passivo della società o che li inducano ad assumere impegni senza contropartita”. Il divieto a carico degli amministratori era rafforzato dalla previsione, contenuta nell'art. 35 della medesima legge, in forza della quale “Gli amministratori della società emittente dei titoli che formano oggetto dell'offerta, i quali

La regola di passività garantita dal divieto del compimento di tali operazioni – o, più in generale, dal divieto dell’assunzione di misure di difesa – si presentava inamovibile, come confermava la mancata reiterazione, nel caso di offerte pubbliche d’acquisto, della previsione dell’art. 7 di tale legge che, in tema di offerte pubbliche di sottoscrizione e di vendita, attribuiva alla Consob la facoltà di autorizzare la società emittente al compimento di atti altrimenti vietati¹¹.

In un contesto di tale sorta, le uniche attività di disturbo nei confronti dell’offerente potevano essere, al più, affidate al comunicato con cui la società emittente, successivamente alla pubblicazione dell’offerta, poteva fornire ogni dato utile per l’apprezzamento dell’offerta e la propria valutazione al riguardo¹², ovvero alle eventuali iniziative giudiziali assunte

durante il periodo di efficacia dell’offerta stessa compiono atti di cui all’art. 16, comma 4°, sono puniti con la multa da 50 milioni a 200 milioni di lire”.

¹¹ Nell’ipotesi di offerte pubbliche di sottoscrizione e di vendita, invero, l’art. 7, 1° co., della l. n. 149 del 1992, sanciva la regola secondo cui “1. Durante la pendenza dell’offerta di sottoscrizione, la società emittente e le sue controllate non possono compiere atti comunque idonei a modificare la consistenza del proprio capitale e del proprio patrimonio. La società i cui titoli formano oggetto dell’offerta e le sue controllate devono astenersi dal compiere tali atti durante l’offerta di vendita promossa da terzi”, ma, nel contempo, precisava che “Tuttavia, al fine di garantire la tutela del patrimonio sociale, la Consob può autorizzare, secondo i criteri previsti dal regolamento di cui all’art. 5, il compimento degli atti di cui al presente comma”. Nella circolare Assonime n. 125 del 1992, in *Riv. soc.*, 1992, p. 1181, si affermava che l’assenza, in materia di OPA, di un’analogha disposizione che consentisse alla Consob di autorizzare operazioni che, pur ricadendo, in astratto, nell’ambito di applicazione del divieto, potessero e dovessero essere esentate in considerazione di legittime esigenze di tutela della società emittente, fosse “indubbiamente da ascrivere a una dimenticanza dovuta alla confusa situazione nella quale la legge fu prematuramente varata”; di contrario avviso, invece, F. VELLA, *La passivity rule*, cit., pp. 235-236, critico nel rilevare come, nella disciplina dell’OPA, il legislatore avesse “in piena consapevolezza adottato una soluzione volutamente rigorosa che non lasciasse troppe «scappatoie» agli amministratori”, estrapolando solo parzialmente il testo della proposta di direttiva che, a ben vedere, attribuiva un ruolo determinante all’assemblea ed ai soci. In termini critici circa la diversa scelta legislativa compiuta anche R. WEIGMANN, *La nuova legge italiana sulle offerte pubbliche d’acquisto*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 1992, I, p. 441.

¹² Si trattava del comunicato espressamente previsto come facoltà (e non già come obbligo) dall’art. 27, 3° co., della l. n. 149 del 1992, disposizione secondo la quale “Dopo la pubblicazione dell’offerta, la società i cui titoli sono oggetto della stessa ha facoltà di pubblicare un comunicato nel quale sia esposto ogni dato utile per l’apprezzamento dell’offerta, nonché la propria valutazione al riguardo. Il testo di tale comunicato deve essere approvato dalla Consob in relazione alla sufficienza delle informazioni fornite”: a giudizio di E. BERLANDA, *La disciplina delle offerte pubbliche d’acquisto*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 883, la facoltà di pubblicare il comunicato in

dalla società emittente con lo scopo di creare un clima di ostilità¹³; *factual defenses*, quindi, ma nulla di più.

L'imposizione di una simile forma di passività a carico della società emittente - imposizione così rigida da trovare applicazione, in mancanza di una diversa indicazione, anche con riguardo ad ipotesi di OPA amichevole¹⁴ - costituiva una scelta isolata nel panorama europeo, all'interno del quale anche i modelli di regolamentazione maggiormente liberisti avevano riconosciuto, seppur con significativi temperamenti, l'ammissibilità di tecniche difensive¹⁵.

Tuttavia, il modello così adottato, benché sostanzialmente accettato dagli attori del mercato¹⁶, non era rimasto immune da critiche in dottrina,

questione costituiva l'“unico strumento avvicinabile ad una misura difensiva in corso d'opera”. Per un esame della disciplina di tale comunicato si veda D. REGOLI, *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Torino 1996, in particolare p. 51ss., ove viene desunto, in via interpretativa, un vero e proprio obbligo di diffusione del comunicato degli azionisti, come normalmente sussistente in forza del dovere generale degli amministratori di perseguire l'interesse sociale.

¹³ Cfr. F. VELLA, *Art. 16, Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli*, Commentario a cura di Renzo Costi, in *Le nuove leggi civili commentate*, Padova, 1997, p. 353, secondo cui tali azioni, “che pure possono rappresentare un serio pregiudizio al regolare svolgimento delle procedure e alla tutela degli interessi degli azionisti”, non ricadevano nella disciplina – e, quindi, nel divieto – di cui all'art. 16 della l. n. 149 del 1992.

¹⁴ L'assenza di una ragion d'essere del divieto in presenza di un'OPA amichevole, attuata con il consenso, se non anche sollecitata, dagli amministratori della società emittente, è evidenziata da E. DESANA, *Art. 104. Autorizzazione dell'assemblea*, in COTTINO, *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, Torino 1999, p. 25.

¹⁵ Era il caso del modello di regolamentazione anglosassone tracciato dal *City Code on Takeovers and Mergers*, per il quale, come si è ricordato sopra al cap. I, a partire dal 1968 l'adozione di qualsivoglia atto od operazione in grado di contrastare il successo di un'offerta doveva essere autorizzata dall'assemblea. Per un esame delle principali normative europee vigenti all'epoca dell'entrata in vigore di tale disciplina si veda F. VELLA, *La passivity rule*, cit., p. 226ss.

¹⁶ La sostanziale accettazione della regola di passività assoluta da parte del ceto manageriale italiano viene considerata una conseguenza della rilevanza quasi esclusivamente teorica, in quel momento storico, della minaccia di un'offerta ostile da A. PORTOLANO, *Un'analisi economica della passivity rule*, cit., p. 70: ricorda, infatti, l'A. che “...una ampia fetta del tessuto economico era ancora nelle mani dello Stato. Sia che l'intervento pubblico prendesse le forme dell'ente pubblico economico, esente già *de jure* dalla minaccia di un *takeover*, sia che prendesse le forme della società per azioni in mano pubblica, allo stesso modo esente, sia pure solo *de facto*, da tale minaccia, la possibilità di un'acquisizione ostile era puramente teorica”; quanto, invece, al settore privato, “lo

sia per la scelta di politica legislativa compiuta, sia per la tecnica impiegata al fine dell'individuazione dei divieti con esso proposti¹⁷.

Quanto alla scelta di politica legislativa compiuta, ad essere fatta oggetto di critiche era stata la fideistica adesione, da parte del legislatore italiano, alla tesi volta ad attribuire all'OPA una funzione disciplinare o, comunque, effetti esclusivamente positivi, in ragione dell'assunta capacità di razionalizzare la gestione della società bersaglio: tesi che, come si è visto, gli studi economici ed i dati empirici raccolti all'esito della diffusione oltreoceano delle OPA avevano già allora contribuito a mettere in discussione¹⁸.

Ma ad essere stata fatta oggetto di critiche, come si diceva, era stata anche la stessa tecnica legislativa impiegata e, nella specie, la formulazione dei divieti contenuti nell'art. 16 della legge. In particolare, il divieto, gravante sulla società emittente¹⁹, di *deliberare modificazioni dell'atto costitutivo o*

scenario era dominato da società il cui controllo era fermamente nelle mani di un gruppo di controllo stabile, sostanzialmente non scalabili”.

¹⁷ Rimarcava la difficoltà in Italia di difese contro le offerte aggressive R. WEIGMANN, *La nuova legge italiana sulle offerte pubbliche d'acquisto*, cit., p. 441, mentre frenava gli entusiasmi che avevano accompagnato la promulgazione della legge P. MONTALENTI, *La legge italiana sulle offerte pubbliche*, cit., p. 831ss., il quale osservava che “i motivi di critica, sostanziali e formali, sono gravi, consistenti e numerosi”. In termini analoghi F. VELLA, *Art. 16*, cit., p. 340ss.; ID., *La passivity rule nella legge italiana sulle offerte pubbliche di acquisto e gli effetti sul mercato del controllo societario*, in *Banca, impresa società*, 1993, p. 217ss. Più di recente anche R. LENER, *op. ult. cit.*, p. 54.

¹⁸ L'introduzione di una regola di passività assoluta è, infatti, avvenuta in un momento storico in cui - come ricorda anche C. MOSCA, *Autorizzazione dell'assemblea*, cit., p. 267 - le teorie economiche che sostenevano la validità dell'OPA rispetto al corretto funzionamento dell'economia e del mercato stavano manifestando segnali di debolezza, non fosse altro per il comportamento tenuto in alcuni casi dall'offerente successivamente alla stessa acquisizione (cfr. *supra*, capitolo I). La scelta compiuta dal legislatore italiano evoca la riflessione compiuta alcuni anni prima da G.E. COLOMBO, *La cessione dei pacchetti di controllo: considerazioni per una discussione*, in *Riv. soc.*, 1978, pp. 1443-1444, il quale, a proposito dell'ipotesi di disciplinare la cessione dei pacchetti di controllo, aveva individuato quale compito necessario dello studioso quello di “sceverare, tra le idee diffuse, ciò che si basa su fondamenti razionali da ciò che costituisce reazione emotiva ed irriflessa ai miti del momento”, soprattutto “quando l'esempio straniero rischia di venire imitato prima che, nei paesi d'origine, esso abbia superato gravi perplessità e riserve, e senza (o quasi) che nel paese imitatore esso abbia fatto oggetto di discussioni”.

¹⁹ Ma anche sui suoi amministratori nell'ipotesi di esercizio, da parte dei medesimi, della facoltà loro attribuita dall'atto costitutivo di aumento del capitale sociale: cfr. sul punto P. MONTALENTI, *op. ult. cit.*, p. 872, secondo cui in tale ipotesi la deliberazione del

dello statuto – divieto probabilmente ispirato dall’obiettivo di evitare interventi sul capitale o sulla struttura della società (come trasformazioni o fusioni) in pendenza di offerta²⁰ - risultava essere stato previsto in termini così ampi da interessare anche quelle deliberazioni che, pur modificando l’atto costitutivo o lo statuto, fossero state del tutto indipendenti rispetto all’offerta o irrilevanti al fine del suo successo²¹.

I limiti di una simile formulazione avevano indotto un’autorevole dottrina a proporre un’interpretazione della disposizione in commento, da condurre secondo il cd. criterio obiettivo-teleologico (o finalistico), volta a distinguere le modificazioni statutarie effettivamente vietate in quanto idonee a pregiudicare il successo dell’offerta, da quelle consentite in quanto ininfluenti sul suo risultato e sul suo svolgimento²². Di tale interpretazione, tuttavia, erano stati segnalati i limiti, rappresentati sia dal dato letterale della norma poco adatto a lasciare spazio ad interpretazioni restrittive sia dal rischio dell’insorgenza di conflitti circa l’individuazione delle modificazioni vietate, che sarebbe stato evitabile solo con il ricorso all’attività di un

consiglio di amministrazione avrebbe deciso la modificazione dell’atto costitutivo ed avrebbe violato il divieto in questione. In termini analoghi G. MINERVINI, *Tre pareri in tema di O.P.A.*, in *Contr. impr.*, 1995, p. 554.

²⁰ In questi termini F. VELLA, *La passivity rule*, cit., p. 223.

²¹ Così, ad esempio, era stato osservato che la disposizione in questione avrebbe finito per vietare alcune modificazioni dell’atto costitutivo che fossero risultate dovute e, quindi, indipendenti da un’eventuale volontà di influire sull’esito dell’offerta (come la riduzione del capitale sociale oltre un terzo), ovvero, altre di per sé incapaci di influire sull’esito stesso (come il cambiamento della denominazione sociale): cfr. C. SALOMÃO FILHO-M. STELLA RICHTER, *Note in tema di offerte pubbliche d’acquisto, ruolo degli amministratori ed interesse sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1993, I, p. 117, in particolare a n. 9, secondo cui l’interpretazione che sembrava doversi dare alla disposizione sarebbe stata quella secondo cui il legislatore aveva consentito di dilazionare la modificazione dell’atto costitutivo fino al momento in cui non si fosse chiusa l’offerta.

²² È la soluzione proposta da G. MINERVINI, *op. cit.*, pp. 552-553, secondo cui la finalità del divieto in questione sarebbe stata quella di escludere quelle modificazioni volte ad alterare l’oggetto dell’OPA – oggetto immediato: i titoli, oggetto mediato: la società - che ne avessero reso la realizzazione impossibile o quanto meno più difficile, anche sotto il profilo della variazione del valore; in considerazione di ciò, sarebbero sfuggite al divieto le modificazioni dell’atto costitutivo che non fossero state idonee a realizzare i risultati colpiti dal divieto (quali, ad esempio, la modificazione dell’atto costitutivo che avesse comportato la variazione del numero dei sindaci), mentre sarebbero state colpite dal divieto quelle volte a trasformare la società (variazione dell’oggetto immediato) o a scinderla (variazione dell’oggetto mediato).

soggetto terzo, quale l'autorità di vigilanza, cui tuttavia la legge non demandava alcuna competenza a riguardo²³.

Quanto, poi, alle *modifiche significative relative all'attivo o al passivo della società*, rese oggetto della condotta vietata all'organo amministrativo, la disposizione non chiariva se esse fossero rappresentate da operazioni implicanti, sul piano contabile, la variazione o l'aggiunta delle voci componenti lo stato patrimoniale, ovvero determinanti una diminuzione di attivo o un aumento del passivo della società, inteso come patrimonio²⁴.

Oltre a ciò, il carattere *significativo* che doveva necessariamente connotare le *modifiche*, al fine di renderle vietate, aveva posto l'ulteriore dubbio concernente la possibilità che il divieto si riferisse ai soli atti di straordinaria amministrazione, secondo un criterio di tipo qualitativo, non potendosi, però, escludere quelle iniziative, anche di gestione ordinaria, che fossero però idonee ad incidere in modo significativo sul patrimonio della

²³ F. VELLA, *Art. 16*, cit., pp. 334-335. Va segnalato, peraltro, come la circolare Assonime n. 125 del 1992, cit., p. 1186, ritenendo particolarmente gravoso il vincolo imposto alla società emittente – e ciò anche in considerazione del fatto che, come si è sopra ricordato, esso non prevedeva alcun potere autorizzatorio in capo alla Consob, così come previsto dall'art. 7 della legge per la disciplina dell'offerta pubblica di sottoscrizione o di vendita - avesse auspicato che la Consob supplisse “in qualche misura, in linea pratica, alla lacuna rendendosi disponibile a fornire, nei casi dubbi, il parere sulla incidenza o meno di singole operazioni nell'ambito di applicazione del divieto”.

²⁴ A riguardo, si era osservato che pur sembrando questa seconda interpretazione maggiormente aderente alle intenzioni del legislatore, oltre che maggiormente in linea con l'analoga previsione in tema di offerte pubbliche di sottoscrizione e di acquisto (art. 7, 1° co., della l. n. 149 del 1992: cfr. *supra*, nota 11) l'interpretazione che vietava operazioni implicanti, sul piano contabile, la variazione o l'aggiunta delle voci componenti lo stato patrimoniale si presentava come maggiormente rigorosa e, quindi, sotto tale aspetto dovesse considerarsi preferibile: così C. SALOMÃO FILHO-M. STELLA RICHTER, *op. cit.*, p. 117, secondo cui sarebbe stato “vietato agli amministratori alienare, per esempio, uno stabilimento industriale anche se ad un prezzo tale da non comportare una perdita patrimoniale”: il che sarebbe stato “certamente in linea con la *ratio* della disposizione”.

società, secondo un criterio di tipo quantitativo²⁵: soluzioni che nell'uno e nell'altro caso si rilevavano non appaganti²⁶.

Infine, quanto al divieto, anch'esso a carico degli amministratori, di assumere *impegni senza contropartita*, si era osservato come si trattasse di una previsione che, pur volta a prevenire accordi in grado di conferire a terzi la possibilità di rilevare una parte della società a condizioni particolarmente vantaggiose, era in grado di trasformarsi in una limitazione non sempre corrispondente alle finalità della legge, stante le difficoltà di identificare esattamente la *contropartita* e stante l'assenza, in questo caso, di un riferimento alla *significatività* dell'atto²⁷.

In conclusione, il modello prescelto dal legislatore presentava aspetti di criticità non trascurabili, principalmente dovuti alla scarsa chiarezza della

²⁵ Secondo C. SALOMÃO FILHO-M. STELLA RICHTER, *op. cit.*, pp. 122-123, la disciplina in questione – e, in particolare, l'espressione “in maniera significativa” – avrebbe fatto riferimento ad un criterio di tipo quantitativo, sicché anche le operazioni di ordinaria amministrazione sarebbero rientrate nel divieto allorché avessero inciso, in maniera significativa appunto, sul patrimonio della società.

²⁶ Si noti, infatti, che allorché si fosse limitato il divieto al compimento degli atti di straordinaria amministrazione – atti tra i quali erano stati agevolmente annoverati le cessioni di azienda, di rami d'azienda e lo smobilizzo di beni della società (Cfr. R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 586. In termini analoghi P. MONTALENTI, *La legge italiana sulle offerte pubbliche*, cit., p. 873, secondo cui sarebbe stato vietato “alienare cespiti cd. «strategici» dell'azienda, trasferire partecipazioni rilevanti, concludere contratti esorbitanti della gestione ordinaria, prestare garanzie per società controllate”) – si sarebbero escluse operazioni che, pur rientrando nella gestione corrente, avrebbero potuto essere attuate come vere e proprie misure difensive: il caso era quello, evidenziato da F. VELLA, *op. cit.*, p. 852, di operazioni che avrebbero potuto essere “sia il risultato di una programmata scelta imprenditoriale di diversificazione e di riorganizzazione, sia il tentativo di introdurre elementi di disturbo nella futura gestione dell'offerente, una volta acquistato il controllo della società *target*”. Diversamente, allorché si fosse esteso il divieto anche agli atti di ordinaria amministrazione incidenti significativamente sul patrimonio della società, si sarebbe rischiato di impedire anche atti di gestione corrente il cui compimento fosse stato indispensabile per la vita della società: l'ipotesi era quella, evidenziata da E. DESANA, *Opa e tecniche di difesa*, cit., p. 77, del rinnovo di affidamenti già predisposti, la cui assoggettabilità al divieto di cui all'art. 16 avrebbe finito per porre in seria difficoltà la società emittente, con conseguente possibile diminuzione del suo valore patrimoniale della stessa e, dunque, con conseguente perdita di interesse per l'offerente ed ostacolo all'offerta.

²⁷ F. VELLA, *La passivity rule*, cit., pp. 240-241, secondo cui le difficoltà interpretative si sarebbero poste sia con riferimento agli atti che, pur a titolo gratuito, fossero appartenuti alla normale prassi gestionale e fossero stati strumentali rispetto all'oggetto della società, sia con riferimento ad alcune operazioni di ausilio finanziario a favore di terzi legate ad un compenso.

formulazione della relativa previsione normativa, tale da pregiudicare la corretta applicazione in caso di OPA²⁸. Sotto altro profilo, tale modello e, in particolare, il palese favore con esso dimostrato nei confronti dell'offerente attraverso la previsione della passività assoluta della società emittente²⁹, finiva per far aumentare il rischio di conseguenze opposte rispetto a quelle auspiccate dal legislatore: un indebolimento della raccolta di disponibilità attraverso il capitale di rischio e, allo stesso tempo, un maggior ricorso da parte delle società alla predisposizione di misure di difesa preventiva, tese così a vanificare gli effetti di una scelta di politica legislativa intransigente³⁰.

2. L'assenza di una disciplina specifica delle misure di difesa preventiva.

La possibilità, niente affatto remota, della predisposizione di misure di difesa di tipo preventivo, quale sorta di riflesso condizionato all'introduzione di una regola di passività assoluta, mette in luce la scarsa preoccupazione del legislatore alla regolamentazione, anche solo parziale, di tale diversa tipologia di misure.

²⁸ Dubbi che erano stati manifestati anche all'indomani dell'OPA lanciata da Credito Italiano S.p.A. sulle azioni del Gruppo Bancario Credito Romagnolo S.p.A.: cfr. M. RIGOTTI, *L'opa Credito Romagnolo*, in *Riv. soc.*, 1996, p. 158ss.

²⁹ La netta presa di posizione in favore dell'offerente assunta dal legislatore era stata da subito evidenziata da F. VELLA, *La passivity rule*, cit., p. 221; F. CHIAPPETTA, *op. cit.*, p. 968. Critico anche F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio di titoli*, in *Soc.*, 1992, p. 597, secondo cui il legislatore aveva abbandonato la neutralità che avrebbe dovuto caratterizzare la disciplina dei rapporti di forza tra offerente e società bersaglio.

³⁰ Cfr. F. VELLA, *La passivity rule*, cit., pp. 259-260, il quale osservava come la «blindatura» delle società avesse l'effetto, da un lato, di rendere ancora più difficoltosa la creazione di un mercato del controllo e, dall'altro, di ridurre sensibilmente le garanzie di un efficiente funzionamento della organizzazione societaria. L'imperfezione del modello era stata evidenziata anche da C. SALOMÃO FILHO-M. STELLA RICHTER, *op. cit.*, p. 127, secondo cui le più efficaci tecniche difensive si sarebbero attuate *prima* che qualcuno fosse stato indotto a cominciare una scalata sulla società.

La l. 18 febbraio 1992, n. 149, infatti, non contemplava alcuna disposizione orientata in tal senso, benché fosse noto da tempo il potenziale difensivo di tali diverse misure³¹ e, soprattutto, benché l'opzione prescelta in ordine a quelle eventualmente assunte successivamente all'offerta fosse stata improntata, come appena ricordato, ad un modello di spiccata intransigenza nei confronti delle società emittente.

Ma proprio muovendo dalla scelta espressa tale modello e dalla regola di passività assoluta adottata per la regolamentazione delle misure di difesa successiva, era stato sollevato il dubbio della legittimità di quelle misure che, pur predisposte al di fuori del periodo d'offerta – e, quindi, non ricadenti nel divieto – avrebbero pur sempre avuto l'effetto di rendere impossibili o, comunque, difficili eventuali scalate non gradite; si era così affermato che, elevando a principio di ordine pubblico un *favor* per l'OPA, inclusivo del rafforzamento delle sue possibilità di successo attraverso l'eliminazione di ostacoli opposti già prima del suo lancio, si sarebbe potuta ipotizzare una limitazione dell'autonomia statutaria delle società quotate nei mercati regolamentati, tale da rendere inopponibile a chi avesse lanciato un'OPA sulle azioni della società protetta da tali clausole il contenuto delle stesse³².

Il dubbio, in verità, era rimasto isolato e la mancanza di una specifica disciplina sul punto aveva fatto concludere nel senso della legittimità del ricorso a tali misure, purché adottate prima della pubblicazione del prospetto informativo – momento, quest'ultimo, a partire dal quale avrebbe operato il divieto di cui all'art. 16 della legge n. 149 del 1992 – e purché, ovviamente, non si fosse trattato di misure oggetto di un autonomo divieto

³¹ Osservava A. MIGNOLI, *Riflessioni critiche sull'esperienza italiana dell'opa*, cit, pp. 10-11, che “Le fortificazioni devono essere costruite in periodo di pace: un tempestivo acquisto di azioni proprie, la conoscenza della ripartizione del capitale, la sorveglianza del mercato, il sostegno del corso del titolo, la conclusione di solide alleanze (anche attraverso sindacati di blocco), sono alcune delle misure (oltre a quelle di carattere psicologico: un dialogo costante con gli azionisti, il sostegno del personale) che potranno dissuadere dall'attacco eventuali aspiranti aggressori”.

³² Così L. BARBIERA, *Riflessi della legge sulle offerte pubbliche aventi ad oggetto valori mobiliari sulla libertà contrattuale dei soggetti interessati alle offerte e sull'autonomia statutaria delle S.p.A. quotate nei mercati regolamentati*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, I, p. 588.

da parte della legge³³. Conclusione formalmente corretta ma, lo si ribadisce, emblematica dell'incapacità del modello prescelto a conseguire gli obiettivi "disciplinari" che lo stesso aveva inteso perseguire.

3. La regolamentazione delle misure di difesa nel d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, ed il ruolo riconosciuto all'assemblea dei soci.

I numerosi aspetti di criticità messi in luce dalla disciplina contenuta nella l. 18 febbraio 1992, n. 149, non ultimo il rischio appena ricordato che le società, nel timore di subire iniziative ostili, finissero con il blindarsi o con il rinunciare alla quotazione, realizzando effetti opposti a quelli desiderati, avevano indotto il legislatore italiano, nell'ambito di una più generale ridefinizione della disciplina dell'OPA, ad una modifica della regolamentazione delle stesse misure di difesa.

La modifica era stata realizzata con il d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*³⁴, il quale aveva introdotto nel nostro ordinamento un modello di regolamentazione delle misure in questione che, prescindendo da una netta valutazione del fenomeno dell'OPA e, soprattutto, dal marcato favore alle offerte precedentemente manifestato, aveva più cautamente previsto l'eventualità che esse potessero essere ostacolate, pur limitandosi individuare il soggetto che sarebbe stato chiamato ad esprimersi. In particolare, l'art. 104, 1° co., del t.u.f., nella sua originaria formulazione, aveva stabilito che "1. *Salvo autorizzazione dell'assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di*

³³ A riguardo, F. VELLA, *La passivity rule*, cit., p. 260, aveva da subito evidenziato come alcuni strumenti «tradizionali», già conosciuti dalla prassi societaria italiana (quali, ad esempio, i sindacati azionari, le clausole statutarie volte ad una più alta partecipazione a talune decisioni o a regolare la nomina degli amministratori), con tale disciplina potessero trovare non solo applicazione, ma addirittura "una rinnovata vitalità in funzione «anti-scalata»".

³⁴ Di seguito, nel testo, si utilizzerà anche solo l'abbreviazione t.u.f.

*competenza, le società italiane le cui azioni oggetto dell'offerta sono quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. Le assemblee deliberano anche in seconda o in terza convocazione, con il voto favorevole di tanti soci che rappresentano almeno il trenta per cento del capitale. Resta ferma la responsabilità degli amministratori e dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiuti*³⁵.

Pur non mancando di sollevare alcune questioni interpretative di rilievo, talora legate alla sua stessa formulazione – questioni di cui si darà conto nel prosieguo, non fosse altro per una valutazione circa il loro effettivo superamento per effetto del recepimento della disciplina comunitaria - la disposizione in questione aveva introdotto un modello di regolamentazione delle misure di difesa il cui tratto maggiormente significativo era rappresentato dal ruolo preponderante assunto dall'assemblea dei soci, alla quale il legislatore nazionale, sull'esempio del modello inglese, aveva assegnato il compito di autorizzare gli amministratori all'adozione di simili misure, anche quando fossero rientrate nella competenza di questi ultimi³⁶. Il legislatore, in altri termini, aveva deciso di introdurre la *passivity rule* in capo agli amministratori, rimettendo alla compagine sociale – e, quindi, ai soggetti titolari dell'investimento interessato dall'OPA – la decisione ultima sull'offerta, decisione da assumersi sotto forma di un potere interdittivo circa il compimento, da

³⁵ L'art. 104 t.u.f. proseguiva, al suo 2° co., con la previsione secondo cui “*I termini e le modalità di convocazione delle assemblee da tenersi in pendenza dell'offerta sono disciplinati, anche in deroga alle vigenti disposizioni di legge, con regolamento emanato dal Ministro di Grazia e giustizia, sentita la Consob*”.

³⁶ Era il caso, ad esempio, della cessione di partecipazioni, della vendita di cespiti aziendali, del proponimento di azioni giudiziarie contro l'offerente. In termini analoghi la circolare Assonime n. 13 del 1999, p. 16, secondo cui l'attribuzione all'assemblea della competenza a decidere circa gli atti o le operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, non aveva inteso limitare tale competenza con riferimento alle materie che già *ex lege* erano riservate all'organo assembleare (quali, ad esempio, le modifiche statutarie), bensì estenderla a materie sulle quali era ordinariamente competente l'organo amministrativo.

parte dei primi, di qualunque atto od operazione, sia di straordinaria, sia di ordinaria gestione che avesse potuto essere adottato per contrastarne il successo³⁷.

Al rischio che un simile potere interdittivo non fosse esercitato dagli azionisti, mediante l'espressione del voto, in modo sufficientemente informato, il legislatore aveva cercato di porre preventivo rimedio attraverso la previsione, a carico degli amministratori, di un dovere di "assistenza informativa", permanente, ulteriore e distinto rispetto a quello di astensione³⁸, dovere che avrebbe trovato le sue principali espressioni nel comunicato dell'emittente, imposto dall'art. 103 t.u.f., e nelle relazioni illustrative delle singole proposte assembleari, precedenti l'assemblea stessa, messe a disposizione dei soci dagli amministratori³⁹.

In ogni caso, nonostante l'attribuzione all'assemblea della competenza all'autorizzazione all'adozione di misure di difesa, l'assunzione di ogni iniziativa a proporre le misure sarebbe spettata agli stessi amministratori,

³⁷ Come osservato da A. TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale e "supervisione" degli azionisti*, cit., p. 199, il riconoscimento di un margine di intervento dei soci era successivamente coesistito con l'opzione, manifestata dal legislatore della riforma del diritto societario, di "spostare il baricentro del potere decisionale verso i gestori dell'impresa" e, quindi, con la conseguente e significativa erosione della sfera di competenza dell'assemblea.

³⁸ D. REGOLI, *Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo dei soci in pendenza di opa*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 793, per il quale le disposizioni attributive di doveri degli amministratori della società emittente e quelle di poteri collettivi di intervento ai soci, pur tecnicamente assai diversi, risultano collegate da una *ratio* comune o a base largamente comune, rappresentata da "l'intento di assicurare una più efficace tutela degli azionisti oblati attraverso una scelta di fondo, definibile in senso molto ampio come interrelazione attiva fra ruolo istituzionale degli amministratori della società bersaglio e diritti e poteri degli azionisti della società stessa". La relazione tra dovere di astensione ed obbligo di fornire ai soci tutte le informazioni necessarie per decidere sull'offerta è stata evidenziata anche da A. TUCCI, *op. ult. cit.*, p. 200.

³⁹ Va ricordato, infatti, come ai sensi dell'art. 3, d.p.r. 5 novembre 1998, n. 437, adottato dall'allora Ministro di Grazia e Giustizia ai sensi della versione previgente dell'art. 104, 2° co, t.u.f., ed applicabile con riferimento alle assemblee convocate prima del 31 ottobre 2010, gli amministratori fossero tenuti "a mettere a disposizione del pubblico presso la sede sociale e presso la società di gestione del mercato di quotazione, almeno quindici giorni prima di quello fissato per l'assemblea, una relazione sulle proposte concernenti le materie poste all'ordine del giorno".

tanto che sui medesimi sarebbe ricaduta la relativa responsabilità⁴⁰: in altre parole, la disciplina così introdotta, pur allargando l'ambito delle competenze dell'assemblea e, quindi, dell'organo deliberativo della volontà dei soci, non riconosceva a questi ultimi la facoltà di sostituirsi agli amministratori nell'assunzione delle misure difensive, avendo essi unicamente la possibilità di esprimersi di fronte all'alternativa fra l'approvazione o il veto circa la scelta difensiva indicata dagli amministratori.

La relativa previsione normativa non aveva espressamente specificato che tale autorizzazione assembleare dovesse intervenire *dopo* il lancio dell'OPA ed una simile mancata specificazione aveva indotto a dubitare che l'autorizzazione potesse essere concessa in qualsiasi momento e, quindi, anche prima del lancio della stessa offerta: tuttavia, se così fosse stato, la previsione avrebbe finito per regolare solo i termini e le modalità di convocazione delle assemblee da tenersi in pendenza dell'offerta⁴¹. A fronte di un simile dubbio era, però, prevalsa l'opinione contraria⁴², la quale portava ad impedire la possibilità di ottenere un'autorizzazione preventiva all'offerta e, quindi, un'autorizzazione assunta senza conoscere le condizioni dell'offerta, se non anche la stessa possibilità di un suo impiego in chiave

⁴⁰ Ciò, secondo parte della dottrina, anche nell'ipotesi di responsabilità nei confronti della società: si veda cap. III, par. 11.

⁴¹ Si veda la critica di M. LISANTI, *L'abrogazione della l. n. 149/1992 fra il testo unico della finanza e la prossima direttiva UE sulle opa*, in *Corr. giur.*, 1998, p. 467, n. 110, secondo cui l'art. 104 t.u.f., come sopra richiamato, occupandosi dei termini e delle modalità di convocazione delle assemblee da tenersi in pendenza dell'offerta avrebbe lasciato intendere "che anche assemblee tenute prima dell'offerta possano deliberare su questo punto".

⁴² Cfr., tra i primi commenti, R. WEIGMANN, *La nuova disciplina delle O.P.A.*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, a cura di F. Corsi, R. Costi, P. Ferro Luzzi, A. Gambino, P.G. Jaeger, A. Patroni Griffi, Milano 1998, p. 200, il quale evidenziava la necessità di un'assemblea dei soci "appositamente convocata in pendenza dell'OPA". Per un richiamo alla lettera della norma E. DESANA, *Opa e tecniche di difesa*, cit., pp. 105-106, secondo cui si potevano anche invocare sia l'utilizzo da parte del 1° co. dell'art. 104 t.u.f., allora vigente, del termine *offerta* al singolare, "riferito evidentemente all'offerta pendente", nonché il rinvio, operato dal 2° co. della medesima disposizione, ad un regolamento ministeriale finalizzato a determinare i termini e le modalità di convocazione delle assemblee da tenersi in pendenza dell'offerta".

difensiva⁴³. In tal caso, infatti, si sarebbe offerto un facile strumento elusivo della necessaria approvazione assembleare e, in definitiva, del riconoscimento del ruolo dell'assemblea dei soci contenuto nella regola in questione.

4. Il perimetro di applicazione del modello.

Come si anticipava, però, anche la disposizione introdotta dal t.u.f. non aveva mancato di sollevare alcune questioni interpretative con una immediata ricaduta pratica.

La prima di tali questioni, quantomeno da un punto di vista logico, era rappresentata dall'esatta individuazione del perimetro di applicazione della disciplina delle misure difensive, tanto vista sotto un aspetto che potremmo definire oggettivo, vale a dire con riferimento alla tipologia di offerta, quanto sotto uno soggettivo, con riferimento alle società destinatarie del modello di regolamentazione.

In relazione al primo aspetto, ci si era chiesti, in particolare, se tale modello – ma la questione può essere estesa, più in generale, ad *ogni modello* di regolamentazione delle misure di difesa - trovasse applicazione alla sola ipotesi di OPA volontaria ovvero anche a quella di OPA obbligatoria, nella quale, come sopra ricordato, il lancio dell'offerta consegue ad un obbligo

⁴³ Cfr. circolare Assonime n. 13 del 1999, pubblicata in *Riv. soc.*, 1999, p. 33ss. e, in particolare, p. 51, in cui era stato ritenuto che la necessità di una deliberazione specifica discendesse dalla circostanza che, nell'assumere la precedente deliberazione, i soci non si sarebbero potuti porre il problema del contrasto dell'operazione stessa con il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. Sulla questione dell'esecuzione di atti deliberati prima dell'offerta ma da eseguirsi successivamente si veda la comunicazione Consob n. DIS/99085578 del 19 novembre 1999, *Quesito relativo all'art. 104 del d.lgs. n. 58/98 (operazioni programmate in un periodo antecedente al lancio dell'opa)*, consultabile in www.consob.it, nonché il cap. III, par. 8.

imposto dalla legge al superamento di determinate soglie di possesso azionario⁴⁴.

Accanto a chi aveva osservato che la *ratio* della disposizione di regolamentazione delle misure di difesa sembrasse quella di disciplinare il comportamento della società emittente nella sola ipotesi di OPA obbligatoria, in ragione delle rilevanti conseguenze che il successo di tali operazioni avrebbe potuto determinare nella modifica dell'assetto proprietario della società⁴⁵, non era mancato chi, all'opposto, l'aveva ritenuta applicabile unicamente all'ipotesi di OPA volontaria, ciò in quanto l'estensione della *passivity rule* anche all'ipotesi di OPA obbligatoria avrebbe potuto sollevare alcune perplessità, tenuto conto che in tale seconda ipotesi il riconoscimento di una facoltà di difesa in favore della società emittente avrebbe potuto portare all'insuccesso di un'offerta il cui lancio veniva direttamente imposto dalla legge⁴⁶.

La collocazione della disposizione in questione nella sezione dedicata, oltre che intitolata, alle “*Disposizioni generali*” dell'OPA aveva, però, fatto propendere per la riferibilità del modello a tutte le ipotesi di offerta⁴⁷:

⁴⁴ Cfr. *supra*, cap. I.

⁴⁵ Così C. MOSCA, *Autorizzazione dell'assemblea*, cit., p. 284.

⁴⁶ Così E. DESANA, *Opa e tecniche di difesa*, cit. p. 86, secondo cui si sarebbe potuto ritenere che quando era lo stesso legislatore ad imporre un'OPA totalitaria, non vi fosse spazio per una valutazione sulla sua convenienza da parte della società emittente e dunque per il ricorso ad una strategia difensiva, ma sarebbe stato “semplicemente rimesso ai suoi azionisti la scelta se aderirvi o meno”.

⁴⁷ Ciò è quanto rilevava C. MOSCA, *Autorizzazione dell'assemblea*, cit., p. 284, secondo cui la suddivisione della relativa disciplina in due sezioni intitolate, rispettivamente, “*Disposizioni generali*” e “*Offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*” autorizzava ad interpretare la norma, collocata nella prima delle due sezioni, come applicabile, oltre che all'OPA obbligatoria, anche a quella facoltativa. Si noti, peraltro, come l'A. fosse giunta alla medesima conclusione anche osservando come la disposizione in materia di misure di difesa facesse riferimento alle azioni *tout court*, mentre le disposizioni in materia di OPA obbligatoria facessero riferimento unicamente alle “azioni ordinarie” (e, quindi, la norma in commento detta, in realtà, una disposizione in tema di *passivity rule* applicabile anche in caso di offerta volontaria, a condizione che avesse avuto ad oggetto titoli azionari indipendentemente dalla loro categoria di appartenenza “quindi anche in caso di offerta promossa su azioni diverse da quelle ordinarie”). La collocazione era stata presa in considerazione al fine di attribuire alla disposizione la natura di norma “procedurale” e non “sostanziale” da R. D'AMBROSIO, *Artt. 102-112*, in *Il testo unico della intermediazione*

conclusione, questa, che risultava coerente anche con la scelta legislativa di rimettere all'assemblea degli azionisti della società emittente la valutazione dell'OPA – e, in definitiva, la valutazione circa l'adozione di misure di contrasto - a prescindere da una circostanza estranea ed irrilevante per gli azionisti stessi (oltre che per i loro interessi), quale quella secondo cui il lancio dell'offerta fosse conseguente ad un atto volontario ovvero ad un obbligo di legge⁴⁸.

E sempre la scelta legislativa di rimettere all'assemblea degli azionisti della società emittente la valutazione dell'OPA (e, come appena detto, la valutazione circa l'adozione delle misure di contrasto alla medesima), aveva consentito di risolvere un ulteriore dubbio riguardante l'ambito di applicazione del modello sotto il profilo oggettivo, rappresentato dalla sua operatività nell'ipotesi di OPA concordata con gli amministratori della società emittente: dubbio che era stato risolto positivamente, tenuto conto delle ipotesi in cui, pur a fronte dell'accordo tra amministratori ed offerente, vi fosse stata in capo ai soci e, in particolare, ai soci di minoranza, la volontà di contrastare l'offerta⁴⁹.

Chiarito l'ambito oggettivo di applicazione del modello, in ragione delle diverse tipologie di offerta, va evidenziato come, sotto un profilo soggettivo, l'art. 104 t.u.f. lo riferisse non a tutte le *società italiane*, ma solo a quelle le cui azioni, oggetto dell'offerta, fossero state *quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi europei*.

Una simile scelta legislativa era stata ritenuta giustificata non solo dai limiti della delega legislativa – ciò, principalmente, nel riferimento alle sole

finanziaria, Commentario al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, a cura di Rabitti Bedogni, Milano 1998, p. 599.

⁴⁸ In termini analoghi anche E. DESANA, *op. ult. cit.*, p. 87, secondo la quale, però, l'estensione della disciplina delle misure difensive anche all'OPA obbligatoria sollevava alcuni dubbi interpretativi, dovuti al sicuro effetto che tali misure avrebbero avuto sul costo dell'OPA, aumentandolo, ed all'impossibilità per l'offerente di revocare la propria proposta nonostante tale aumento del costo dell'operazione.

⁴⁹ L'applicazione della disposizione anche alle ipotesi di OPA amichevoli è riconosciuta anche da A. TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale e "supervisione" degli azionisti*, cit., p. 200, n. 11.

società quotate⁵⁰ - ma, soprattutto, dall'esigenza di rendere omogenee per tutte le società italiane il modello accolto dal t.u.f. per la regolamentazione dei comportamenti in pendenza di OPA, ciò anche al fine di evitare una situazione in cui le società italiane potessero privilegiare il mercato comunitario di quotazione rispetto a quello nazionale, o viceversa, a seconda della più favorevole disciplina operante in uno di essi⁵¹. Conseguenza di ciò era, in conclusione, che tutte le società quotate italiane risultassero assoggettate ad un identico modello di regolamentazione delle misure di difesa e che, pertanto, l'OPA cd. domestica, vale a dire promossa su una società italiana da parte di altra società italiana, sarebbe stata, sotto questo profilo, un'offerta "ad armi pari"⁵².

5. L'individuazione degli atti vietati: la nozione di atti ed operazioni che possono contrastare gli obiettivi dell'offerta e l'interpretazione della Consob.

Un'ulteriore questione interpretativa di rilievo che caratterizzava il modello di regolamentazione del fenomeno adottato dal t.u.f. era rappresentato dall'individuazione delle attività precluse all'organo amministrativo in mancanza di autorizzazione assembleare; invero, sulla scorta del modello inglese e con una tecnica legislativa che, come si dirà più avanti, è stata successivamente confermata anche in sede comunitaria, il

⁵⁰ R. D'AMBROSIO, *op. cit.*, p. 599.

⁵¹ C. MOSCA, *op. cit.*, p. 286. Per E. DESANA, *Opa e tecniche di difesa*, cit., pp. 78-79, la limitazione in questione avrebbe confermato che il nostro ordinamento assegnava alla regola in tema di *passivity* natura di norma societaria e non di mercato e sarebbe stata dettata dalla circostanza che la relativa prescrizione avrebbe inciso sulla capacità degli organi della società bersaglio, introducendo uno spostamento di competenza dagli amministratori all'assemblea, e quindi su un aspetto che avrebbe dovuto essere regolato esclusivamente dalla legge del paese di "incorporazione".

⁵² Ciò non escludeva, tuttavia, che in un medesimo mercato potessero coesistere società con modelli differenti di regolamentazione delle misure difensive, e ciò unicamente sulla base della nazionalità dell'impresa bersaglio.

legislatore aveva rinunciato a fornire una tipizzazione delle operazioni vietate ed aveva introdotto, a tal fine, un'ampia formulazione che ne consentisse di volta in volta l'identificazione: le misure difensive vietate in pendenza di offerta erano state, infatti, individuate negli "*atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta*".

Un significativo contributo all'interpretazione di quella che in dottrina che è stata parificata ad una clausola generale⁵³ era stato offerto dalla Consob, nell'esercizio della propria attività di indirizzo: con una comunicazione che conserva ancor oggi un'indiscussa utilità, la Commissione, investita della questione, aveva, dapprima, precisato il significato da attribuire ai termini *atti ed operazioni*, necessari (pur se non sufficienti) ad identificare la condotta vietata in pendenza dell'offerta; quindi, determinato i criteri funzionali a ravvisare la loro *idoneità a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta*⁵⁴.

In particolare, dopo aver precisato che gli atti e le operazioni in questione dovevano essere quelli attribuibili alla società e, quindi, quelli posti in essere dagli amministratori nell'ambito del rapporto organico intrattenuto con l'ente, la Consob aveva stabilito, quanto al primo dei due aspetti, che il termine *atti*, in mancanza di indici contrari, dovesse essere inteso conformemente alla definizione che la dottrina generale del diritto dà degli *atti giuridici*, "che sono quei fatti caratterizzati dalla presenza di un comportamento umano a cui l'ordinamento ricollega effetti giuridici"⁵⁵, con

⁵³ In questi termini R. LENER, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto e scambio*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, II, p. 253.

⁵⁴ Il riferimento è alla comunicazione Consob n. DAL/99039392 del 18 maggio 1999, *Nozione di atti o operazione che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta*, consultabile in www.consob.it, resa in un'ipotesi in cui l'organo di amministrazione della società emittente aveva posto in essere, successivamente al lancio dell'offerta, un progetto di integrazione con l'organo di amministrazione di una società terza rispetto all'offerta; progetto finalizzato alla costituzione di una nuova società, la quale avrebbe lanciato un'offerta pubblica di scambio, all'esito della quale la nuova società avrebbe conseguito il controllo della società emittente e della società terza.

⁵⁵ Sul punto, la citata comunicazione Consob n. DAL/99039392 si richiama ai contributi di F. SANTORO PASSARELLI, *Atto giuridico* (voce), in *Enc. dir.*, IV, Milano 1959, p. 203ss., e A. FALZEA, *Fatto giuridico* (voce), *ivi*, XVI, Milano 1967, p. 941ss..

esclusione, pertanto, delle dichiarazioni di scienza, degli atti di accertamento o delle espressioni di giudizi che di per sé non siano produttivi di effetti giuridici⁵⁶; quanto al termine *operazioni* che, così intesi gli atti, esso si riferisse ad una loro specificazione, sì da comprendere nel divieto anche serie di atti fra loro collegati per la realizzazione di un determinato obiettivo, anche non emergente dalla considerazione distinta dei singoli atti⁵⁷.

In relazione, poi, al secondo aspetto, rappresentato dall'individuazione degli *obiettivi dell'offerta* - obiettivi ai quali misurare l'*idoneità* degli atti e delle operazioni *a contrastarli* - la Consob, implicitamente escludendo che tale locuzione potesse riferirsi, più in generale, agli obiettivi di politica legislativa in materia di OPA⁵⁸, aveva ritenuto che essi fossero rappresentati non solo dall'acquisto di una determinata percentuale del capitale dell'emittente ad un determinato prezzo unitario e con un determinato esborso finanziario complessivo; ma anche dall'intenzione, dichiarata nel documento d'offerta, di acquisire il controllo della società e, pertanto, anche dalla possibilità materiale di esercitare il controllo o, ancora, di acquistare l'insieme dei beni materiali e immateriali, ivi compreso l'avviamento nell'esercizio di una determinata impresa, che costituiscono il patrimonio della società⁵⁹.

⁵⁶ Aggiunge sul punto la comunicazione in questione che “ritenere... che la legge abbia inteso assegnare rilievo, tramite una clausola generale, ad atti che non costituiscono o modificano situazioni giuridicamente rilevanti, condurrebbe ad una incertezza applicativa difficilmente superabile e ad un rischio di completo immobilismo dei soggetti che si trovano in rapporto organico con la società”.

⁵⁷ Nel senso che le *operazioni* oggetto del divieto comprendano “più atti legati da un disegno unitario” è M. LISANTI, *L'abrogazione della l. n. 149/1992*, cit., p. 466.

⁵⁸ Il dubbio che il riferimento agli obiettivi dell'offerta potesse essere rivolto agli obiettivi di “politica legislativa” che avevano guidato la redazione di tale nuova disciplina dell'OPA era stato posto da C. MOSCA, *Autorizzazione dell'assemblea*, cit., p. 272, pur se immediatamente escluso sul presupposto che gli obiettivi di carattere generale perseguiti dalla disciplina dell'OPA rispondessero “ad esigenze di natura più ampia rispetto alla conservazione della libertà di azione della società bersaglio – quali quelle relative al corretto funzionamento ed all'efficienza del mercato mobiliare -, esigenze che, per loro natura, non sono derogabili nemmeno di fronte ad un'ipotetica autorizzazione assembleare rilasciata con il voto unanime degli azionisti”.

⁵⁹ Vi si legge nella predetta comunicazione che “Semplificando, un'offerta è normalmente volta ad acquistare con un certo esborso finanziario il controllo di una società che ha determinate caratteristiche strutturali e patrimoniali”.

Rispetto ad obiettivi così individuati, la Consob aveva distinto tre diverse categorie di atti ed operazioni idonei a contrastarli:

i) una prima categoria, rappresentata dagli atti finalizzati ad incrementare il costo necessario per raggiungere il quantitativo di adesioni che l'offerente avesse inteso raggiungere. In tale ambito, la Commissione vi aveva fatto rientrare le operazioni di aumento di capitale o di conversione in azioni con diritto di voto di altri strumenti finanziari, di riduzione del valore percentuale del quantitativo di azioni oggetto dell'offerta, salvo che l'offerente non avesse optato per un esborso complessivo maggiore; l'acquisto di azioni proprie da parte dell'emittente, stante la sua capacità di ridurre la platea dei potenziali aderenti all'operazione, di rafforzare la posizione dell'attuale controllante ed incidere sul prezzo di mercato dei titoli;

ii) una seconda categoria, rappresentata dai comportamenti volti a mutare, anche con effetto differito, le caratteristiche patrimoniali ed aziendali della società emittente. In tale ottica, tra i comportamenti volti a mutare le caratteristiche patrimoniali, la Commissione vi aveva fatto rientrare atti come le cessioni di beni e altre componenti dell'attivo, le operazioni di fusione o di scissione, atti tesi ad incrementare il peso dell'indebitamento finanziario sul bilancio della società o l'avvio di una politica di acquisizioni; tra i comportamenti volti a mutare le caratteristiche aziendali, invece, l'imprevisto abbandono di attività d'impresa o l'improvvisa modifica di politiche industriali o commerciali;

iii) una terza categoria, infine, rappresentata dai comportamenti di disturbo volti a rendere difficile la possibilità che l'offerente raggiungesse realmente l'obiettivo perseguito. In tale area era stata fatta rientrare, ad esempio, la promozione di un'offerta contraria sulle azioni dell'offerente o di una sua controllata o l'acquisto di nuovi *business* tali da rendere più difficile il superamento dei problemi connessi alla normativa *antitrust*; del pari, le operazioni in grado di rendere estremamente costoso per il nuovo

controllante l'esercizio, dopo il buon esito dell'offerta, di atti tipici del socio di controllo, come il riconoscimento agli amministratori in carica di diritti particolari in caso di loro sostituzione.

Il contributo interpretativo offerto dalla Commissione – contributo che, come si dirà più avanti, conserva ancor oggi la propria attualità in ragione dell'immutata formulazione legislativa del divieto posto a carico degli amministratori – ha fatto leva sul tenore di una disposizione in grado di favorire, di volta in volta, l'individuazione delle operazioni vietate: invero, pur non essendo mancate critiche in ordine ad una simile formulazione, specie da chi suggeriva di includere espressamente anche gli atti e le operazioni capaci di negare agli azionisti la possibilità di valutare l'opportunità di aderire all'offerta ovvero una lista esemplificativa di alcuni atti o operazioni vietati a meno di autorizzazione dell'assemblea⁶⁰, essa aveva l'indubbio pregio di consentire il superamento delle questioni interpretative sollevate dalla precedente disciplina e, soprattutto, di permettere di delimitare la portata del divieto alle sole operazioni la cui finalità fosse stata effettivamente, quella di ostacolare l'offerta.

⁶⁰ La critica è di M. LISANTI, *Quale tutela per gli azionisti di minoranza?*, cit., p. 163, secondo il quale tale lista esemplificativa, la cui finalità sarebbe stata quella “di facilitare il compito dell'autorità di vigilanza e di limitare il ricorso ai tribunali”, avrebbe potuto comprendere misure quali “- aumento di capitale; - emissione di strumenti finanziari che incorporano diritti di conversione, sottoscrizione o acquisto di azioni ordinarie; atti di disposizione, o impegni a compiere tali atti, aventi ad oggetto cespiti aziendali di particolare rilevanza; stipulazione di contratti che fuoriescono dalla normale sfera di attività della società; - acquisto di azioni proprie”. Il modello preso a riferimento dall'A. era quello del *City Code* britannico nella formulazione allora vigente; si noti, peraltro, che, per effetto del recepimento della direttiva 2004/25/CE adottata il 21 aprile 2004 dal Parlamento e dal Consiglio dell'Unione Europea e *concernente le offerte pubbliche d'acquisto*, la relativa previsione del *City Code*, contenuta nella *Rule 21*, è stata ampliata al fine di renderla compatibile con l'art. 9 della direttiva, disposizione quest'ultima formulata in termini analoghi a quelli dell'art. 104 t.u.f., che sul punto è rimasto immutato anche dopo il recepimento della direttiva da parte dell'Italia (si veda il cap. III, parte II, par. 1).

6. La previsione di un *quorum* specifico per l'autorizzazione delle misure di difesa successive.

Un ulteriore dubbio interpretativo legato alla disposizione introdotta dal t.u.f. a regolamentazione delle misure di difesa era sorto in ordine alla concreta operatività dello specifico *quorum* richiesto per l'autorizzazione assembleare degli atti e delle operazioni degli amministratori idonee a contrastare l'offerta.

Il d.lgs. 58 del 1998, infatti, con una previsione senza precedenti ed isolata sul piano comparatistico, nel demandare ai soci la decisione ultima circa l'assunzione delle misure difensive, aveva prescritto che le assemblee, ordinarie o straordinarie, una volta chiamate a decidere sulle misure difensive, deliberassero in ogni convocazione con il voto favorevole di tanti soci che rappresentassero almeno il trenta per cento del capitale sociale.

Si trattava di un correttivo al modello di regolamentazione prescelto, adattato alla specificità del contesto economico nazionale: se, infatti, la rimessione all'assemblea della decisione ultima in ordine all'adozione di misure di difesa valeva a porre rimedio alla possibile sussistenza di un conflitto tra l'interesse degli amministratori e quello dei soci⁶¹, non poteva escludersi, nella specificità del contesto italiano, caratterizzato da un non eccessivo frazionamento del capitale sociale, che un analogo conflitto, allontanato dall'organo di gestione, potesse presentarsi all'interno dell'assemblea dei soci chiamata ad autorizzare la misura difensiva; in quella sede, infatti, ben si sarebbe potuto proporre un conflitto tra socio di maggioranza, naturalmente portato a contrastare un'offerta non concordata

⁶¹ In questi termini si è espressa anche la stessa Consob nella comunicazione n. DIS/99085578 del 19 novembre 1999, cit., la quale ha ravvisato la *ratio* dell'art. 104, 1° co., "nell'intento di eliminare gli effetti del conflitto di interessi che potrebbe crearsi tra gli amministratori e gli azionisti della società *target* in presenza di un'offerta di acquisto non concordata".

ed in grado da fargli perdere il controllo, da un lato, ed i soci di minoranza, dall'altro⁶².

In realtà, la disposizione che aveva introdotto al modello il correttivo in questione, pur apprezzabile per il tentativo di contestualizzazione di cui si è detto, si era dimostrata fonte di problematiche applicative tutt'altro che trascurabili.

Anzitutto, essa aveva mancato di specificare se, per l'assunzione della delibera di autorizzazione si sarebbero dovute computare le eventuali partecipazioni dell'offerente, quelle del socio di maggioranza, oltre che quelle dei soggetti ad essi legati da un concerto⁶³: soggetti che, in occasione dell'assemblea chiamata ad autorizzare le misure difensive avverso l'OPA ostile, avrebbero con elevata probabilità votato a favore di tali misure, tese ad ostacolare il mutamento del controllo⁶⁴. Alla questione sembrava potersi dare soluzione positiva – e, quindi, a favore del computo delle partecipazioni di tali soggetti - in ragione del fatto che la disciplina attribuiva a tutti gli azionisti, senza distinzione di sorta, il potere di decidere

⁶² Cfr. L. ENRIQUES, *Quale disciplina per le acquisizioni ostili?*, cit., pp. 185-186, secondo cui in tale ipotesi l'adozione del modello che attribuisce all'assemblea dei soci la competenza sulle misure di difesa non sarebbe risultato molto dissimile da quello che attribuisce la competenza agli amministratori, verosimilmente espressione del socio di maggioranza.

⁶³ È ciò che anche oggi si verifica nell'ipotesi di approvazione preventiva della cd. OPA parziale esimente: si tratta di OPA volontaria su almeno il 60% delle azioni che consente a colui che abbia superato la soglia del 30% per effetto di acquisti a titolo oneroso di essere esentato dall'applicazione dell'obbligo di OPA successiva. Tra le condizioni che, ai sensi dell'art. 107 t.u.f., consentono tale esenzione vi è anche quella secondo cui l'offerta deve essere condizionata all'approvazione di tanti possessori dei titoli che possedano la maggioranza dei titoli stessi: in questo caso, però, vanno esclusi dal computo i titoli detenuti dall'offerente, dal socio di maggioranza, anche relativa, se la sua partecipazione è superiore al 10%, e quelle dei soggetti che agiscono di concerto. Come evidenziato da F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino 2008, p. 374, le condizioni richieste per l'esenzione sono tali da assicurare la tutela delle minoranze, cui l'istituto in questione è diretto.

⁶⁴ Nel senso dell'esclusione di tali soggetti P. MARCHETTI, *D.lgs. 58/1998. L'incidenza sulla disciplina dell'assemblea: primi commenti*, in *Soc.*, 1998, p. 560, il quale argomenta sulla base della disciplina del conflitto di interessi del socio, e F. VELLA, *Art. 104*, cit., pp. 899-900, secondo cui la disposizione in questione aveva con l'art. 107 t.u.f. il fine comune di "demandare la decisione agli azionisti «disinteressati» per realizzare un contemperamento tra «attaccanti» e «difensori»".

sulle sorti della società, escludendo così la possibilità che tale potere potesse essere rimesso ad una minoranza di soci⁶⁵.

Ma ciò che, soprattutto, la disposizione in questione aveva mancato di specificare erano stati i rapporti tra il *quorum* del trenta per cento dalla stessa introdotto ed i *quorum*, deliberativi e costitutivi, previsti per l'assemblea ordinaria e straordinaria delle società quotate: il dubbio, in particolare, era rappresentato dalla possibilità che il *quorum* del trenta per cento del capitale sociale previsto dalla disposizione in questione si sostituisse integralmente ai *quorum* previsti dal codice civile e dall'art. 126 t.u.f. e, dopo la riforma del 2003, dagli artt. 2368 e 2369 c.c.

Invero, la previsione del *quorum* richiesto per l'assunzione di misure difensive non avrebbe inciso solamente sui *quorum* deliberativi, ma anche su alcuni *quorum* costitutivi: in particolare, su quelli dell'assemblea ordinaria in seconda convocazione, per la quale la disciplina generale non prevede un *quorum* costitutivo; nonché su quelli dell'assemblea straordinaria in terza convocazione, per i quali la disciplina generale prevede un *quorum* costitutivo pari al quinto del capitale sociale, vale a dire inferiore a quello del trenta per cento, implicitamente richiesto dalla disposizione in materia di OPA.

⁶⁵ In questi termini E. DESANA, *op. cit.*, p. 111, la quale invocava una parità delle armi tra offerente ed emittente (pur con il dubbio che si sarebbe potuto pervenire ad una diversa conclusione in ipotesi di OPA obbligatoria, stante la naturale tendenza del socio offerente ad appoggiare le misure difensive per vanificare l'obbligo di procedere all'offerta e sollevarsi, così, dai relativi costi). Nel senso che l'istituto in esame non sia posto a tutela delle minoranze azionarie ma, più in generale, di tutti gli azionisti, è anche A. TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale e "supervisione" degli azionisti*, cit., p. 204, il quale (a n. 16), con riferimento alla diversa conclusione fondata sulla sussistenza di un conflitto di interessi del socio, dissente dal presupposto che "l'offerente debba essere ritenuto sempre e comunque portatore di un interesse personale incompatibile con quello comune a tutti i soci, posto che la situazione conflittuale e la potenziale dannosità dell'*adottanda* deliberazione dovranno essere valutate *in concreto*, caso per caso, secondo i principi generali, potendosi, *in astratto*, sostenere, con pari legittimità, che la società può subire un pregiudizio proprio dall'eventuale approvazione di misure difensive", oppure che, come osservato da F. VELLA, *op. cit.*, p. 899, "le misure difensive possono avere l'effetto di sollecitare l'offerente (o gli offerenti) a rendere più appetibile l'offerta". Sull'impossibilità di considerare automaticamente in conflitto di interessi gli azionisti di maggioranza si veda anche G. LEMME, *Opa ostili su società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, I, pp. 114-115.

Una parte della dottrina aveva ritenuto che la disciplina in materia di OPA contenesse una norma speciale, prevalente su quelle generali, recante un *quorum unico*, applicabile sia all'assemblea in sede ordinaria sia all'assemblea in sede straordinaria, con esclusione quindi delle regole generali⁶⁶. A favore di una simile interpretazione era stato evidenziato come l'abbassamento del *quorum*, almeno rispetto alla prima ed alla seconda convocazione, rispondesse, da un lato, al radicale cambiamento di rotta rispetto alla previgente disciplina⁶⁷; dall'altro, alla delicatezza della materia sottoposta all'assemblea che avrebbe richiesto un *quorum* deliberativo suscettibile di garantire realisticamente l'assunzione di una decisione in tempo rapidi da parte dei soci⁶⁸. Inoltre, la diversa soluzione, volta a combinare le due disposizioni, avrebbe determinato un'ingiustificata differenza tra i *quorum* dell'assemblea ordinaria e di quella straordinaria, con il rischio che gli amministratori avrebbero potuto proporre misure difensive unicamente in ragione della maggiore o minore facilità deliberativa⁶⁹.

L'interpretazione in questione aveva evidenziato la natura "anfibia"⁷⁰ della disposizione prevista in materia di OPA: invero, qualora il pacchetto di controllo fosse stato pari o superiore al trenta per cento, tale disposizione avrebbe protetto il gruppo di comando; qualora, invece, la quota di

⁶⁶ Cfr. F. CHIAPPETTA, *Art. 104*, cit., p. 969, secondo cui la disposizione in materia di misure difensive, sia per la *sedes materiae* in cui era stata inserita, sia per lo specifico parametro prescelto quale *quorum* deliberativo (rappresentato dal capitale), avrebbe avuto i caratteri della specialità, derogando, così, tanto alla disciplina dell'assemblea ordinaria, contenuta nel codice civile, quanto a quella dell'assemblea straordinaria, allora contenuta nell'art. 126 t.u.f. Nel senso che il principio di specialità fosse d'ostacolo ad una diversa interpretazione P. MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 1999, I, p. 159; P. MARCHETTI, *op. ult. cit.*, p. 560; D'AMBROSIO, *Artt. 102-112*, cit., p. 599; C. MOSCA, *Autorizzazione dell'assemblea*, cit., p. 288ss.; E. DESANA, *Art. 104*, cit., p. p. 30; L. PICONE, *Le offerte pubbliche d'acquisto*, Milano 1999, p. 134; F. VELLA, *Art. 104*, cit., pp. 900-901.

⁶⁷ P. MARCHETTI, *D.Lgs. 58/1998.*, cit., p. 560.

⁶⁸ Così circolare Assonime n. 13 del 1999, cit., p. 51.

⁶⁹ F. VELLA, *Art. 104*, cit., p. 900.

⁷⁰ L'espressione è di P. MONTALENTI, *Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 342.

controllo fosse stata inferiore, la decisione sull'opportunità di favorire o contrastare l'OPA sarebbe spettata alla minoranza⁷¹.

Ma proprio il rischio che tale interpretazione finisse per sottrarre alla minoranza la decisione sull'offerta – rischio concreto nell'ipotesi, tutt'altro che infrequente in Italia, in cui il pacchetto di controllo fosse stato pari o superiore al trenta per cento del capitale sociale⁷² – aveva portato altra parte della dottrina a ritenere che la disposizione in questione si limitasse ad integrare le regole generali, le quali avrebbero trovato comunque applicazione⁷³: in considerazione di ciò, l'assemblea ordinaria convocata ai sensi dell'art. 104 t.u.f. sarebbe stata regolarmente costituita, in prima convocazione, con la presenza di tanti soci che rappresentassero almeno la metà del capitale sociale ed in seconda convocazione con la presenza di almeno il trenta per cento del capitale sociale e la deliberazione assembleare si sarebbe dovuta approvare da tanti soci che rappresentassero, secondo le regole generali, la maggioranza assoluta degli intervenuti; mentre l'assemblea straordinaria sarebbe stata regolarmente costituita in prima convocazione con la presenza di almeno la metà del capitale sociale (o con la maggiore percentuale prevista dallo statuto), nella seconda con la

⁷¹ P. MONTALENTI, *op. ult. cit.*, p. 342. In considerazione di ciò, l'A. (in *Opa: la nuova disciplina*, cit., pp. 158-159) definisce la disposizione come “precepto ancipite, in ragione della diversità della quota di controllo”.

⁷² Rischio evidenziato dallo stesso P. MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, cit. p. 159, per il quale, proprio in ragione di ciò, la scelta legislativa non pareva opportuna ove si fosse riconosciuta all'OPA “anche la funzione di favorire il mercato del controllo e non soltanto quella di riconoscere un vantaggio economico agli azionisti minoritari in casi di trasferimenti concordati”. In senso conforme a tale critica G. LEMME, *Opa ostili su società quotate*, cit., pp. 113-114.

⁷³ Soluzione ritenuta “più coerente con le finalità complessive del testo unico e con i criteri ispiratori della delega” da R. RORDORF, *I poteri degli azionisti di minoranza nel testo unico sui mercati finanziari*, in *Scritti di diritto societario in onore di Vincenzo Salafia*, Milano 1998, p. 155. Soluzione che era stata condivisa anche da R. WEIGMANN, *La nuova disciplina delle opa*, cit., p. 201; R. LENER, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto e scambio*, cit., pp. 254-255; G. MINERVINI, *Opa. Quorum e maggioranze per approvare le «azioni di contrasto»*, in *Studi in memoria di P. De Vecchis*, Roma 1999, II, p. 617ss.; M. GATTI, *La società target in pendenza di offerta pubblica d'acquisto*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 627ss; A. TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale e “supervisione” degli azionisti*, cit., p. 200ss. ed in particolare, sul punto, n. 12, nonché – a ripensamento di quanto già espresso – E. DESANA, *Opa e tecniche di difesa*, cit., p. 1760.

presenza di più di un terzo del capitale e, in ogni caso, avrebbe dovuto deliberare con il voto favorevole del trenta per cento del capitale sociale, che avrebbe dovuto corrispondere alla maggioranza rafforzata dei due terzi del capitale rappresentato in assemblea.

A favore di una simile interpretazione era stato affermato che la *ratio* dei due diversi corpi normativi – della disciplina speciale dell’OPA, da un lato, e della disciplina generale, dall’altro - avrebbe risposto ad esigenze diverse, ma non incompatibili: la disposizione contenuta nell’ambito della disciplina dell’OPA avrebbe inteso assicurare che l’autorizzazione all’adozione di misure di difesa venisse adottata in ogni caso con una “base minima di consenso, dotata di una certa consistenza”, mentre la disciplina generale avrebbe inteso assicurare un maggior peso agli azionisti interessati alle vicende sociali e, quindi, intervenuti in assemblea⁷⁴. Secondo questa interpretazione, pertanto, la deroga allora introdotta dalla disciplina dell’OPA, rispetto alla disciplina generale, sarebbe stata costituita dal fatto che il voto favorevole dei due terzi del capitale rappresentato in assemblea, ancorché condizione necessaria per l’adozione di qualunque deliberazione di competenza dell’assemblea straordinaria, non sarebbe stato altresì sufficiente nel caso in cui l’oggetto delle deliberazioni fosse stato riconducibile agli atti o alle operazioni che potessero contrastare il conseguimento degli obiettivi dell’offerta: in tale ultimo caso, infatti, sarebbe stata necessaria una condizione ulteriore rappresentata dalla necessità che il capitale rappresentato in assemblea fosse almeno pari al trenta per cento del capitale sociale con diritto di voto⁷⁵.

Una simile interpretazione finiva, così, per considerare l’eventuale inerzia dei soci quale indizio di dissenso alla misura proposta⁷⁶; in ogni caso, il correttivo introdotto, anche secondo questa diversa interpretazione, poco

⁷⁴ Così, con riferimento all’art. 126 t.u.f. allora vigente, R. LENER, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche d’acquisto e scambio*, cit., p. 255.

⁷⁵ R. LENER, *op. ult. cit.*, p. 255.

⁷⁶ In questi termini A. TUCCI, *op. cit.*, p. 203.

avrebbe potuto fare di fronte ad assetti proprietari fortemente concentrati in misura pari o superiore all'aliquota del trenta per cento del capitale sociale.

7. La disciplina specifica delle misure di difesa preventiva contenuta nel t.u.f.: i patti parasociali.

Il disinteresse che il legislatore italiano, in occasione della legge n. 149 del 1992, aveva manifestato rispetto la regolamentazione delle misure di difesa preventiva, era stato solo in parte mitigato con l'entrata in vigore del t.u.f., il quale, pur riconoscendo e disciplinando l'ambito di manovra a favore della società emittente in pendenza di offerta, non aveva previsto, nell'ambito della disciplina dell'OPA, alcuna prescrizione di carattere generale per tale tipologia di misure di difesa⁷⁷.

Con tale ultimo intervento, tuttavia, il legislatore aveva considerato l'eventualità dell'impiego dei patti parasociali in funzione antiscalata e, con la previsione contenuta nell'art. 123, 3° co., t.u.f. – tuttora in vigore – aveva previsto che *“Gli azionisti che intendano aderire a un’offerta pubblica di acquisto o di scambio promossa ai sensi degli articoli 106 o 107 possono recedere senza preavviso dai patti indicati nell’articolo 122”* e che *“La dichiarazione di recesso non produce effetto se non si è perfezionato il trasferimento delle azioni”*.

⁷⁷ Critica sul punto – e parzialmente ingiusta per quanto si sta per dire - la circolare Assonime n. 13 del 1999 (pp. 51-52), secondo cui “nessuna disposizione del Testo unico o del regolamento Consob si occupa delle tecniche di difesa «preventive», cioè di quegli «accorgimenti» che l'emittente potrebbe «allestire» mediante l'adozione di clausole statutarie (per esempio limiti ai possessi azionari): il crisma di legittimità è in questo caso, più che alla luce delle disposizioni del Testo unico che qui vanno analizzandosi, da ricercare nelle regole di diritto comune (in particolare l'art. 2351 c.c. per cui ogni azione dà diritto ad un voto) oltre che di quelle, contenute in altre parti del Testo unico stesso ovvero nel cd. regolamento dei mercati adottato, ai sensi dell'art. 62 del Testo unico, dalla società di gestione del mercato, che governano lo *status* di società quotata o disciplinano l'emissione dei titoli”.

Lo scopo di tale previsione è stato quello di agevolare la contendibilità del controllo societario⁷⁸, sino al punto di sacrificare l'autonomia privata degli aderenti al patto, mediante il riconoscimento della facoltà di recesso nelle ipotesi dalla stessa indicate⁷⁹.

Nella sua formulazione, la disposizione in questione si riferisce espressamente alle offerte promesse ai sensi degli artt. 106 e 107 t.u.f., disposizioni che, com'è noto, sono contenute nella Sezione intitolata all'OPA obbligatoria: tuttavia, al di là del riferimento in questione, è stato ritenuto che il diritto di recesso riconosciuto dall'art. 123, 3° co., t.u.f. compete, oltre che agli azionisti che vogliono aderire ad un'offerta preventiva con le caratteristiche di cui all'art. 107 t.u.f., anche a coloro che intendano aderire ad un'offerta preventiva totalitaria, ai sensi del 4° co. dello stesso art. 106 t.u.f.⁸⁰ Si è, infatti, osservato come non vi sia alcuna

⁷⁸ Cfr. l'*Audizione al Parlamento* del Direttore del Tesoro, pubblicata in *Riv. soc.*, 1998, p. 2010, secondo cui la disposizione in questione è volta ad "incrementare la contendibilità del controllo societario in un sistema tradizionalmente bloccato come quello italiano". In dottrina, R. LENER, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, cit., p. 273, A. TUCCI, *Patti parasociali e governance nel mercato finanziario*, Bari 2005, p. 35.

⁷⁹ Critico sulla facoltà di recesso riconosciuta dal legislatore G. OPPO, *Art. 122-123*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova 1998, II, p. 1140, secondo cui "l'attribuzione del diritto di recedere liberamente non appare gran rispettosa dell'autonomia privata". Il "sacrificio" dell'autonomia contrattuale è stato messo in relazione "alle istanze pubblicistiche di tutela del mercato del controllo societario" da A. TUCCI, *Patti parasociali e governance nel mercato finanziario*, Bari 2005, p. 35.

⁸⁰ Nel senso che il riferimento all'art. 106 t.u.f. comporti l'applicabilità dell'istituto anche alla fattispecie di cui al 4° co. della disposizione: R. LENER, *op. ult. cit.*, pp. 272-273, il quale aggiunge che l'art. 106 non disciplinava due diverse tipologie di OPA, ma fissava una regola generale "consistente nell'obbligo di promuovere un'Opa successiva totalitaria nel caso di superamento di una soglia fissa di possesso azionario, a seguito di acquisti a titolo oneroso. I commi 4° e 5°, per contro, individuano ipotesi in cui l'acquisto rilevante di cui al comma 1 non comporta obbligo di Opa e pertanto le fattispecie disciplinate da tali commi devono essere considerate semplici eccezioni alla regola o, come pure è stato affermato, elementi negativi della fattispecie obbligatoria", A. TUCCI, *op. ult. cit.*, p. 202, n. 87, secondo cui, se l'interesse tutelato dalla norma è quello di agevolare il ricambio del controllo a mezzo di offerte di acquisizione, "non si vede per quale ragione debba restarne esclusa proprio la fattispecie più ricorrente nella prassi, soprattutto nel caso di offerte "ostili"; in termini analoghi R. COSTI, *La disciplina del mercato mobiliare*, 2010, p. 329; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino 2010, p. 467, n. 16. In senso contrario, però, A. PICCIAU, *Art. 122*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico delle*

ragione per discriminare tra offerta totalitaria preventiva ed offerta totalitaria successiva e, ancor meno, tra preventiva totalitaria e preventiva parziale, promossa ai sensi dell'art. 107 t.u.f. e che, se la facoltà di recesso viene riconosciuta allo scopo di non frapporre ostacoli quando l'offerta sia seria, tale *ratio* ricorre nell'ipotesi di offerta totalitaria, anche se non obbligatoria⁸¹.

La regola in questione, volta a consentire all'azionista l'adesione ad un'offerta ritenuta vantaggiosa, non solo è stata confermata anche in occasione del recepimento della direttiva 2004/25/CE adottata il 21 aprile 2004 dal Parlamento e dal Consiglio dell'Unione Europea e *concernente le offerte pubbliche d'acquisto*, ma si pone in ideale anticipazione della regolamentazione delle ipotesi di limitazioni al trasferimento dei titoli previste negli statuti, a conferma dell'interpretazione da ultimo proposta, oltre che della bontà dell'intuizione avuta dal nostro legislatore a completamento del modello di regolamentazione delle misure di difesa dallo stesso predisposto.

finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Commentario a cura di Marchetti e Bianchi, I, Milano 1999, p. 917, secondo il quale sarebbe solo l'OPA obbligatoria totalitaria ad essere "promossa ai sensi dell'art. 106 T.U.", mentre l'OPA volontaria sulla totalità delle azioni sarebbe promossa ai sensi dell'art. 102.

⁸¹ In questi termini R. COSTI, *op. ult. cit.*, p. 329.

CAPITOLO III

LA DIR. 2004/25/CE E LA DISCIPLINA ITALIANA DI ATTUAZIONE

Parte prima

SOMMARIO: 1. La direttiva 2004/25/CE ed il dibattito che l'ha preceduta: una chiave di lettura del compromesso europeo. - 2. *Passivity rule*, regola di neutralizzazione, accordi opzionali e reciprocità. - 3. La disciplina italiana di recepimento contenuta nel d.lgs. 19 novembre 2007, n. 229. - 4. La disapplicazione delle disposizioni di contrasto alle misure di difesa quale misura anticrisi: la disciplina del d.l. 29 novembre 2008, n. 185 (convertito nella l. 28 gennaio 2009, n. 2). 5. - Il ritorno alla normalità: la disciplina del d.lgs. 25 settembre 2009, n. 146.

1. La direttiva 2004/25/CE ed il dibattito che l'ha preceduta: una chiave di lettura del compromesso europeo.

Una significativa possibilità di modificare, anche solo in parte, il modello di regolamentazione dell'OPA ostile e delle misure volte a contrastarla è stata offerta al nostro Paese dal recepimento della direttiva 2004/25/CE adottata il 21 aprile 2004 dal Parlamento e dal Consiglio dell'Unione Europea e *concernente le offerte pubbliche d'acquisto*¹.

¹ D'ora in avanti anche solo direttiva OPA. Per un commento a tale direttiva, volta a regolare non solo la disciplina delle misure di difesa, ma anche altri importanti aspetti relativi alle offerte (quali, ad esempio, il riparto di competenza tra autorità di vigilanza e la legge applicabile all'offerta, la tutela degli azionisti di minoranza, l'OPA obbligatoria ed il prezzo equo, la trasparenza del procedimento d'offerta, il diritto e l'obbligo di acquisto) si vedano P. SFAMENI, *La nuova Direttiva europea sulle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1002ss.; G. DI MARCO, *Opa comunitaria: un nuovo passo verso l'integrazione dei mercati finanziari*, in *Soc.*, 2004, p. 1170ss.; M. TOLA, *La direttiva europea in materia di opa: prime riflessioni*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2005, I, p. 490ss.; R. MAGLIANO, *I nodi irrisolti della tredicesima direttiva società: dall'armonizzazione alla concorrenza tra ordinamenti*, in *Dir. comm. int.*, 2005, p. 283ss.; M. GATTI, *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche*

Una significativa *possibilità*, si è detto, rappresentando la modifica del modello in essere – caratterizzato, come si è visto, dal coinvolgimento dell'assemblea dei soci nella gestione delle misure di difesa - una scelta non obbligata per l'Italia, al pari che per gli Stati membri: il lungo e travagliato percorso legislativo che ha contrassegnato tale direttiva, al pari dei contrasti sorti in sede di redazione di un testo condiviso, hanno, infatti, portato alla redazione di un provvedimento contenente l'affermazione di principi generali – una *framework directive* - e, quanto alle misure di difesa, la previsione non già di obblighi, ma di mere opzioni rimesse alla scelta di ciascuno Stato Membro.

A giustificazione della delusione che ha accolto un simile provvedimento², non sembra inutile ricordare come la sua emanazione abbia avuto una gestazione che può farsi risalire se non al 1974, anno in cui la Commissione, stimolata dall'ingresso della Gran Bretagna nell'allora Comunità Economica Europea, assegnò al Prof. Pennington l'incarico di approfondire lo stato della regolamentazione dell'istituto nei diversi Stati membri, in vista dell'adozione di una direttiva in materia³; sicuramente al 1989, allorché la stessa Commissione presentò al Consiglio una prima

di acquisto, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, II, p. 416ss.; L. SCIPIONE, *La direttiva europea in materia di OPA: profili generali e aspetti comparatistici*, in *Riv. dir. impr.*, 2005, p. 163ss.; ID., *La nuova disciplina dell'opa europea: un'ipotesi di regolamentazione minimale*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2005, I, p. 22ss.; A. BENOCCI, *Il mercato [comune?] del controllo societario tra presente e futuribile, Riflessioni intorno alla direttiva 2004/25/CE sull'opa europea*, Pisa 2005; M. VENTORUZZO, *Europe's Thirteen Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economics Ends*, in *41 texas Int. L.J.*, 2006, p. 171ss.

² Emblematico – e, per tale ragione, citato di frequente nei primi commenti alla direttiva - il titolo di un articolo di D. DOMBEY, apparso sul *Financial Times* del 20 marzo 2003, in occasione dell'approvazione del testo definitivo del provvedimento: “*Watered-down EU Takeover Directive is a Missed Opportunity for Open Markets*”. In Italia, si è espresso in termini di “direttiva che non dirige un bel nulla” S. BRAGANTINI, *L'OPA e la direttiva da buttare*, in <http://www.lavoce.info/articoli/pagina2833.html>.

³ Gli esiti di tale indagine si possono leggere in R.R. PENNINGTON, *Relazione sulle offerte pubbliche di acquisto di titoli a fine di controllo e sulle altre offerte pubbliche*, in *Riv. soc.*, 1975, p. 730ss.

proposta di direttiva⁴, dopo aver espresso, alcuni anni prima, la propria convinzione circa la necessità dell'adozione di un'azione di riavvicinamento delle legislazioni degli Stati membri sul punto⁵. Azione di riavvicinamento che risultò tutt'altro che facile: questa prima proposta, infatti, fu adottata con modifiche dal Parlamento solo il 10 settembre 1990⁶, con un testo che si prefissava, allora, l'ambizioso obiettivo di realizzare una piena armonizzazione delle discipline nazionali attraverso previsioni puntuali e dettagliate, fortemente ispirate a quelle contenute nel *City Code on Takeovers and Mergers* britannico, tra le quali spiccava anche quella relativa alla competenza assembleare in materia di misure di difesa in pendenza di OPA. Tuttavia, fu proprio su tale testo che si arenarono le trattative degli Stati membri, in disaccordo su taluni importanti aspetti, tra cui, per quanto qui di rilievo, il ruolo che avrebbe dovuto assumere l'organo di amministrazione della società in pendenza dell'offerta⁷.

Una nuova proposta di direttiva fu, quindi, presentata il 7 febbraio 1996⁸ e, nell'intento di ovviare alle ragioni di resistenza che fino a quel

⁴ Si tratta della *Proposta di tredicesima Direttiva in materia di diritto delle società concernente le offerte pubbliche di acquisizione* pubblicata in G.U.C.E., C 64 del 14 marzo 1989, p. 8, e consultabile anche in *Riv. Soc.*, 1988, p. 1342ss.

⁵ Una simile convinzione la si trova espressa nel Libro bianco 1985, COM (85) 310 final, con cui la Commissione, tra le circa trecento proposte di direttiva da adottare al fine di completare l'integrazione dei mercati economici e finanziari, includeva anche quella sulle OPA, segnalando che "il y a également lieu d'améliorer l'usage qui est fait de certaines procédures comme les offres d'actions au public pour remodeler la structure des participations dans les entreprises, puisque les règles actuellement en vigueur dans ce domaine varient très largement d'un pays à l'autre. Ces opérations devraient également être rendues plus attrayantes. On pourrait y parvenir en exigeant un minimum de garanties, notamment en ce qui concerne l'information à communiquer aux intéressés, tandis que les Etats membres resteraient libres de fixer la procédure de surveillance de ces opérations et de désigner les autorités auxquelles seraient confiés les pouvoirs de surveillance. Une préposition sera faite en ce sens en 1987 et les décisions nécessaires devraient être prises pour 1989".

⁶ In G.U.C.E., C 240 del 26 settembre 1990, p. 7; per i preventivi pareri del Comitato Economico e Sociale e del Parlamento Europeo si vedano, rispettivamente, G.U.C.E., C 298 del 27 novembre 1989, p. 56 e G.U.C.E., C 38 del 19 febbraio 1990, p. 41.

⁷ Gli ulteriori aspetti di disaccordo riguardavano l'obbligatorietà dell'offerta e l'eliminazione degli ostacoli alla realizzazione dell'offerta.

⁸ In G.U.C.E., C 162 del 6 giugno 1996, p. 5.

momento avevano determinato l'impossibilità di una convergenza verso uno schema comune, si mutò radicalmente la scelta di tipologia di regolamentazione, limitandosi ad affermare una serie di principi generali⁹; tale nuova proposta, a sua volta modificata, venne sottoposta al Parlamento europeo per la sua approvazione e fu respinta il 4 luglio 2001, risultando determinante la previsione della *passivity rule*¹⁰, fortemente osteggiata dalla Germania, il cui sistema economico, per sua peculiare conformazione, portava a rimettere al consiglio di sorveglianza e agli amministratori, non già all'assemblea degli azionisti, l'attuazione delle misure di contrasto all'offerta¹¹.

⁹ Principi tra i quali si continuava ad annoverare, all'art. 8 della proposta, anche la *passivity rule*. Per un commento a tale progetto si vedano: F. ANNUNZIATA, *Verso una nuova proposta di direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche d'acquisto*, in *Riv. Soc.*, 1996, p. 337 e ss; G. DI MARCO, *La nuova proposta di disciplina delle Opa nell'Unione Europea*, in *Società*, 1996, p. 137ss.

¹⁰ È ciò che si evince dalla Relazione della Commissione Europea alla successiva Proposta di direttiva del 2 ottobre 2002, COM (2002) 534, def., p. 2; la regola in questione, contenuta nell'art. 9 del testo comune approvato il 6 giugno 2001, dedicato agli "Obblighi degli amministratori della società emittente", prescriveva agli Stati membri di dettare disposizioni che contenessero i seguenti requisiti: "a) durante il periodo stabilito in appresso [periodo durante il quale avrebbe operato la *passivity rule*: nota di chi scrive], l'organo di amministrazione della società emittente deve ottenere dall'assemblea generale degli azionisti un'autorizzazione preventiva, concessa a tal fine, prima di intraprendere azioni, diverse dalla ricerca di offerte alternative, che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta e, in particolare, prima di emettere azioni che possano avere l'effetto di impedire durevolmente all'offerente di acquisire il controllo della società emittente".

Come si evince dalla citata Relazione, le ulteriori ragioni di dissenso – che portarono il Parlamento ad una votazione conclusasi con 273 voti a favore e 273 voti contrari – furono rappresentate dalla mancanza di un'adeguata protezione dei dipendenti delle società coinvolte dall'acquisizione e dall'inesistenza di un "level playing field" con gli Stati Uniti in materia di OPA. Cfr. M. VENTORUZZO, *Respinta dal parlamento europeo la tredicesima direttiva sull'opa*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 955.

¹¹ Come osservato da F.M. MUCCIARELLI, *I poteri degli organi delle società-bersaglio nella legge tedesca sull'opa*, in *Banca borsa tit. credito*, 2002, I, p. 684, il dibattito sui poteri degli organi sociali della società oggetto di OPA è sempre stato condizionato in Germania – quantomeno, siano alla riuscita dell'offerta di Vodafone su Mannesmann del 1999 – dalla peculiarità di quello che viene indicato come "modello del «capitalismo renano»", incentrato sulla partecipazione diretta delle banche al capitale delle grandi imprese e sul sistema della cogestione, che immette i lavoratori ed i loro interessi entro la struttura corporativa delle società di maggiori dimensioni. Per l'A. "queste regole e questo assetto di interessi tende a produrre un'alta stabilità dei gruppi di comando e la capacità di pianificare e realizzare investimenti di lungo periodo, anche perché le imprese non subiscono il «ricatto» del mercato dei capitali e il pericolo di «fuga» degli azionisti verso investimenti più lucrosi. [...] Sotto un profilo giuridico, questo assetto di interessi induce

In considerazione di ciò, la Commissione affidò ad un Gruppo di esperti in diritto societario – il cosiddetto *The High Level Group of Company Law* - il compito di studiare una soluzione che fosse in grado di definire regole comuni in vista della redazione di una nuova proposta di direttiva: compito concluso con la pubblicazione del *Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids*, da cui la Commissione prese le mosse per la redazione di una nuova proposta di direttiva¹².

Il 27 novembre 2003 i rappresentanti degli Stati membri, con la sola astensione del ministro spagnolo, riuscirono a convergere unanimemente intorno ad uno schema di direttiva in materia di OPA, benché lo stesso contenesse due previsioni sulle quali si erano nel frattempo radicate posizioni contrapposte: oltre alla previsione relativa alla *passivity rule*, alla quale si continuava ad opporre la Germania, l'ulteriore occasione di dissenso fu rappresentata dalla *breakthrough rule* (o *regola di neutralizzazione*), introdotta per la prima volta dal Gruppo di esperti¹³, volta a paralizzare

spesso a ricostruire l'interesse dell'impresa come non necessariamente legato agli interessi degli azionisti o, comunque, non legato al loro interesse a massimizzare il lucro in conto capitale"; conclude, quindi, l'A. che "È facile, quindi, che in questo contesto economico e culturale si levino molte voci a difesa del potere degli amministratori della società-bersaglio di difendere gli interessi dell'impresa stessa o la nazionalità del gruppo di comando, indipendentemente dal fatto che l'offerta sia economicamente vantaggiosa per il singolo azionista".

¹² Il *Report* in questione è consultabile integralmente nel sito <http://ec.europa.eu> (versione alla quale rinviano i successivi riferimenti contenuti nel presente lavoro) ed in *Riv. soc.*, 2002, p. 301ss., nonché, in forma sintetica, in *Giur. comm.*, 2002, I, p.118ss., preceduto dal commento di L. ENRIQUES, *Le proposte del Gruppo di Alto Livello di esperti in diritto societario in tema di opa*, ivi, pp. 115-117.

¹³ A parere del Gruppo di esperti tale regola – che, come meglio si dirà a breve, è volta a paralizzare l'efficacia dei limiti alla trasferibilità dei titoli o all'esercizio dei diritti di voto e delle azioni a voto multiplo - avrebbe realizzato un adeguato equilibrio tra l'esigenza di consentire la coesistenza di differenze nelle strutture di capitale e di controllo delle società in considerazione delle differenze tra gli Stati membri e l'esigenza di consentire e stimolare la riuscita di offerte pubbliche d'acquisto al fine di creare un mercato integrato dei titoli in Europa: cfr. sul punto, HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on Issues Related to Takeover Bids*, Bruxelles, 10 gennaio 2002, pp. 29-30. Ricorda F.M. MUCCIARELLI, *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'opa*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 832, che la proposta di introdurre la regola di neutralizzazione nacque per rispondere ad un'obiezione sollevata dalla Germania, la quale non accettava una *passivity rule* senza la reciproca eliminazione delle difese preventive: ciò in quanto la Germania aveva recentemente soppresso la possibilità di introdurre due tra le principali

l'efficacia di vincoli alla trasferibilità dei titoli o all'esercizio dei diritti di voto, nonché l'efficacia delle azioni a voto multiplo, alla quale si erano opposte Svezia e Finlandia, nei cui ordinamenti era ed è ammessa l'emissione di tale ultima tipologia di azioni¹⁴.

La convergenza risultò possibile unicamente con la soluzione che si è anticipata: una direttiva che determinasse i soli principi base della disciplina, pur se suscettibili di essere integrati da disposizioni maggiormente particolareggiate, in ragione del contesto normativo nazionale¹⁵, e lasciasse agli Stati membri un certo margine di libertà in ordine all'adozione delle regole sulle misure difensive, materia nella quale non si era formata unanimità di vedute; le scelte opzionali, appunto, ad attestare – non senza la delusione di cui si è detto - il compromesso finale faticosamente raggiunto¹⁶.

azioni preventive, ossia le azioni a voto multiplo e i massimali di voto, “lasciando, in compenso, alle società tedesche la possibilità di intraprendere operazioni difensive, sia pure nei casi ed entro i limiti posti dalla [allora] recente legge sulle opa”.

¹⁴ Per un primo commento al testo in questione si veda P. SFAMENI, *La disciplina europea dell'opa: il Consiglio dei Ministri dell'Unione Europea approva all'unanimità un testo di compromesso*, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 1351-1352, secondo cui il quadro che ne derivava risultava “alquanto complesso e certamente in tendenza nettamente contraria al principio di armonizzazione” con l'impressione, certamente non positiva, della prevalenza della “esigenza politica di aumentare l'inventario delle deliberazioni con esito positivo, piuttosto che la ponderata valutazione dei contenuti e degli esiti prevedibili delle stesse”.

¹⁵ Si veda, sul punto, l'art. 3, par. 2, della direttiva OPA, secondo cui “2. *Perché siano applicati i principi enunciati nel paragrafo 1, gli Stati membri: a) provvedono a che siano soddisfatti ib i requisiti minimi stabiliti dalla presente direttiva; 2) possono fissare ulteriori condizioni e disposizioni più rigorose di quelle prescritte dalla presente direttiva per regolamentare le offerte*”. La disposizione, peraltro, risponde all'affermazione contenuta nel Considerando 26 della direttiva, secondo cui “L'adozione di una direttiva è il mezzo più appropriato per istituire un quadro che fissi alcuni principi comuni e un numero limitato di requisiti generali che gli Stati membri siano tenuti a far applicare mediante norme più particolareggiate conformemente ai rispettivi ordinamenti e contesti culturali nazionali”.

¹⁶ In termini di *compromesso finale* si esprime, proprio con riferimento alle scelte opzionali previste all'art. 12 della direttiva OPA, la stessa Commissione Europea al punto 2.1.2 del *Report on the implementation of the Directive of the Takeover Bids*, Brussels, 21 febbraio 2007, SEC (2007) 268, consultabile all'indirizzo [www.http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf). La necessità di un compromesso è stata evidenziata da G. ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. soc.*, 2006, I, p. 21, secondo cui “la storia di questo contrastato provvedimento normativo, essenziale per il raggiungimento di un *level playing field* europeo, indica che in assenza di un siffatto margine di flessibilità non si sarebbe probabilmente

2. *Passivity rule*, regola di neutralizzazione, accordi opzionali e reciprocità.

Il nodo centrale del testo normativo adottato dalla Commissione e dal Consiglio è, quindi, rappresentato dalle regole in materia di misure di difesa e, allo stesso tempo, dalle diverse facoltà riconosciute agli Stati membri in ordine alla loro attuazione.

La prima di tali regole è rappresentata dalla *passivity rule* ed è contenuta nell'art. 9 della direttiva OPA: la disposizione in questione impone all'organo di amministrazione della società emittente di ottenere l'autorizzazione preventiva dell'assemblea generale degli azionisti prima di intraprendere “*qualsiasi atto od operazione che possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, ad eccezione della ricerca di altre offerte*” e, in particolare, “*prima di procedere all'emissione di azioni che possano avere l'effetto di impedire durevolmente all'offerente di acquisire il controllo della società emittente*”¹⁷. Si tratta di regola che, sull'esempio di quello che si è definito il modello inglese, impedisce agli amministratori, successivamente al lancio dell'offerta, di porre in essere misure di difesa in assenza di delibera di autorizzazione dei soci.

La seconda di tali regole, contenuta nell'art. 11 della direttiva OPA, è destinata ad operare, invece, nei confronti di talune misure di difesa preventive ed è rappresentata, per usare la terminologia impiegata dalla direttiva, dalla *regola di neutralizzazione*: tale regola è, anzitutto, finalizzata a

mai raggiunto il necessario consenso politico per introdurre una disciplina armonizzata dei *takeovers*”. Più critico F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino 2010, p. 369, secondo cui la soluzione di compromesso risulta “insufficiente, oltre che complessa e farraginosa”.

¹⁷ Cfr., in particolare, l'art. 9, par. 2, 1° co., direttiva OPA, secondo cui “2. Per il periodo definito al secondo comma, l'organo di amministrazione della società emittente è tenuto ad ottenere l'autorizzazione preventiva dell'assemblea generale degli azionisti a tal fine prima di intraprendere qualsiasi atto od operazione che possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, ad eccezione della ricerca di altre offerte, e, in particolare, prima di procedere all'emissione di azioni che possano avere l'effetto di impedire durevolmente all'offerente di acquisire il controllo della società emittente”.

rendere inefficaci – a neutralizzare, appunto - in occasione di un’OPA i vincoli alla trasferibilità dei titoli o all’esercizio dei diritti di voto, laddove tali limiti – di natura legale, statutaria o parasociale – siano ammessi dagli ordinamenti degli Stati membri, nonché a conferire alle azioni a voto plurimo, anch’esse laddove ammesse, soltanto un voto in assemblea, così favorendo il funzionamento della necessaria autorizzazione assembleare¹⁸. Inoltre, tale regola è volta a rendere inefficaci i vincoli alla trasferibilità dei titoli o all’esercizio del diritto di voto, oltre che ogni altro diritto straordinario degli azionisti, previsto nello statuto e riguardante la nomina o la revoca dei membri dell’organo di amministrazione, in occasione dell’assemblea della società emittente quando, a seguito dell’OPA, l’offerente venga a detenere almeno il 75% del capitale con diritto di voto¹⁹.

¹⁸ In questi termini anche L. ENRIQUES, *In tema di difese contro le opa ostili: verso assetti proprietari più contendibili o più piramidali?*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 108, secondo cui la regola in questione costituisce “un rafforzamento della regola dell’autorizzazione assembleare”, posto che “sulle tattiche difensive sarebbero chiamati a decidere tutti i possessori di titoli rappresentativi di capitale di rischio nel rigoroso rispetto del principio «un’azione un voto»”. Sul principio di proporzionalità tra rischio e potere – principio garantito dalla previsione che neutralizza le clausole contenenti restrizioni all’esercizio dei diritti di voto e attribuzione di azioni a voto multiplo – e sulle deviazioni dal medesimo si veda G. FERRARINI, *«Un’azione-un voto»: un principio europeo?*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 24ss. Sulle misure di difesa che si basano sulla separazione tra proprietà e controllo mediante l’emissione di particolari tipi di azioni differenziate nei diritti di voto, si vedano E. DESANA, *Opa e tecniche di difesa*, cit., p. 200ss., C. MOSCA, *op. cit.*, p. 273ss.

¹⁹ Cfr. art. 11, parr. 2, 3 e 4, direttiva OPA, secondo cui “2. *Tutte le restrizioni al trasferimento di titoli previste nello statuto della società emittente non si applicano nei confronti dell’offerente durante il periodo, previsto dall’art. 7, paragrafo 1, entro il quale l’offerta deve essere accettata. Tutte le restrizioni al trasferimento di titoli previste in accordi contrattuali tra la società emittente e possessori di titoli di questa società o in accordi contrattuali tra possessori di titoli della società emittente conclusi dopo l’adozione della presente direttiva non si applicano nei confronti dell’offerente durante il periodo, previsto dall’art. 7, paragrafo 1, entro il quale l’offerta deve essere accettata.* 3. *Le restrizioni al diritto di voto previste nello statuto della società emittente non hanno effetto nell’assemblea generale che decide su misure di difesa eventuali conformemente all’articolo 9. Le restrizioni al diritto di voto previste in accordi contrattuali tra la società emittente e possessori di titoli di questa società o in accordi contrattuali tra possessori di titoli della società emittente conclusi dopo l’adozione della presente direttiva, non hanno effetto nell’assemblea generale che decide eventuali misure di difesa conformemente all’art. 9. I titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nell’assemblea generale che decide su eventuali misure di difesa conformemente all’articolo 9.* 4. *Quando, a seguito di un’offerta, l’offerente detiene il 75% o più del capitale con diritto di voto, le eventuali restrizioni al trasferimento di titoli e ai diritti di voto di cui ai paragrafi 2 e 3 e qualsiasi altro diritto straordinario degli azionisti riguardante la nomina o la revoca di membri dell’organo di amministrazione previsto nello statuto della società emittente non vengono applicati; i titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nella prima assemblea generale*

A tali regole l'art. 12 della direttiva OPA fa seguire la duplice previsione degli *accordi opzionali* e della regola di *reciprocità*.

Quanto agli accordi opzionali, la disposizione in questione riconosce agli Stati membri il diritto di non esigere che le società quotate con sede nel loro territorio applichino la regola di passività e/o la regola di neutralizzazione (cd. *opt-out*); tuttavia, essa prevede che in tale ipotesi gli Stati membri debbano, comunque, conferire alle società la facoltà, espressamente riconosciuta come reversibile dalla direttiva, di applicare volontariamente una o entrambe le regole in questione, attraverso l'introduzione delle relative discipline nel proprio statuto mediante apposita delibera assembleare (cd. *opt-in* o *opt-back-in*, in ogni caso *statutario*)²⁰. La disposizione in questione, per contro, non menziona espressamente la disapplicazione volontaria di una o di entrambe le regole, ad opera dello statuto della società, per l'ipotesi in cui lo Stato membro all'interno del quale la società ha la propria sede abbia ritenuto di esigerne l'applicazione

che segue la chiusura dell'offerta, convocata dall'offerente per modificare lo statuto societario o revocare o nominare i membri dell'organo di amministrazione. A tal fine l'offerente deve avere il diritto di convocare un'assemblea generale a breve termine, a condizione che questa assemblea non si tenga meno di due settimane dopo la sua notifica". La disposizione in questione risulta aver recepito le indicazioni dall'High Level Group: quest'ultimo, infatti, valutata l'opportunità di eliminare quelle previsioni in grado di determinare una separazione tra rischio e controllo, aveva concluso giudicando meno costoso e più utile introdurre la regola della neutralizzazione operante solo nel contesto di un'OPA. L'High Level Group aveva poi suggerito di introdurre un obbligo di informazione chiara e completa circa la struttura azionaria e di controllo delle società quotate: obbligo anch'esso recepito dalla direttiva, in particolare all'art. 10 della medesima. Cfr., sul punto, M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 204, e, quanto alla capacità dell'obbligo in questione, di ridurre i costi di ricerca in cui i potenziali offerenti incorrono nell'identificazione delle società bersaglio e, in ultima analisi, di semplificare le acquisizioni, L. ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa in Europa*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 665.

²⁰ Cfr. art. 12, parr. 1 e 2, direttiva OPA, secondo cui "1. Gli Stati membri possono riservarsi il diritto di non esigere che le società di cui all'articolo 1, paragrafo 1 con sede sociale nel loro territorio, applichino l'articolo 9, paragrafi 2 e 3, e/o l'articolo 11. 2. Quando si avvalgono dell'opzione di cui al paragrafo 1, gli Stati membri devono comunque conferire alle società con sede sociale nel loro territorio la facoltà, che è reversibile, di applicare l'articolo 9, paragrafi 2 e 3, e/o l'articolo 11, fermo restando l'articolo 11, paragrafo 7. La decisione della società è presa, in conformità alle norme applicabili alle modifiche dello statuto, dall'assemblea generale degli azionisti e basarsi sulle norme dello Stato membro in cui la società ha la sua sede sociale. La decisione deve essere notificata all'autorità di vigilanza dello Stato membro dove la società ha la sua sede sociale".

(*opt-out* *statutario* in ipotesi di *opt-in* statale)²¹: la mancata previsione di una simile ipotesi porterebbe a ritenere che, stando alla lettera della direttiva, non potrebbero operare gli *accordi opzionali* di *opt out* *statutario*²². Si tratta, tuttavia, di conclusione non pacifica, essendosi avanzata l'interpretazione opposta sia sul presupposto che essa non presenterebbe differenze apprezzabili rispetto all'opposto regime di *opt-out* statale e *opt-in* *statutario*, sia in ragione della sua maggior efficacia "*segnalatica*", posto che "quest'ultimo schema, se paragonato al meccanismo di *opt-out/opt-in* dell'art. 12, parr. 1 e 2, avrebbe il pregio di segnalare chiaramente al mercato quali emittenti intendano allontanarsi dal regime, favorevole agli investitori, previsto dalla *passivity rule*"²³. Ci sembra di poter affermare che si tratti di argomenti che hanno il torto di dare già per presupposta un'opzione interpretativa che, a fronte di un opposto tenore della disposizione, appare difficilmente percorribile; ciò, a patto che la possibilità di *opt-in* *statutario* non sia legittimata da un'espressa previsione dello Stato membro al momento dell'esercizio dell'*opt-in* statale²⁴.

²¹ Cfr. sul punto J. RICKFORD, *The emerging European Takeover Law from a British perspective*, in *European Business Law Review*, 2004, p. 1396, secondo cui "If a member State retains 9 and/or 11, companies incorporated in that state are bound by it/them, and have not options...".

²² Dai lavori preparatori al testo della direttiva si evince che la combinazione di *opt-in* statale e *opt-out* *statutario*, contemplata nella proposta dal Portogallo, non è stata successivamente accolta: cfr. M. GATTI, *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche d'acquisto*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, II, p. 427, n. 51. Sulla rilevanza dei lavori preparatori al fine di interpretare le disposizioni di una direttiva si tornerà più avanti al cap. IV, par. 2.

²³ M. GATTI, *op. ult. cit.*, pp. 427-428.

²⁴ La previsione della possibilità di deroga statutaria contenuta nella norma dello Stato membro introduttiva della regola di passività e/o neutralizzazione – com'è nella versione attualmente vigente dell'art. 104 t.u.f. in relazione alla prima di tali regole, come più avanti si dirà – costituisce, infatti, un'ipotesi diversa da quella di *opt-out* *statutario* a fronte di un *opt-in* statale: mentre in quest'ultimo caso, infatti, la norma statutaria si pone *in contrasto* con la scelta statale, ponendosi il conseguente problema della legittimità di tale scelta da parte della società e la valutazione della sussistenza di una diretta legittimazione da parte della direttiva OPA, nella diversa ipotesi in cui sia la norma dello Stato ad ammetterla la clausola statutaria risulta conforme alla scelta statale e la valutazione di legittimità si pone, eventualmente, per la scelta statale. Valutazione di legittimità che, ad avviso di chi scrive, può ritenersi superata se si considera che è in facoltà dello Stato

Il quadro tracciato dalla direttiva OPA in tema di misure difensive si conclude con la previsione della regola di *reciprocità*: tale regola, contenuta all'art. 12, par. 3, consente agli Stati membri di “*esonerare le società che applicano l'art. 9, paragrafi 2 e 3 e/o l'art. 11*” – vale a dire, rispettivamente, le regole di passività e/o neutralizzazione – dall'applicazione dei medesimi articoli (o meglio: delle medesime regole) qualora le società siano oggetto di un'offerta lanciata da una società che non applichi le medesime regole ovvero da una società controllata, direttamente o indirettamente, da quest'ultima²⁵. In simili casi, le misure difensive poste in essere in applicazione della regola di reciprocità devono essere state autorizzate anticipatamente dall'assemblea della società emittente, non più tardi di 18 mesi prima rispetto a quando l'offerta sia stata resa pubblica²⁶.

3. La disciplina italiana di recepimento contenuta nel d.lgs. 19 novembre 2007, n. 229.

A dispetto da quanto previsto dalla direttiva, il cui art. 21 fissava agli Stati membri il termine del 20 maggio 2006 per il recepimento della relativa disciplina, il legislatore italiano, in ciò confortato dal ritardo dei legislatori di altri Stati membri²⁷, ha dato attuazione al dettato comunitario solo con il

membro non dare attuazione ad una o ad entrambe le disposizioni della direttiva, ben potendo esso, fatta tale scelta, introdurre disposizioni analoghe di natura derogabile.

²⁵ Cfr. art. 12, par. 3, direttiva OPA, secondo cui “*3. Gli Stati membri possono, alle condizioni stabilite dagli ordinamenti nazionali, esonerare le società che applicano l'articolo 9, paragrafi 2 e 3 e/o l'articolo 11, se esse sono oggetto di un'offerta lanciata da una società che non applica gli stessi articoli o da una società controllata, direttamente o indirettamente, da quest'ultima, conformemente all'articolo 1 della direttiva 83/349/CEE*”.

²⁶ Cfr. art. 12, par. 5, direttiva OPA, secondo cui “*5. Qualsiasi misura applicata secondo quanto disposto dal paragrafo 3, è soggetta all'autorizzazione dell'assemblea generale degli azionisti della società emittente, la quale deve essere concessa non anteriormente a 18 mesi prima che l'offerta sia resa pubblica ai sensi dell'articolo 6, paragrafo 1*”.

²⁷ Cfr., sul punto, *Report on the implementation of the Directive of the Takeover Bids*, cit., p. 4; come si evince da tale documento, a poco meno di un anno dalla scadenza del termine per il recepimento della direttiva OPA, solo diciassette erano gli Stati membri che avevano

d.lgs. 19 novembre 2007, n. 229, *Attuazione della direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto*²⁸.

Con tale decreto il nostro legislatore, ritenendo di non esercitare la facoltà di *opt-out* statale, ha anzitutto confermato l'applicazione della *passivity rule*, non discostandosi dal modello allora in essere e, allo stesso tempo, ponendosi in linea con quanto previsto all'art. 9 della direttiva OPA: in particolare, intervenendo sulla disposizione già vigente, ha riformulato l'art. 104 t.u.f., 1° co., prevedendo che “*Salvo autorizzazione dell'assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società quotate i cui titoli sono oggetto dell'offerta si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta*” e che “*Le assemblee deliberano, in ogni convocazione, con il voto favorevole di tanti soci che rappresentano almeno il trenta per cento del capitale*”; nel contempo, ha precisato l'ambito di applicazione del modello intervenendo su taluni aspetti, di non secondaria conseguenza pratica e fonte di questioni applicative nell'ambito della previgente disciplina, stabilendo, per un verso, che “*L'obbligo di astensione si applica dalla comunicazione di cui all'art. 102, comma 1, e fino alla chiusura dell'offerta ovvero fino a*

provveduto o, comunque, avviato i necessari processi di adeguamento (e, in particolare, solo Austria, Danimarca, Francia, Ungheria, Lussemburgo e Regno Unito avevano già integralmente recepito la direttiva nel termine previsto dall'art. 21 della medesima). Appare significativo evidenziare - costituendo ciò un'anticipazione di quanto si sta per dire - come in tale documento l'Italia fosse stata annoverata tra quegli Stati membri che non avevano ancora interamente allineato la propria legislazione alla direttiva e, nello specifico, tra quelli che avevano implementato la direttiva solo *parzialmente*: considerato che, all'epoca, non era ancora intervenuto alcun intervento legislativo di attuazione della direttiva, una simile classificazione consegue, con molta probabilità, alla presa d'atto da parte della Commissione Europea che la formulazione dell'allora art. 104 t.u.f. si presentava in linea con l'art. 9 direttiva OPA, tanto da non richiedere un immediato cambiamento (da qui una valutazione di implementazione della legislazione solo *parziale*).

²⁸ Ci si riferisce, in particolare, al legislatore delegato, posto che la delega al Governo per l'attuazione della direttiva OPA era stata conferita già con la l. 18 aprile 2005, n. 62 (cd. legge comunitaria 2004). Per un generale esame della disciplina di attuazione, con particolare riguardo al tema oggetto del presente lavoro, si vedano F.M. MUCCIARELLI, *L'attuazione della Direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 448ss.; ID., M. MUCCIARELLI, in A.A.Vv., *Banche e mercati finanziari*, a cura di F. Vella, Torino 2009, p. 419ss.; E. ROSATI, *La nuova disciplina delle tecniche di difesa nelle opa ostili*, in *Soc.*, 2009, p. 567ss.; L. SCIPIONE, *Le regole in materia di misure difensive tra vecchia e nuova disciplina dell'opa*, in *Soc.*, 2009, p. 581ss.; R. RAZZANTE, *La direttiva Opa e la sua attuazione*, in A.A.Vv., *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino 2010, p. 297ss..

quando l'offerta stessa non decada"; per altro verso, che *"La mera ricerca di altre offerte non costituisce atto od operazione in contrasto con gli obiettivi dell'offerta"*; per altro verso ancora, che *"L'autorizzazione assembleare... è richiesta anche per l'attuazione di ogni decisione presa prima dell'inizio del periodo indicato nel comma 1, che non sia ancora stata attuata in tutto o in parte, che non rientri nel corso normale delle attività della società e la cui attuazione possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta"*²⁹.

Quanto, invece, alla regola di neutralizzazione, il nostro legislatore, in controtendenza rispetto alle scelte di *policy* in quel momento effettuate in Europa³⁰, pur se in ideale continuità con la regola contenuta nell'art. 123, 3° co., t.u.f.³¹, ha dato attuazione, con una previsione imperativa, a quanto previsto dall'art. 11 della direttiva OPA, da un lato, consentendo agli

²⁹ Ai sensi dell'art. 104 t.u.f., così come modificato dal d.lgs. 19 novembre 2007, n. 229, *"1. Salvo autorizzazione dell'assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società italiane quotate i cui titoli sono oggetto dell'offerta si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. L'obbligo di astensione si applica dalla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, e fino alla chiusura dell'offerta ovvero fino a quando l'offerta stessa non decada. La mera ricerca di altre offerte non costituisce atto od operazione in contrasto con gli obiettivi dell'offerta. Le assemblee deliberano, in ogni convocazione, con il voto favorevole di tanti soci che rappresentano almeno il trenta per cento del capitale. Resta ferma la responsabilità degli amministratori, dei componenti del consiglio di gestione e di sorveglianza e dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiuti. 1-bis. Le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione europea possono emettere azioni con diritto di voto subordinato all'effettuazione di un'offerta solo se, per il verificarsi della condizione, sia necessaria un'autorizzazione assembleare ai sensi del comma precedente. 1-ter. L'autorizzazione assembleare prevista dal comma 1 è richiesta anche per l'attuazione di ogni decisione presa prima dell'inizio del periodo indicato nel comma 1, che non sia ancora stata attuata in tutto o in parte, che non rientri nel corso normale delle attività della società e la cui attuazione possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. 2. I termini e le modalità di convocazione delle assemblee da tenersi in pendenza dell'offerta sono disciplinati, anche in deroga alle vigenti disposizioni di legge, con regolamento emanato dal Ministro della giustizia, sentita la Consob"*.

Si noti che il d.lgs. 229 del 2007 ha modificato anche la rubrica dell'articolo, con l'adozione della dicitura *"Difesa"* in luogo di *"Autorizzazione dell'assemblea"*: osserva, peraltro, A. TUCCI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in F. CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova 2010, t. 2, p. 922, in particolare n. 27, come l'originaria rubrica risultasse maggiormente appropriata, posto che l'ambito di applicazione dell'attuale disposizione non è limitato alle offerte ostili (sul punto, in ordine alla previgente disposizione, si veda il cap. II, par. 4).

³⁰ Cfr. *Report on the implementation of the Directive of the Takeover Bids*, cit., p. 12, in cui si evidenziava che, in sede di recepimento della direttiva OPA, solo la Lituania e la Lettonia (al pari di quanto avrebbe poi fatto l'Italia) avevano reso imperativa la disciplina della *breakthrough rule*.

³¹ Su cui si veda *supra*, cap. II, par. 7.

azionisti di decidere in merito all'offerta in assenza di vincoli statutari o contrattuali in grado di condizionare il voto ovvero il trasferimento di alcuni diritti; dall'altro, riconoscendo all'offerente che abbia acquisito, a seguito dell'offerta, almeno il 75% del capitale con diritto di voto, di poter esercitare liberamente i diritti di voto connessi con la partecipazione effettivamente acquisita sin dalla prima assemblea convocata successivamente alla chiusura dell'offerta, neutralizzando l'efficacia di eventuali clausole che possano ritardare o impedire l'assunzione del controllo³².

Alla scelta di aver reso obbligatorie per legge tanto la *passivity rule*, quanto la regola di neutralizzazione, è stata fatta seguire quella, ulteriore, di

³² Ai sensi dell'art. 104-bis t.u.f., (*Regola di neutralizzazione*), così come introdotto dal d.lgs. 19 novembre 2007, n. 229, "1. Fermo quanto previsto dall'articolo 123, comma 3, le disposizioni del presente articolo si applicano quando è promossa un'offerta pubblica di acquisto o di scambio avente ad oggetto i titoli emessi da società italiane quotate, ad esclusione delle società cooperative. 2. Nel periodo di adesione all'offerta non hanno effetto nei confronti dell'offerente le limitazioni al trasferimento di titoli previste nello statuto né hanno effetto, nelle assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni previste dall'articolo 104, le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali. 3. Quando, a seguito di un'offerta di cui al comma 1, l'offerente venga a detenere almeno il settantacinque per cento del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, nella prima assemblea che segue la chiusura dell'offerta, convocata per modificare lo statuto o per revocare o nominare gli amministratori o i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza non hanno effetto: a) le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali; b) qualsiasi diritto speciale in materia di nomina o revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza previsto nello statuto. 4. Le disposizioni di cui ai commi 2 e 3 non si applicano alle limitazioni statutarie al diritto di voto attribuito da titoli dotati di privilegi di natura patrimoniale. 5. Qualora l'offerta di cui al comma 1 abbia avuto esito positivo, l'offerente è tenuto a corrispondere un equo indennizzo per l'eventuale pregiudizio patrimoniale subito dai titolari dei diritti che l'applicazione delle disposizioni di cui ai commi 2 e 3 abbia reso non esercitabili, purché le disposizioni statutarie o contrattuali che costituiscono tali diritti fossero efficaci anteriormente alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1. La richiesta di indennizzo deve essere presentata all'offerente, a pena di decadenza, entro novanta giorni dalla chiusura dell'offerta ovvero, nel caso di cui al comma 3, entro novanta giorni dalla data dell'assemblea. In mancanza di accordo, l'ammontare dell'indennizzo eventualmente dovuto è fissato dal giudice in via equitativa, avendo riguardo, tra l'altro, al raffronto tra la media dei prezzi di mercato del titolo nei dodici mesi antecedenti la prima diffusione della notizia dell'offerta e l'andamento dei prezzi successivamente all'esito positivo dell'offerta. 6. L'indennizzo di cui al comma 5 non è dovuto per l'eventuale pregiudizio patrimoniale derivante dall'esercizio del diritto di voto in contrasto con un patto parasociale, se al momento dell'esercizio del diritto di voto è già stata presentata la dichiarazione di recesso di cui all'articolo 123, comma 3. 7. Restano ferme le disposizioni in materia di poteri speciali di cui all'articolo 2 del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, e successive modificazioni, e in materia di limiti di possesso azionario di cui all'articolo 3 del medesimo decreto-legge".

recepire la previsione di reciprocità, dal contenuta nell'art. 12 della direttiva OPA, prevedendo che le regole in questione potessero essere disapplicate nell'ipotesi in cui l'offerente, o un soggetto dal medesimo controllato, non fosse stato soggetto alle medesime disposizioni o a disposizioni equivalenti³³. A riguardo, merita di essere da subito evidenziato, pur se sul punto si avrà modo di tornare più avanti, che proprio la circostanza di aver reso obbligatoriamente applicabili sia la *passivity rule* sia la regola di neutralizzazione conferiva alla clausola di reciprocità un'operatività limitata all'ipotesi di OPA transfrontaliera proveniente da società con sede legale in altro Stato membro³⁴: solo in quest'ipotesi – se si eccettuano quelle, numericamente residuali, delle società italiane privatizzate e di quelle partecipate dallo Stato, su cui si dirà più avanti - sarebbe stato possibile trovare un offerente assoggetto ad una diversa disciplina delle misure di difesa e si sarebbe potuta giustificare una disapplicazione delle regole in questione finalizzata ad una contesa “ad armi pari”.

³³ Ai sensi dell'art. 104^{ter} t.u.f., (*Clausola di reciprocità*), così come introdotto dal d.lgs. 19 novembre 2007, n. 229, “1. Le disposizioni di cui agli articoli 104 e 104-bis, commi 2 e 3, non si applicano in caso di offerta pubblica promossa da chi non sia soggetto a tali disposizioni ovvero a disposizioni equivalenti, ovvero da una società o ente da questi controllata. In caso di offerta promossa di concerto, è sufficiente che a tali disposizioni non sia soggetto anche uno solo fra gli offerenti. 2. Nel caso in cui i soggetti di cui al comma 1 applichino disposizioni analoghe all'articolo 104, commi 1 e 1-ter, ma, anche con riguardo ad uno solo tra essi, la relativa assemblea sia costituita o deliberi secondo le regole meno rigorose di quelle stabilite dall'articolo 104, comma 1, le assemblee ivi previste sono costituite e deliberano con le maggioranze di cui agli articoli 2368 e 2369 del codice civile, secondo l'oggetto della delibera. 3. La Consob, su istanza dell'offerente o della società emittente ed entro venti giorni dalla presentazione di questa, determina se le disposizioni applicabili ai soggetti di cui al comma 1 siano equivalenti a quelle cui è soggetta la società emittente. La Consob stabilisce con regolamento i contenuti e le modalità di presentazione di tale istanza. 4. Qualsiasi misura idonea a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta adottata dalla società emittente in virtù di quanto disposto al comma 1 deve essere espressamente autorizzata dall'assemblea straordinaria, in vista di una eventuale offerta pubblica, nei diciotto mesi anteriori alla comunicazione della decisione di promuovere l'offerta ai sensi dell'articolo 102, comma 1. Fermo quanto disposto dall'articolo 114, tale autorizzazione è tempestivamente comunicata al mercato secondo le modalità previste ai sensi del medesimo articolo”.

³⁴ Per un primo esame delle principali questioni poste dall'ipotesi di OPA transfrontaliera si vedano G.B. PORTALE-U. TOMBARI, *Opa transnazionale e decentramento delle strutture di governance*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2002, I, p. 295ss.

4. La disapplicazione delle disposizioni di contrasto alle misure di difesa quale misura anticrisi: la disciplina del d.l. 29 novembre 2008, n. 185 (convertito nella l. 28 gennaio 2009, n. 2).

Il contesto di crisi che ha contraddistinto i mercati finanziari a partire dall'autunno del 2008³⁵ ed il temuto rischio di acquisizioni ostili delle società quotate italiane - rischio favorito dalla maggiore volatilità dei corsi azionari - hanno indotto il legislatore italiano a rivedere il modello di disciplina delle misure di difesa introdotto dal d.lgs. 2007, n. 229, in sede di (prima) attuazione della direttiva OPA³⁶. Revisione, questa, fortemente sollecitata dall'Autorità di vigilanza, la quale, in occasione di una duplice audizione parlamentare, ha ricondotto al quadro macroeconomico "nuove preoccupazioni sull'esposizione delle società quotate a tentativi di acquisizioni ostili"³⁷. L'intervento, a ben vedere, risulta, quanto a contenuto,

³⁵ Un esame del contesto in questione, a confronto con la crisi industriale del '29, e dei rimedi adottati dal legislatore italiano, con particolare riguardo al settore finanziario, è proposto da F. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009), Il caso italiano*, Padova 2009.

³⁶ Rischio che, come traspare dalle dichiarazioni dell'Autorità di Vigilanza, di cui si dirà a breve, sembra riferirsi all'ipotesi di acquisizioni poste in essere da parte di società straniere e, in particolare, da parte dei cd. fondi sovrani. Con tale ultima espressione si suole fare riferimento a fondi di investimento controllati da uno Stato ed in grado di agire su scala globale al fine di ottenere vantaggi non solo economici, ma anche strategici. Sui cd. fondi sovrani, anche con particolare riguardo agli impieghi, agli effetti sul piano sistemico ed alle conseguenti reazioni protezionistiche, si veda S. MEZZACAPO, *Law & Economics dei c.d. "Fondi Sovrani" d'investimento nell'ordinamento comunitario e nazionale*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2009, I, p. 55ss. Va sin d'ora anticipato, pur se sul punto si avrà modo di tornare nel successivo capitolo, che il rischio di offerta ostile da parte dei cd. fondi sovrani era in parte scongiurata dall'applicazione, all'emittente italiana, della regola di reciprocità, in forza della quale quest'ultima avrebbe potuto disapplicare la *passivity rule* e la regola di neutralità, verosimilmente non applicabili al fondo sovrano o al soggetto controllante il medesimo.

³⁷ Per un esame delle ragioni avanzate dalla Consob nella sollecitazione ad una modifica della disciplina si veda, in particolare, *Audizione del Presidente della Consob Lamberto Cardia, Camera dei Deputati VI Commissione Finanze*, Roma 29 ottobre 2008, reperibile in www.consob.it, pp. 18-19, nella quale si legge che "L'attuale situazione del mercato ha fatto emergere nuove preoccupazioni sull'esposizione delle società quotate a tentativi di acquisizioni ostili. Elevate sono, infatti, le limitazioni attualmente imposte dalla normativa nazionale alle capacità di difesa delle società; limitazioni legittime e giustificate in contesti ordinari di mercato diversi da quello attuale. Il legislatore italiano, nel recepire la direttiva comunitaria in materia, e la Consob, nell'adottare la relativa disciplina regolamentare, hanno optato per la massima apertura dei mercati, scegliendo di mantenere

a dir poco singolare: e ciò non tanto perché esprime al Parlamento, cui esso è stato rivolto, una chiara scelta di politica legislativa, oltretutto in contrasto con quella adottata dall'ordinamento sin dalla prima regolamentazione del fenomeno; quanto, piuttosto, perché manifesta “preoccupazioni” rispetto a possibili acquisizioni ostili, presentate come “legittime e giustificate” solo in “contesti ordinari di mercato”: viene spontaneo chiedersi se il *favor* sino a quel momento manifestato nei confronti del fenomeno trovasse giustificazione nel basso livello di rischio di acquisizione, insito nel contesto ordinario del mercato italiano, e se, dietro alla paventata mancanza di legittimità e giustificazione delle possibili offerte, non vi fosse, piuttosto, il timore dell'offerente estero (estraneo al contesto di mercato), secondo un non troppo celato protezionismo a favore delle “principali società italiane”³⁸.

L'obbligatorietà dell'approvazione assembleare per l'adozione degli strumenti di difesa e stabilendo altresì a tal fine un *quorum* speciale del 30% non richiesto dalla direttiva. È stata inoltre resa obbligatoria la regola che neutralizza le misure di difesa preventiva (quali limiti statuari al diritto di voto o diritti speciali in materia di nomina o revoca degli amministratori). Queste scelte possono essere rimediate, per agevolare eventuali difese, a fronte di tentativi di acquisizione delle principali società italiane ed allineare il nostro Paese agli orientamenti prevalenti nei principali ordinamenti europei, che consentono maggiore libertà alle singole società nel definire il grado di apertura dei propri assetti proprietari. In particolare, si potrebbe valutare l'opportunità di eliminare l'attuale imperatività delle norme in materia di tecniche di difesa e neutralizzazione, consentendo alle società scelte statuarie in tutto o in parte diverse”. Tali considerazioni sono state poi ulteriormente proposte in *La crisi finanziaria internazionale e i suoi riflessi nell'economia italiana, Audizione del Presidente della Consob Lamberto Cardia, Senato della Repubblica, 6 Commissione Finanza e Tesoro*, Roma 14 ottobre 2008, p. 24, reperibile in www.consob.it, in cui si ribadiscono le “preoccupazioni” per “le conseguenze che la situazione del mercato può avere sull'esposizione delle società quotate a tentativi di acquisizioni ostili” e si evidenziano “le limitazioni attualmente imposte dalla normativa nazionale – più restrittive di molti altri Paesi europei – alle capacità di difesa delle società...; limitazioni legittime e giustificate in contesti ordinari di mercato diversi da quello attuale”.

³⁸ Scettico nei confronti della posizione espressa dall'allora Presidente della Consob S. MICOSI, *La direttiva MiFID e la nuova struttura dei mercati regolamentati, Intervento al convegno “Dieci anni di Testo Unico della Finanza: bilanci e prospettive”*, Roma, Università di Tor Vergata, 29 ottobre 2008, reperibile in www.assonime.it, il quale aveva evidenziato “il sacrificio degli interessi degli azionisti non di controllo a favore di quelli del management, il quale potrebbe apprestare difese contro un'offerta non concordata senza sentire l'assemblea e senza preoccuparsi dei danni inferti al valore delle azioni. Una tale scelta potrebbe allontanare gli investitori esteri ancora presenti sul nostro mercato e, lungi dal rafforzarci, potrebbe renderci più deboli, perché più poveri di capitale”.

In ogni caso, la revisione ha trovato concreta realizzazione con il d.l. 29 novembre 2008, n. 185 (meglio noto come *decreto anticrisi*, a conferma dello scenario macroeconomico in cui esso è maturato), convertito nella l. 28 gennaio 2009, n. 2, il cui art. 13, con dichiarata adesione alle preoccupazioni di cui si è detto³⁹, ha messo mano alla regola di passività, alla regola di neutralizzazione ed alla clausola di reciprocità, attraverso una radicale modifica della precedente impostazione: modifica resa possibile in ragione dell'espressa reversibilità delle opzioni a disposizione di ciascuno Stato membro⁴⁰.

Con particolare riguardo alla *passivity rule*, tale provvedimento ne ha reso, anzitutto, opzionale l'operatività, benché si trattasse di una regola considerata in Italia, sino a quel momento, imperativa⁴¹ e ne ha disposto

³⁹ Si legge, infatti, nella Relazione illustrativa al d.l. 185 del 2008 che “L'attuale crisi dei mercati finanziari e il ribasso dei valori dei titoli azionari negoziati su mercati regolamentati ha condotto ad una nuova riflessione in merito alle modalità con le quali è stata data attuazione in Italia alle disposizioni recate dagli articoli 9 (*passivity rule*) e 11 (*break-through rule*) della direttiva 2004/25/Ce concernente le offerte pubbliche d'acquisto... Complessivamente l'attuale disciplina assicura un grado di contendibilità del controllo superiore a quello degli altri Paesi europei, la maggior parte dei quali ha invece preferito fare uso della possibilità offerta dalla direttiva medesima di rendere opzionali le disposizioni di cui agli articoli 9 e 11, consentendo alle società di prevederle nei propri statuti”.

⁴⁰ Come si è visto sopra, l'art. 12 della direttiva OPA, stabilisce che “*Gli Stati membri possono riservarsi il diritto di non esigere che le società di cui all'art. 1, paragrafo 1 con sede sociale nel loro territorio, applichino l'articolo 9, paragrafi 2 e 3, e/o l'art. 11*” (1° paragrafo) e che “*Quando si avvalgono dell'opzione di cui al paragrafo 1, gli Stati membri devono comunque conferire alle società con sede sociale nel loro territorio la facoltà, che è reversibile, di applicare di applicare l'art. 9, paragrafi 2 e 3, e/o l'articolo 11, fermo restando l'articolo 11, paragrafo 7*” (paragrafo 2).

⁴¹ È ciò che si può evincere dalla comunicazione n. DAL/99058868 del 29 luglio 1999, avente ad oggetto *Quesiti concernenti la disciplina delle azioni di risparmio, delle partecipazioni rilevanti e delle offerte obbligatorie*, resa in un caso in cui la Consob era stata chiamata ad esprimersi intorno all'ipotesi di una previsione statutaria in base alla quale ai titolari di azioni di risparmio sarebbe stato riconosciuto il diritto di convertirle in azioni ordinarie, secondo un rapporto paritario, al verificarsi di taluni eventi tra i quali figurava anche l'OPA conclusa dall'offerente a determinate condizioni: a riguardo la Commissione aveva avuto modo di affermare che “le scelte compiute dal legislatore nella regolamentazione del mercato del controllo societario delle società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati non sono derogabili in sede statutaria né nel senso di rendere le società più facilmente scalabili, né nel senso di rendere particolarmente ardua la scalata. La portata imperativa delle norme in questione, confermata anche dalle sanzioni che le corredano, è funzionale all'obiettivo di realizzare un difficile equilibrio tra diversi e talvolta contrapposti interessi, di natura pubblica e privata, fra i quali, con riferimento agli

l'applicazione solo nell'ipotesi in cui gli statuti delle società italiane quotate l'avessero prevista: in conseguenza di ciò, se lo statuto non avesse disposto nulla a riguardo – com'era altamente probabile al momento dell'entrata in vigore di tale decreto, stante il pregresso regime di *opt in* statale - l'adozione delle misure da parte dell'organo amministrativo non avrebbe richiesto l'autorizzazione dell'assemblea⁴².

Sempre con riguardo alla *passivity rule*, il provvedimento in questione ha rimosso la previsione del *quorum* del 30% per le delibere dell'assemblea chiamata a pronunciarsi sull'adozione delle misure difensive, consentendo così, in ipotesi di applicazione statutaria della regola, che la relativa autorizzazione alle misure di difesa dovesse essere resa non già con il *quorum* rafforzato, ma con quelli propri dell'assemblea ordinaria o straordinaria a seconda della competenza della delibera.

Inoltre, sempre con riguardo alla *passivity rule*, tale provvedimento ha abrogato la previsione contenuta nel comma 1-*bis* dell'art. 104 t.u.f., la quale consentiva l'emissione di azioni con voto subordinato all'effettuarsi di

obiettivi assegnati alla Consob dall'art. 91 del T.U., figurano sia l'efficienza del mercato del controllo societario sia la tutela degli investitori". A detta della Commissione "Il bilanciamento degli interessi operato a tal riguardo dall'ordinamento impedisce, dunque, di introdurre variazioni nel sistema che rischierebbero di compromettere l'equilibrio voluto dal legislatore. È possibile, come attesta l'art. 104 del Testo Unico, il ricorso a tecniche di difesa deliberate successivamente alla promozione dell'offerta, ma tenendo conto delle sue caratteristiche concrete e con deliberazione assunta a maggioranza particolarmente qualificata; non è invece possibile operare statutariamente a fine di limitare a priori la possibilità che un'offerta venga promossa".

⁴² Emblematica della natura dell'intervento è la tecnica legislativa impiegata, costituita dalla riformulazione del 1° co. dell'art. 104 t.u.f., secondo cui "Gli statuti delle società italiane quotate possono prevedere che, quando sia promossa un'offerta pubblica di acquisto o di scambio avente ad oggetto i titoli da loro emessi, si applichino le regole previste dai commi 1-bis e 1-ter". Critico sul punto S. CAPPIELLO, *Le difese dalle offerte pubbliche di acquisto tra regolamentazione e autonomia statutaria*, in AA.VV., *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di G. Ferri jr e M. Stella Richter jr, Milano 2010, 234, secondo cui la transizione al regime di derogabilità avrebbe dovuto essere realizzata "consentendo agli statuti la facoltà di derogare alla norma sino ad allora vigente (*opt-out*), richiedendo in altri termini agli azionisti di pronunciarsi sul cambiamento delle regole del gioco mentre questo è in corso, e non stabilendo – come invece è avvenuto – un ribaltamento della regola di *default* e rimettendo all'assemblea straordinaria l'onere di un ritorno all'assetto precedente (*opt-in*)". Va osservato, tuttavia, che in tale ipotesi non si sarebbe realizzato l'immediato adeguamento del modello alla contingente situazione economica, così come auspicato, invece, dal legislatore.

un'offerta, purché per il verificarsi della condizione fosse necessaria l'autorizzazione dell'assemblea: la previsione era stata introdotta con il d. lgs. 6 febbraio 2004, n. 37 (cd. *decreto correttivo societario*) in considerazione dell'esigenza di coordinare la previsione di cui all'art. 2351, 2° co., c.c. – disposizione che, com'è noto, consente l'emissione di azioni con diritto di voto condizionato a particolari eventi (tra i quali, eventualmente, anche il lancio di un'OPA) - con la sua idoneità ad essere impiegata per l'emissione di azioni di contrasto dell'offerta, posto che esse, al verificarsi dell'evento in questione, avrebbero consentito di votare a favore dell'adozione di misure difensive contro scalate sgradite⁴³. L'introduzione di un simile strumento aveva reso opportuna, per coerenza sistematica con quanto previsto per l'adozione di misure difensive⁴⁴, la previsione dell'autorizzazione assembleare anche per l'esercizio del diritto di voto riconosciuto a tali azioni, come se esso stesso rappresentasse una misura difensiva (cd. autorizzazione di

⁴³ Cfr. sul punto M. GATTI, *Le azioni con voto subordinato all'effettuazione di un'opa e l'autorizzazione di conferma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 512, secondo cui “Laddove tali azioni siano collocate nelle mani di soggetti in qualche maniera vicini al gruppo di vertice e il cui voto sia subordinato a un evento legato a un mutamento del controllo, un potenziale offerente verrebbe a essere fortemente diluito al momento del lancio dell'offerta e, anticipando una tale situazione, si vedrebbe costretto ad abbandonare il progetto acquisitivo, per lo meno come originariamente contemplato”; a n. 4, l'A. evidenzia che “quand'anche tali azioni siano nelle mani di azionisti non particolarmente vicini ai vertici, l'offerente si troverebbe non di meno nella situazione di dover sborsare molto di più di quanto avrebbe dovuto, ove avesse potuto limitarsi ad acquistare azioni solo azioni – originariamente – a voto pieno”, mentre, con riferimento all'eventualità in cui le azioni a voto subordinato possano avere quale ulteriore effetto antiscalata quello di rendere più agevole l'assunzione di delibere difensive – eventualità indicata da A. STABILINI-A. TOFFOLETTO, «*Contendere*» il controllo è in linea con il sistema, in *Il Sole 24 Ore*, 14 novembre 2003, p. 30 – rileva come essa presupponga che “le azioni con voto subordinato siano state collocate in maniera preponderante presso *insiders*, il cui voto sarà nella normalità dei casi a favore della misura difensiva. In caso contrario, non è possibile affermare con certezza che l'assunzione della delibera difensiva sia di per sé più probabile: anzi, proprio in considerazione del fatto che con il verificarsi della condizione aumenta automaticamente il denominatore del *quorum* minimo richiesto, la delibera diviene in realtà, *ceteris paribus* (ossia, assumendo che gli azionisti votino secondo le proprie genuine preferenze in merito alla riuscita dell'offerta), meno probabile”.

⁴⁴ Come evidenziato da A. STABILINI, *Italy: passive aggression*, in *Eur. Lawyer*, 2010, 92, p. 38, questo primo intervento non aveva cambiato lo spirito della *passivity rule* ma, al contrario, aveva chiarito che l'autorizzazione degli azionisti era altresì richiesta per consentire alle “azioni dormienti” di votare nelle assemblee una misura difensiva.

conferma)⁴⁵: coerenza sistematica venuta meno per effetto del venir meno della stessa obbligatorietà della *passivity rule*⁴⁶ e, soprattutto, ulteriore strumento a difesa di scalate non gradite⁴⁷.

Quanto alla regola di neutralizzazione, il *decreto anticrisi* ha provveduto a renderla opzionale, prevedendo, sull'esempio della modifica introdotta con riferimento alla *passivity rule*, che essa operasse solo nell'ipotesi in cui fosse prevista dagli statuti delle società quotate italiane⁴⁸; al tempo stesso, ha confermato la regola di reciprocità, coordinandola alle nuove previsioni e, quindi, subordinando la disapplicazione delle regole di passività e/o di

⁴⁵ Cfr. comunicazioni Consob nn. DEM/8095683 e DEM/8095703 del 17 ottobre 2008, consultabili in www.consob.it, le quali definivano il comma 1-*bis* dell'art. 104 t.u.f. come “un corollario della disciplina generale della cd. *passivity rule* accolta nel nostro ordinamento”, ritenendo che andasse applicata “ogni qualvolta l'emissione di azioni speciali a voto subordinato, per le caratteristiche di queste, sia idonea a fungere anche da misura volta a contrastare gli obiettivi di un'offerta volta all'acquisizione del controllo di una società quotata, potendo indurre l'offerente a desistere dalle sue intenzioni proprio in considerazione degli effetti della “rinascita” del voto – o del voto pieno rilevante per il controllo – per la categoria in esame”.

⁴⁶ Cfr. circolare Assonime n. 18 del 2009, in *Soc.*, 2009, p. 547.

⁴⁷ Come sopra ricordato, tuttavia, prima dell'introduzione della previsione in questione ad opera del d. lgs. 6 febbraio 2004, n. 37, la Consob con la citata comunicazione n. DAL/99058868 del 29 luglio 1999, avente ad oggetto *Quesiti concernenti la disciplina delle azioni di risparmio, delle partecipazioni rilevanti e delle offerte obbligatorie*, aveva ritenuto non compatibile con la disciplina dell'OPA un'ipotesi di clausola statutaria contenente la previsione secondo cui, in caso di un'OPA delle azioni ordinarie della società, spettasse agli azionisti di risparmio un diritto di conversione delle proprie azioni in azioni ordinarie, in considerazione della natura ritenuta inderogabile delle scelte compiute dal legislatore sul punto. Si vedrà che tali motivazioni non sembrano oggi compatibili con il carattere derogabile delle disposizioni in tema di misure difensive, introdotto dapprima dallo stesso d.l. 29 novembre 2008, n. 185 e successivamente confermato, seppur in diversa prospettiva, dal d.lgs. 25 settembre 2009, n. 146, di cui a breve si dirà.

⁴⁸ Il provvedimento in questione ha, invece, mantenuto il principio previsto dall'art. 123, 3° co., t.u.f., con riferimento al recesso senza preavviso dai patti parasociali indicati nell'art. 122 t.u.f., nonché il regime previsto dal d.l. 31 maggio 1994, n. 332, convertito con l. 30 luglio 1994, n. 474, per le società privatizzate in relazione ai poteri speciali ed ai limiti al possesso azionario dello Stato (regime, quest'ultimo, di cui si dirà più avanti al par. 16 del presente capitolo), pur se, come si dirà, è stato introdotto il riferimento ai “limiti al diritto di voto” disposti in conformità dell'art. 3 del medesimo provvedimento. Anche in questo caso, l'intervento legislativo ha riformulato il 1° co. dell'art. 104*bis*, stabilendo che “Fermo quanto previsto dall'art. 123, comma 3, gli statuti delle società italiane quotate, diverse dalle società cooperative, possono prevedere che, quando sia promossa un'offerta pubblica di acquisto o di scambio avente ad oggetto i titoli da loro emessi si applichino le regole previste dai commi 2 e 3”.

neutralizzazione all'ipotesi in cui gli statuti ne avessero previsto l'applicazione ed escludendo che, per la preventiva autorizzazione a ricorrere alle misure difensive, fosse necessaria l'autorizzazione dell'assemblea straordinaria⁴⁹; la regola di reciprocità, pertanto, si prestava ad operare anche in un contesto nazionale, stante la presenza – lo si ripete: del tutto improbabile, però, al momento dell'intervento legislativo – di società con diverse scelte in ordine al modello di gestione delle misure di difesa.

La complessiva impostazione risultante da tale provvedimento ben rispondeva all'intento di agevolare l'adozione di misure difensive e favorire, così, una minore contendibilità delle società italiane; tale impostazione, peraltro, è stata successivamente confermata dal d.l. 10 febbraio 2009, n. 5, recante “*misure urgenti a sostegno dei settori industriali in crisi*” (meglio noto come *decreto incentivi*), convertito nella l. 9 aprile 2009, n. 33, il cui art. 7, nei suoi commi da 3-*quater* a 3-*sexies*, ha posto ulteriori limiti alla possibilità di cambiamento del controllo⁵⁰.

In particolare, con l'intenzione di “*sostenere le imprese interessate dall'attuale congiuntura economico-finanziaria rafforzando gli strumenti di difesa da manovre*”

⁴⁹ Ai sensi del 1° co. dell'art. 104^{ter} t.u.f., così come modificato, la disapplicazione avrebbe avuto luogo nei confronti della *passivity rule* e/o della regola di neutralizzazione “*Qualora previste dagli statuti*”. Ai sensi del 4° co. aggiunto con il provvedimento in questione “*Qualsiasi misura idonea a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta adottata dalla società emittente in virtù di quanto disposto al comma 1 deve essere espressamente autorizzata dall'assemblea in vista di una eventuale offerta pubblica, nei diciotto mesi anteriori alla comunicazione della decisione di promuovere l'offerta ai sensi dell'articolo 102, comma 1. Fermo quanto disposto dall'articolo 114, l'autorizzazione prevista dal presente comma è tempestivamente comunicata al mercato secondo le modalità previste ai sensi del medesimo articolo 114*”. L'esclusione della necessità dell'approvazione dell'assemblea straordinaria per la preventiva autorizzazione al ricorso alle misure difensive è stata interpretata come volontà di attribuire la relativa competenza all'assemblea ordinaria o straordinaria a seconda della misura da adottare: cfr. circolare Assonime n. 18 del 2009, cit., p. 551.

⁵⁰ Solo impropriamente i commi in questione sono stati inseriti all'interno dell'art. 7, intitolato ai *Controlli fiscali*: per una critica alla moderna tecnica legislativa, con particolare riguardo alla disciplina dei mercati finanziari, si veda G. ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, cit., p. 1ss.

*speculative*⁵¹, il co. 3-*quater*, modificando l'art. 106 t.u.f. e collocando nella fonte primaria la regolamentazione della materia del consolidamento della partecipazione, ha escluso la sussistenza di un obbligo di offerta qualora un soggetto, che già detenga una partecipazione superiore al 30% senza però disporre del controllo di diritto, effettui acquisti non superiori al 5% del capitale nell'arco dei dodici mesi, con ciò modificando il precedente limite del 3%, posto dall'art. 46 del reg. Consob n. 11971 del 1999⁵².

Con analoga intenzione, il co. 3-*quinqies*, intervenendo sull'art. 120 t.u.f., ha attribuito alla Consob “*con provvedimento motivato da esigenze di tutela degli investitori nonché di efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali*”, la potestà di prevedere, “*per un limitato periodo di tempo*”, soglie inferiori a quella del 2%, già prevista dalla stessa disposizione, ai fini della comunicazione delle partecipazioni rilevanti⁵³: potestà, questa, da

⁵¹ Così (singolarmente) il co. 3-*quater* dell'art. 7 della l. n. 33 del 2009: critico, a riguardo, R. LENER, *Basta passività, difendiamo l'italianità! L'OPA obbligatoria dinanzi alla crisi dei mercati*, in *Analisi giur. econ.*, 2009, p. 63, secondo cui appare “discutibile [la] scelta di collocare nella norma quanto avrebbe dovuto, piuttosto, essere inserito nella relazione di accompagnamento”.

⁵² Il precedente testo dell'art. 106 t.u.f., infatti, affidava alla Consob il potere di disciplinare con regolamento le ipotesi in cui l'obbligo di offerta conseguisse ad acquisti da parte di coloro che già detenessero una partecipazione superiore al 30% senza, tuttavia, disporre della maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria. La Consob, per parte sua, aveva esercitato tale potere regolamentare prevedendo, all'art. 46 del Regolamento n. 11971 del 1999, che l'obbligo conseguisse all'acquisto di più del 3% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto. L'innalzamento di tale soglia da parte della l. 33 del 2009 consente di consolidare il controllo di fatto eventualmente già sussistente, riducendo i costi che deriverebbero dall'obbligo di OPA totalitaria (la quale, com'è noto, dovrebbe essere promossa a un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo nei dodici mesi anteriori al superamento della soglia del 30%).

⁵³ Con questo intervento, pertanto, gli azionisti con una quota di capitale con diritto di voto inferiore alla soglia del 2%, potrebbero essere obbligati a rendere noto al mercato l'acquisto della partecipazione, così da impedire loro rastrellamenti di azioni senza *disclosure*. Come evidenziato da A. PORTOLANO, *Un'analisi economica della passivity rule nel Testo unico della finanza*, in *Merc. conc. regole*, 2000, p. 67, n. 69, “Una soglia bassa anticipa il momento in cui il *management* del bersaglio è allertato di una possibile attività di rastrellamento di titoli sul mercato e può quindi reagire, senza che sia scattato il divieto di cui all'art. 104”. Va, peraltro, osservato che, secondo quanto rilevato da M. MARTINI, *The New Italian Law on Takeover Bids*, in *Quad. finanza*, Consob, n. 32, 1999, p. 11, l'abbassamento della soglia riduce la possibilità che gli azionisti della società emittente

esercitare con riferimento alle “*società ad elevato valore corrente di mercato e ad azionariato particolarmente diffuso*”⁵⁴; mentre il co. 3^{sexies}, modificando l’art. 2357^{bis} c.c., ha elevato dal 10% al 20% del capitale sociale il limite massimo per l’acquisto di azioni proprie⁵⁵.

Con tale provvedimento, in definitiva, il legislatore italiano, nel ricordato intento di sostegno alle imprese, ha adottato provvedimenti normativi volti a rendere difficilmente contendibili le società italiane e, di fatto, a congelare gli assetti proprietari esistenti: scopo perseguito principalmente con la modifica del modello di regolamentazione delle stesse misure di difesa⁵⁶.

siano discriminati nella vendita dei titoli a seconda della circostanza che essa avvenga entro o oltre la soglia prevista per l’obbligo di comunicazione.

⁵⁴ Nel senso della scarsa chiarezza in ordine ai destinatari della disposizione – una sorta di “*società particolarmente aperte*” – è R. LENER, *op. ult. cit.*, p. 63s.

⁵⁵ Si tratta di un intervento con una chiara finalità antisalata, non tanto perché teso all’eventuale consolidamento del controllo, trattandosi di azioni che non attribuiscono il diritto di voto, pur se computate ai fini del calcolo delle maggioranze assembleari; quanto, piuttosto, per la funzione di riduzione del flottante: si noti che, in quest’ottica, l’acquisto di azioni proprie può conseguire ad un’ipotesi di cd. “*greenmail*”, il quale consiste nell’accumulo, da parte di uno scalatore, di un consistente quantitativo di azioni emesse da una società, che vengono poi rivendute con un notevole margine di guadagno alla stessa emittente, con il ricatto di procedere in caso contrario ad un’OPA ostile (cfr., sul punto, R. WEIGMANN, *Le offerte*, cit. p. 583). Nel caso di specie, peraltro, il rischio di *greenmail*, in parte già scongiurato dall’operatività degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti (com’è per l’art. 120 t.u.f.), è altresì ostacolato dalla potestà della Consob di ridurre ulteriormente, a fronte di esigenze di tutela degli investitori nonché di efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali, la soglia a fronte della quale scatta l’obbligo di comunicazione: ipotesi, questa, che consente alla società potenziale bersaglio di effettuare anticipatamente l’acquisto di azioni proprie.

Non va trascurato, infine che l’acquisto di azioni proprie può avere una funzione antisalata allorché sia funzionale all’aumento del corso azionario, tale da rendere più costoso l’eventuale tentativo di salata: in questo caso, però, l’acquisto di azioni proprie, ricorrendone i presupposti, potrebbe integrare un’ipotesi di manipolazione del mercato ai sensi dell’art. 185 t.u.f.: come osservato da R. LENER, *C’è una ratio per i limiti all’acquisto di proprie azioni?*, in in AA.VV., *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di G. Ferri jr e M. Stella Richter jr, Milano 2010, p. 134, tale meccanismo antisalata rappresenta uno strumento da usare con cautela per il rischio che si trasformi in meccanismo manipolativo del mercato, “particolarmente pericoloso proprio là dove latitano gli investitori – come nei momenti di crisi – e sia per ciò facile influenzare il corso dei titoli”.

⁵⁶ Critici nei confronti dell’intervento C. BRESCIA MORRA, *Nuove regole sull’opa: un passo indietro*, in <http://www.nelmerito.com>, 30 ottobre 2008; S. BRAGANTINI, *Troppa protezione fa male*, in *Il Corriere della Sera*, 29 novembre 2008, 43.

5. Il ritorno alla normalità: la disciplina del d.lgs. 25 settembre 2009, n. 146.

A distanza di appena un anno dall'entrata in vigore delle misure anticrisi, il legislatore italiano, accogliendo ancora una volta l'auspicio della Consob⁵⁷, oltre che dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato⁵⁸, ha rimesso mano alla disciplina dell'OPA e, in particolare, alla disciplina delle misure difensive: nonostante fosse stato originariamente prospettato come "limitata revisione di alcune disposizioni, di carattere

⁵⁷ Cfr. *Incontro annuale con il mercato finanziario, Discorso del Presidente Lamberto Cardia*, Milano 13 luglio 2009, p. 19, reperibile in www.consob.it, in cui, dopo aver dato conto che "In Italia, modifiche alla disciplina sulle opa e sulle partecipazioni rilevanti, apportate in una fase di drammatica instabilità dei mercati, hanno attenuato l'elevata apertura alla contendibilità del controllo, che ha caratterizzato – più che in altri paesi europei – il quadro normativo", auspicava che una volta superata la fase di emergenza, per quelle modifiche fossero previsti "limiti temporali": auspicio che, anche in questo caso, il Parlamento non ha disatteso.

⁵⁸ Cfr. il provvedimento n. 19776, *Norme in materia di acquisto di azioni proprie ed esercizio dell'opa*, in *Boll.*, 15 del 4 maggio 2009, p. 139, reso dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, chiamata a pronunciarsi sull'impatto che le disposizioni cd. anticrisi introdotte avrebbero potuto avere sul funzionamento complessivo del mercato finanziario. In tale suo provvedimento l'Autorità, dopo aver premesso che le modifiche introdotte si inquadravano nel novero degli strumenti predisposti dall'Esecutivo al fine di fronteggiare gli effetti della congiuntura economica, ha indicato le "diffuse preoccupazioni sull'esposizione delle società quotate a tentativi di acquisizioni ostili da parte di soggetti stranieri (in particolare, i cd. fondi sovrani)" come motivo dell'intervento legislativo ed ha precisato che tali preoccupazioni nascevano, in particolare, "dalla considerazione dei numerosi vincoli previsti dalla normativa interna che, in caso di scalate non negoziate, limitano le capacità di difesa delle società italiane; vincoli che, se risultano legittimi e giustificati in contesti ordinari di mercato, suggeriscono una più attenta valutazione nel contesto di situazioni eccezionali, al fine di individuare presidi che, senza impedire il funzionamento dei meccanismi di mercato, agevolino eventuali difese e assicurino "parità" concorrenziale alle imprese italiane, ponendo rimedio alle asimmetrie esistenti tra gli ordinamenti nazionali (anche in ambito comunitario) relativamente al grado di apertura e di contendibilità degli assetti societari". La motivazione non può che suscitare qualche perplessità non solo perché, al fine di assicurare il rimedio alle asimmetrie esistenti tra gli ordinamenti, finisce per giustificare l'adozione di un modello che, di fatto, spinge al protezionismo dei singoli ordinamenti; ma, soprattutto, perché – come meglio si vedrà più avanti (cap. IV, par. 5) – la scalata dei tanto temuti fondi sovrani o di società che non avessero optato per i medesimi vincoli previsti dalla normativa italiana in materia di scalata, avrebbe pur sempre potuto operare la clausola di reciprocità.

eminentemente tecnico”⁵⁹, all’esito del procedimento di sua approvazione, tale intervento ha finito per incidere parzialmente, seppur ancora una volta significativamente, sulla disciplina in questione⁶⁰.

Con il d.lgs. 25 settembre 2009, n. 146, il legislatore italiano ha modificato, ancora una volta, pur se con effetto differito, la *passivity rule*⁶¹: ha ripristinato, infatti, l’operatività di tale regola rendendola, quindi, regola ordinaria del modello “legale” di regolamentazione delle misure di difesa. Tuttavia, con apposita previsione, ha riconosciuto ai soci la facoltà di derogare, anche solo in parte, a tale regola, prescrivendo regole informative, all’autorità di vigilanza ed al mercato, circa le scelte assunte⁶².

Allo stesso tempo, il legislatore italiano ha tenuto ferma la natura opzionale, oltre che del tutto eventuale, della regola di neutralizzazione, nonché l’operatività della regola di reciprocità: regola che, in ragione delle

⁵⁹ Così la Relazione illustrativa allo schema di decreto legislativo (contenente *Disposizioni integrative e correttive del decreto legislativo 19 novembre 2007, n. 229 in attuazione della delega di cui all’articolo 1, comma 5, della legge 18 aprile 2005, n. 62*) presentato alla Presidenza del Senato il 26 giugno 2009 e disponibile nel sito www.senato.it.

⁶⁰ Sull’originaria versione del decreto si vedano anche i rilievi sottoposti all’attenzione del Parlamento da Assonime, riportati da A. OLIVIERI, *Assonime: «Eliminare le norme anti-Opa»*, in *Il Sole 24 Ore*, 28 luglio 2009, p. 33; in particolare, l’associazione segnalava la necessità di intervenire sulla disciplina delle misure difensive introdotta dalla legislazione anticrisi evidenziando che “queste norme, introdotte come reazione a una situazione contingente, rendono il nostro mercato dei capitali meno attraente per gli investitori istituzionali, scoraggiando l’afflusso di capitali dall’estero”.

⁶¹ Il d.lgs. 25 settembre 2009, n. 146, è infatti entrato in vigore il 6 novembre 2009, ad eccezione che per le modifiche introdotte agli artt. 104 e 104^{ter} t.u.f. per le quali il termine di applicazione è stato differito al 1° luglio 2010, allo scopo di consentire alle società italiane quotate di procedere, nel corso dell’assemblea annuale, alla modifica dello statuto per scegliere il regime applicabile: si legge nella Relazione illustrativa al decreto che “tale soluzione, infatti, assicura il temperamento fra l’esigenza di tutela degli azionisti (data la necessità della delibera di modifica dello statuto) e l’obiettivo di porre le società quotate in condizioni di parità con quelle degli altri paesi europei. Come suggerito dalla Commissione parlamentare si è disposto che la nuova disposizione entri in vigore solo il 1° luglio 2010 consentendo agli emittenti di apportare, ove lo ritengano, le opportune modifiche statutarie nell’ambito della prossima stagione assembleare. Fino a tale data, quindi, continuerà ad applicarsi l’articolo 104, come ora vigente”.

⁶² Cfr. il co. 1^{ter} dell’art. 104 t.u.f., secondo cui “*Gli statuti possono derogare, in tutto o in parte, alle disposizioni dei commi 1 e 1-bis. Le società comunicano le deroghe approvate ai sensi del presente comma alla Consob e alle autorità di vigilanza in materia di offerte pubbliche di acquisto degli Stati membri in cui i loro titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o in cui è stata chiesta tale ammissione. Fermo quanto disposto dall’articolo 114, tali deroghe sono altresì tempestivamente comunicate al pubblico secondo le modalità previste dalla medesima disposizione*”.

diverse opzioni riconosciute alle società italiane, mantiene così un ambito di applicazione anche al di fuori dell'ipotesi di OPA transfrontaliera.

Parte seconda

SOMMARIO: 6. Il modello “legale”: la *passivity rule* e la sua decorrenza. - 7. La ricerca del “cavaliero bianco”. - 8. L’esecuzione di atti deliberati prima dell’offerta. - 9. La *passivity rule* ed i modelli “convenzionali”. - 10. La violazione del divieto e la sorte degli atti compiuti. - 11. La responsabilità degli amministratori per gli atti e le operazioni compiute. - 12. L’abrogazione della sanzione amministrativa. - 13. La regola di neutralizzazione. - 13.1. Limitazioni statutarie al trasferimento delle azioni. - 13.2. - Limitazioni al diritto di voto contenute nello statuto o in patti parasociali. - 13.3. limitazioni al diritto di voto e diritti speciali in caso di successo dell’OPA. - 13.4. L’indennizzo - 14. La “via statutaria” per la neutralizzazione. - 15. Le modifiche statutarie in materia di misure di difesa ed il diritto di recesso. - 16. Misure di difesa a disposizione delle società privatizzate e partecipate dallo Stato.

6. Il modello “legale”: la *passivity rule* e la sua decorrenza.

Come si è appena ricordato, il d.lgs. 25 settembre 2009, n. 146, ha stabilito quale modello di regolamentazione delle misure di difesa per le società quotate, un modello che prevede quale regola ordinaria l’integrale applicazione della *passivity rule*, salva la facoltà, riconosciuta alle singole società di *opt-out* statutario, anche parziale.

In tale modello predisposto dal legislatore – modello che, per semplicità, si indicherà di seguito come modello “legale”, in contrapposizione ai modelli risultanti dall’esercizio delle facoltà di deroga, che si indicheranno di seguito come “convenzionali” – la *passivity rule* risulta, pertanto, una regola ordinariamente operante, al pari di quanto avveniva, pur se con portata inderogabile, nell’originaria disciplina contenuta nel t.u.f.

Nel mantenere inalterata, rispetto a tale originaria disciplina, la modalità di individuazione degli atti e delle operazioni vietate all’organo amministrativo in pendenza dell’offerta - modalità ancora legata alla

previsione di carattere generale, contenuta nell'art. 104 t.u.f., degli *atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta*⁶³ - il modello introdotto dalla disciplina di recepimento della direttiva OPA ha costituito l'occasione per prendere posizione su questioni che, in passato, non avevano mancato di sollevare importanti dubbi in ordine alla corretta applicazione della *passivity rule*: questioni rappresentate dal momento di decorrenza di tale regola, dalla possibilità per gli amministratori, nella vigenza della stessa, di cercare altre offerte, nonché dal rapporto tra la regola in questione e gli atti deliberati prima dell'offerta; questioni che, come si può facilmente immaginare, possono condizionare l'agire degli amministratori in pendenza dell'offerta e, più in generale, la riuscita dell'offerta stessa.

La prima di tali questioni – la decorrenza della *rule* - aveva messo a dura prova il previgente assetto disciplinare in occasione dell'acquisizione, originariamente sorta come ostile, condotta da Assicurazioni Generali S.p.A. nei confronti di Ina S.p.A.: allora, infatti, il quadro normativo tracciato dalla fonte di rango primario non determinava il momento a partire dal quale gli atti e le operazioni idonee a contrastare l'offerta avrebbero reso necessaria la specifica autorizzazione assembleare. In particolare, la versione del t.u.f. allora vigente, affermata la necessità di tale autorizzazione, si era limitato ad imporre, a carico di coloro che avessero effettuato un'OPA, l'obbligo di dare una preventiva *comunicazione* alla Consob allegando un *documento*, destinato alla pubblicazione, contenente le informazioni necessarie per consentire ai destinatari dell'offerta di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta medesima⁶⁴.

⁶³ Cfr., a riguardo, il cap. II, par. 5.

⁶⁴ Il riferimento è all'originaria versione dell'art. 102, 1° co., t.u.f., *Obblighi degli offerenti e poteri interdittivi*, secondo cui “Coloro che effettuano un'offerta pubblica di acquisto o di scambio ne danno preventiva comunicazione alla Consob, allegando un documento, destinato alla pubblicazione, contenente le informazioni necessarie per consentire ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta”. Il 2° co. di tale disposizione stabiliva un termine di quindici giorni (ovvero di trenta, in caso di offerte aventi ad oggetto o corrispettivo prodotti finanziari non quotati

Il regolamento adottato dalla Consob nell'esercizio della potestà regolamentare alla stessa attribuita dall'art. 103 t.u.f. nella formulazione allora vigente, aveva imposto, a carico di coloro che avessero effettuato l'OPA, un obbligo di preventiva comunicazione al mercato ed all'emittente, oltre che alla stessa Consob, circa tale propria intenzione, con l'indicazione degli elementi essenziali dell'operazione, delle finalità e dei nomi di eventuali consulenti⁶⁵; quindi, aveva definito il *periodo d'offerta* come quello “*intercorrente tra la data della prima comunicazione al mercato e la data prevista per il pagamento del corrispettivo*”⁶⁶.

Poiché, però, come si evinceva dalla disciplina di attuazione, la *comunicazione* dell'intenzione di proporre l'offerta avrebbe potuto non essere

né diffusi tra il pubblico ai sensi dell'art. 116 t.u.f.) entro il quale la Consob avrebbe potuto indicare agli offerenti informazioni integrative da fornire e specifiche modalità di pubblicazione del documento d'offerta, nonché particolari garanzie da prestare, ed aggiungeva che “*decorso tale termine, il documento può essere pubblicato*”. Per parte sua, l'art. 104 t.u.f., *Autorizzazione dell'assemblea*, stabiliva che “*Salvo autorizzazione dell'assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società italiane le cui azioni oggetto dell'offerta sono quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. Le assemblee deliberano, anche in seconda o in terza convocazione, con il voto favorevole di tanti soci che rappresentano almeno il trenta per cento del capitale. Resta ferma la responsabilità degli amministratori e dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiuti. 2. I termini e le modalità di convocazione delle assemblee da tenersi in pendenza dell'offerta sono disciplinati, anche in deroga alle vigenti disposizioni di legge, con regolamento emanato dal Ministro di grazia e giustizia, sentita la Consob*”; nulla stabiliva, invece, circa il momento a partire dal quale si sarebbe dovuta richiedere l'autorizzazione dell'assemblea.

⁶⁵ L'art. 37, 1° co., del Regolamento Emittenti (nella formulazione allora vigente), così stabiliva: “*colui che intende procedere ad una offerta pubblica comunica senza indugio, fuori dall'orario di contrattazione, contestualmente al mercato, all'emittente e alla Consob gli elementi essenziali, le finalità dell'operazione e i nomi degli eventuali consulenti*”

⁶⁶ Così l'art. 35, lett. c), del Regolamento Emittenti, nella sua originaria formulazione. La prima comunicazione era il momento a partire dal quale trovavano applicazione gli obblighi di trasparenza e di correttezza di cui agli artt. 41 e 42 del Regolamento Emittenti, nella sua originaria formulazione. Osservava L. SPAVENTA, *La disciplina dell'Opa in Italia: i risultati di un test*, in *Merc. conc. regole*, 1999, p. 247, che proprio perché aveva per finalità la trasparenza, l'art. 37, 1° co., del Regolamento Emittenti allora vigente non richiedeva che al comunicato fosse allegato un completo documento d'offerta (o prospetto). Per l'emittente, la prima comunicazione segnava il sorgere degli obblighi di trasparenza nei confronti del pubblico previsti dagli artt. 114 e 115 t.u.f. (nella formulazione allora vigente).

accompagnata dal *documento d'offerta*⁶⁷, rimaneva l'incertezza se, in tale ipotesi, la *passivity rule* dovesse decorrere dal momento della stessa comunicazione ovvero dal momento successivo della trasmissione alla Consob del documento d'offerta.

Intervenuta sulla questione, la Consob, conformemente ad un proprio precedente orientamento sul punto⁶⁸, aveva avuto modo di indicare come momento di decorrenza degli effetti della *passivity rule* in capo alla società emittente quello della preventiva comunicazione ricevuta dalla società offerente, purché contenente gli elementi essenziali dell'offerta ed ancorché non completa del documento d'offerta⁶⁹.

La soluzione così proposta, al pari del regolamento adottato, erano stati impugnati davanti ai giudici amministrativi, sul presupposto che tali atti si fondassero su un'illegittima anticipazione degli effetti della *passivity rule* e

⁶⁷ Che a tale preventiva comunicazione potesse non essere accompagnato il documento d'offerta lo si poteva evincere dall'art. 37, 2° co., del Regolamento Emittenti, il quale faceva decorrere il termine (di quindici giorni) che la Consob aveva a disposizione per chiedere informazioni integrative dalla ricezione del documento d'offerta, confermando così che tale momento potesse non coincidere con quello della prima comunicazione: una tale disposizione stabiliva, infatti, che “*la comunicazione alla Consob è completa e prende data, ai fini dell'art. 102, 2° co., del Testo Unico, dalla ricezione del documento d'offerta e dalla scheda d'adesione, redatti, rispettivamente secondo gli schemi in Allegato 2° e 2B, nonché della documentazione concernente la garanzia e l'avvenuto rilascio delle necessarie autorizzazioni. Il suo inoltro è reso contestualmente noto all'emittente e al mercato*”.

⁶⁸ Ci si riferisce alla comunicazione n. DIS/99013832 del 27 febbraio 1999, consultabile in www.consob.it – resa in occasione della scalata di Olivetti S.p.A. a Telecom Italia S.p.A. - secondo la quale l'art. 104 t.u.f. allora vigente sarebbe stato applicabile dal momento della prima comunicazione, benché incompleta del documento d'offerta, posto che “il difetto di elementi accessori non è, infatti, di per sé ostativo alla produzione degli effetti di un atto, ancorché questo debba essere poi completato da detti elementi”; in tale comunicazione la Commissione aveva avuto modo di precisare che “per essere idonea a produrre i propri effetti, la comunicazione in esame deve essere in grado di fornire al mercato le informazioni necessarie. Soltanto in tal caso, infatti, si può coerentemente affermare che ad essa mancano solo elementi accessori di carattere formale e si può giustificare perciò il sorgere, per la società emittente, dell'obbligo di astensione...”.

⁶⁹ Cfr. comunicazione Consob n. DIS/99071599 del 2 ottobre 1999, consultabile in www.consob.it – resa in occasione della scalata di Assicurazioni Generali S.p.A. su Ina S.p.A. - nella quale si affermava che “una comunicazione effettuata ai sensi dell'art. 37, comma 1, del regolamento 11971/99 (regolamento emittenti), se contiene gli elementi indicati nella norma regolamentare ed è espressione di una manifestazione di volontà certa, è idonea ad avviare il periodo d'offerta e, conseguentemente, a produrre gli effetti previsti dalle norme previste in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio”.

comportassero un grave ed irreparabile danno a carico della società emittente (nella specie, l'Ina S.p.A.)⁷⁰; il Tar del Lazio, prima, ed il Consiglio di Stato, poi, avevano sospeso in sede cautelare la nota e la relativa previsione del regolamento della Consob⁷¹.

⁷⁰ In questi termini si era successivamente espresso anche P.G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, pp. 801-802, secondo cui l'orientamento della Consob sarebbe stato tale da aver "alterato i rapporti di forza tra gli attaccanti e i difensori", era conseguenza di una disciplina dell'OPA che favoriva decisamente lo "scalatore", "in quanto si ritiene che esso si trovi in condizioni non equivalenti a quelle del *management* della società *target*, meglio informato e radicato nelle strutture".

⁷¹ Cfr. T.A.R. Lazio 21 ottobre 1999, n. 2964 e CONS. STATO 29 ottobre 1999, n. 1924, pubblicate in *Soc.*, 2000, p. 91ss., con nota di L. PICONE; in *Giur. comm.*, 2000, II, p. 18ss, con nota di F. CHIAPPETTA-R. RISTUCCIA, *Ma quando inizia il "gioco dell'opa"?*; in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2000, II, p. 130ss., con nota di G. PRESTI-M. RESCIGNO, *La decorrenza della passivity rule tra delegificazione e sindacato giurisdizionale*. Le decisioni sono state commentate anche da G. FERRARINI, *A chi la difesa della società bersaglio?*, in *Merc. conc. reg.*, 2000, p. 104ss.; M. LISANTI, *Quale tutela per gli azionisti di minoranza?*, cit., p. 152ss.; E. DESANA, *Opa e decorrenza della passivity rule: note a margine di una recente vicenda*, in *Giur. it.*, 2000, p. 1759ss. Merita di essere ricordato come il T.A.R. avesse ritenuto che la potestà regolamentare attribuita alla Consob dall'allora art. 103 t.u.f. non consentisse "una modifica del procedimento di offerta nella parte direttamente disciplinata dalla legge" (e, quindi, un invio del documento d'offerta separatamente dalla preventiva comunicazione): vi si legge, in particolare, che "non appare, ad un primo esame, infondata la violazione degli articoli da 102 a 104 del Tuf da parte del combinato disposto degli artt. 35, lett. c) e 37, comma 1, del Regolamento, nella parte in cui istituisce la comunicazione preventiva dell'intenzione di presentare l'offerta (cosiddetta prima comunicazione), indipendentemente dalla formulazione del documento di offerta di cui all'art. 102, del Tuf, in quanto, così disponendo, le norme regolamentari di cui sopra, secondo la corretta interpretazione della stessa Consob, riconnettono le limitazioni di cui all'art. 104 ad atti privi de «le informazioni necessarie per consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta»". Il Consiglio di Stato, tuttavia, pur confermando la sospensiva, aveva ritenuto illegittima la disposizione (unicamente) nella parte in cui includeva nel periodo d'offerta il periodo intercorrente tra la data della prima comunicazione al mercato e la data di pagamento del corrispettivo, nel senso che tale termine iniziale non poteva ritenersi vincolante: vi si legge, infatti, che la pretesa di Ina S.p.A. è "fondata alla stregua del letterale tenore degli artt. 104, 102 e 103 del d.lgs. n. 58 del 1998 nonché della loro combinata disciplina e non è contraddetta dalle disposizioni del citato art. 37 del regolamento né dalle successive norme dello stesso" e che "alla stregua delle cennate norme, è illegittima la «definizione» dell'art. 35 lett. c) del Regolamento nella parte in cui includendo nel «periodo di offerta» il «periodo intercorrente tra la data della prima comunicazione al mercato e la data prevista per il pagamento del corrispettivo» ha consentito alla Consob, che il Regolamento stesso ha formato, di ritenere, con interpretazione evidentemente vincolante per gli operatori, che l'art. 104 comma 2 del Decreto Legislativo trova applicazione fin dalla comunicazione di cui all'art. 37, comma 1". Critico nei confronti di entrambe le pronunce G. FERRARINI, *A chi la difesa*, cit., p. 149, secondo il quale esse risultavano caratterizzate dal mancato impiego del criterio di interpretazione teleologica e, in ragione di ciò, producevano un

In conseguenza di tale vicenda, la Consob aveva modificato il proprio regolamento, non solo eliminando le definizioni di *periodo d'offerta* e di *durata dell'offerta*, ma – soprattutto – prevedendo che alla preventiva comunicazione prevista dall'art. 102, 1° co., t.u.f. dovesse essere allegato anche il documento d'offerta⁷²: tale modifica faceva definitivamente venir meno l'ipotesi di una trasmissione del documento d'offerta in un momento successivo alla preventiva comunicazione, anche se non chiariva in termini definitivi se la *passivity rule* dovesse decorrere dal deposito del documento d'offerta o dalla sua pubblicazione⁷³.

Il recepimento della direttiva OPA ha consentito al legislatore italiano di intervenire sulla questione, modificando sensibilmente il procedimento di offerta e, in conseguenza di ciò, la stessa decorrenza della *passivity rule*: il 1° co. dell'art. 102 del t.u.f., così come modificato dal d.lgs. n. 229 del 2007, prevede infatti che “*La decisione ovvero il sorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio sono senza indugio comunicati alla Consob e contestualmente resi pubblici*”, secondo contenuti e modalità definiti dalla Consob con proprio regolamento, mentre il 3° co. della medesima disposizione stabilisce che “*l'offerente promuove l'offerta tempestivamente, e*

risultato contraddittorio: a giudizio dell'A., invero, la contraddizione risiedeva nell'aver tali provvedimenti configurato, per gli amministratori delle società bersaglio, “una regola di passività che scatta solo dopo che sia passato un periodo di tempo generalmente non breve dall'annuncio dell'OPA, e quindi consente ai medesimi amministratori di porre eventualmente in essere – di propria iniziativa e comunque senza osservanza dello speciale *quorum* assembleare previsto – operazioni idonee a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. In conclusione, la regola di passività diviene applicabile al *management* della società bersaglio quando ormai potrebbe essere troppo tardi, dati i tempi tecnici intercorrenti tra la prima comunicazione al mercato e ricezione da parte di Consob del documento informativo”.

⁷² Cfr. la delibera Consob n. 12475 del 6 aprile 2000.

⁷³ Nel senso della prima interpretazione G. PRESTI, *Opa: nuove regole in attesa di una riforma legislativa?*, in *Soc.*, 2000, p. 657; nel senso della seconda A.A. DE MARCO, *OPA: la passivity rule ed il momento iniziale del procedimento di offerta nella contrastante interpretazione della dottrina e della giurisprudenza*, in *Dir. banca, merc. fin.*, 2000, I, p. 139, e P. DE GIOIA CARABELLESE, *Opa e irrevocabilità dell'impegno dell'offerente*, in *Contratti*, 2000, p. 502.

*comunque non oltre venti giorni dalla comunicazione di cui al comma 1, presentando alla Consob il documento di offerta destinato alla pubblicazione*⁷⁴.

Nell'ambito di tale mutato quadro procedimentale, l'art. 104 t.u.f., recependo sul punto la direttiva, prevede espressamente, come si è sopra ricordato, che l'obbligo di astensione si applichi *“dalla comunicazione di cui all’art. 102, comma 1, e fino alla chiusura dell’offerta ovvero fino a quando l’offerta non decada”*⁷⁵: la *passivity rule*, pertanto, decorre ora dalla *comunicazione* circa la decisione ovvero circa l'obbligo di promuovere l'offerta, la quale non richiede la contestuale presentazione di un documento d'offerta.

Ciò significa, da un lato, che, avuto riguardo al procedimento dell'OPA, la *passivity rule* viene fatta coincidere con il momento nel quale essa viene resa nota al mercato mediante una comunicazione ufficiale: momento non necessariamente coincidente né con quello della trasmissione del documento d'offerta alla Consob, né con quello nel quale gli amministratori della società bersaglio *possono* venire a conoscenza dell'intenzione di promuovere l'offerta⁷⁶; dall'altro, che, gli amministratori della società emittente potrebbero sottoporre all'approvazione dell'assemblea una misura difensiva dopo la prima comunicazione dell'OPA, eseguita ai sensi del 1° co. dell'art. 102 t.u.f., ma prima della presentazione del documento d'offerta, tanto da aver fatto ritenere che, in tale ipotesi, possa prefigurarsi il rischio

⁷⁴ Per un esame di tale disposizione G. BOSI, *Art. 102*, in *La disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto*, Commentario sistematico a cura di E. Pederzini, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, pp. 68-81 e, più in generale, sul procedimento d'offerta, ID., *Note introduttive: Il procedimento d'offerta*, ivi, pp. 62-68; G. CAPO, *Art. 102*, in AA.VV., in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino 2010, p. 33.

⁷⁵ In termini analoghi l'art. 9, par. 2, 2° co., prima parte, della direttiva OPA, secondo cui *“Tale autorizzazione è obbligatoria almeno a partire dal momento in cui l'organo di amministrazione della società emittente riceve le informazioni di cui all'articolo 6, paragrafo 1, prima frase, relative all'offerta e finché il risultato dell'offerta non sia stato reso pubblico ovvero l'offerta stessa non decada”*.

⁷⁶ Si noti, peraltro, che ai sensi dell'art. 9, par. 2, 2° co., seconda parte, della direttiva OPA *“Gli Stati membri possono prevedere di anticipare il momento a partire dal quale questa autorizzazione deve essere ottenuta, ad esempio a partire da quanto l'organo di amministrazione della società emittente è a conoscenza dell'imminenza dell'offerta”*: facoltà, questa, di cui si è avvalso il *City code*, la Rule 21.1 fa decorrere la *no frustration rule* *“even before the date of the offer if the board of the offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent”*.

che l'assemblea sia chiamata a pronunciarsi senza disporre di tutte le informazioni relative all'offerta, rese disponibili solo con la pubblicazione del relativo documento⁷⁷.

Il rischio da ultimo evidenziato non è di poco conto, stante la sua capacità di rendere inutile il passaggio assembleare e, quindi, di mettere in crisi il modello proposto dal legislatore. Tale rischio, peraltro, appare solo in parte scongiurato dalla rinnovata tempistica della convocazione dell'assemblea, così come modificata dal d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27; invero, in forza dell'art. 104, 2° co., t.u.f., così come modificato da tale ultimo provvedimento, l'avviso di convocazione dell'assemblea deve essere pubblicato “entro il quindicesimo giorno precedente la data” dell'adunanza, mentre tra la prima comunicazione dell'OPA e la presentazione del documento d'offerta devono passare non più di venti giorni⁷⁸: pertanto, nell'ipotesi in cui gli amministratori della società emittente convocassero l'assemblea il giorno stesso della prima comunicazione dell'OPA fissando l'adunanza al quindicesimo giorno successivo, l'offerente potrebbe pubblicare il documento d'offerta entro i cinque giorni successivi a tale adunanza, lasciando così l'assemblea priva delle informazioni contenute nel documento d'offerta.

La ridefinizione del procedimento di offerta in tre distinti momenti – la comunicazione dell'offerta, la sua promozione attraverso la trasmissione alla Consob del relativo documento e l'approvazione dello stesso documento da parte di quest'ultima, secondo quanto previsto dall'attuale art. 102 t.u.f. – unita al rischio da ultimo evidenziato rende, quindi, non più differibile una riforma dell'attuale disciplina regolamentare, ancora incentrata sulla contestualità della comunicazione dell'offerta e della relativa trasmissione

⁷⁷ Il rischio è messo in evidenza da F.M. MUCCIARELLI, *L'attuazione della direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 466, secondo cui in tale ipotesi “l'assemblea può essere chiamata ad autorizzare difese contro un'offerta di cui non conosce ancora il contenuto, ma solo l'identità dell'offerente”.

⁷⁸ Cfr. l'art. 102, 3° co. del t.u.f.

del documento⁷⁹: riforma che dovrebbe tener conto di tale nuova scansione del procedimento, della diversa funzione della comunicazione rispetto al documento di offerta⁸⁰ e, soprattutto, degli effetti che vengono riconnessi alla stessa comunicazione (*in primis*, la decorrenza della *passivity rule*), il cui contenuto minimo dovrebbe essere tale da consentire all'assemblea dell'emittente di pronunciarsi con piena consapevolezza circa le misure difensive proposte dagli amministratori⁸¹ (oltre che, ancor prima, da consentire agli amministratori dell'emittente la scelta circa l'assunzione di misure difensive, nonché di riferire ai rappresentanti dei lavoratori o ai lavoratori stessi⁸²).

Analoga necessità si pone, altresì, in relazione all'individuazione del momento di cessazione dell'obbligo imposto dalla *rule*, momento che il 1° co., dell'art. 104 t.u.f., indica in quello di “*chiusura dell'offerta*” benché manchi, tanto a livello di fonte primaria, quanto a livello di fonte secondaria, una sua definizione normativa.

L'incertezza da ultimo evidenziata è, oltretutto, alimentata sia dalla circostanza che la direttiva individua il momento della chiusura dell'offerta in quello della “*pubblicazione dei risultati dell'offerta*”⁸³, sia da quella che, nella

⁷⁹ Cfr. art. 37, 1° co., dell'attuale Regolamento Emittenti, secondo cui “*Alla comunicazione alla Consob prevista dall'articolo 102, comma 1, del Testo unico sono allegati il documento d'offerta e la scheda di adesione redatti, rispettivamente, secondo gli schemi in allegato 2A e 2B, nonché la documentazione relativa all'avvenuta costituzione delle garanzie di esatto adempimento o, in alternativa, la dichiarazione di impegno a costituirle entro l'inizio del periodo di adesione, fornendone in tal caso specifica descrizione*”.

⁸⁰ In questa diversa scansione temporale la comunicazione dell'offerta risulterebbe funzionale all'operatività della *passivity rule*, mentre il documento di offerta a “*consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta*” (art. 102, 4° co., t.u.f.): cfr. sul punto, con riferimento alla disciplina precedente gli interventi dei giudici amministrativi, G. FERRARINI, *Quali difese e per chi nelle OPA ostili?*, cit., p. 146.

⁸¹ Nel senso qui proposto è la proposta regolamentare contenuta nel documento di consultazione denominato “*Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*” e diffuso per le osservazioni il 6 ottobre 2010.

⁸² Cfr., infatti, l'art. 102, 2° co., del t.u.f., secondo cui “*Non appena l'offerta sia stata resa pubblica, il consiglio di amministrazione o di gestione della società emittente e dell'offerente ne informano i rispettivi rappresentanti dei lavoratori o, in mancanza di rappresentanti, i lavoratori stessi*”.

⁸³ Si veda, sul punto, l'art. 9, par. 2, della direttiva OPA, secondo cui “*Tale autorizzazione è obbligatoria almeno a partire dal momento in cui l'organo di amministrazione della*

prassi delle offerte, l'espressione "*chiusura dell'offerta*" viene impiegata per indicare il momento di chiusura del periodo di adesione⁸⁴: momento che, tuttavia, risulta distinto – in quanto necessariamente precedente – rispetto a quello di pubblicazione dei risultati dell'offerta.

In mancanza di un intervento regolamentare, l'incertezza potrebbe essere superata ipotizzando che il legislatore italiano, in sede di recepimento, abbia inteso ridurre l'applicazione della *passivity rule*; si tratterebbe, però, di ipotesi che, non essendo stata prevista dalla direttiva – a differenza di quanto previsto per il momento iniziale di decorrenza – si giustificerebbe con l'esercizio di una facoltà di *opting-out* parziale. Diversamente, si dovrebbe concludere che, ai fini dell'applicazione di tale regola, sia necessario far coincidere il momento di chiusura dell'offerta con quello di pubblicazione dei risultati della stessa, al di là della discrasia logica e della prassi dei mercati.

7. La ricerca del "*cavaliere bianco*".

La direttiva OPA, prima, e la disciplina di attuazione, poi, hanno inteso disciplinare anche quei comportamenti degli amministratori della società emittente, in pendenza di offerta, noti come ricerca del "*cavaliere bianco*"⁸⁵:

società emittente riceve le informazioni di cui all'art. 6, paragrafo 1, prima frase, relative all'offerta e finché il risultato dell'offerta non sia stato reso pubblico ovvero l'offerta stessa decada".

⁸⁴ Si veda, ad esempio, il documento d'offerta dell'OPA volontaria totalitaria lanciata da San Giacomo S.r.l. ed avente ad oggetto le azioni ordinarie di Mediterranea delle Acque S.p.A. – documento approvato dalla Consob con nota n. 10057865 del 25 giugno 2010 e reperibile nel sito www.consob.it - nel quale la *data di chiusura* dell'offerta è stata definita come "l'ultimo giorno valido per aderire all'offerta" e, nella specie, è stata fissata al 6 agosto 2010 (pag. 6 del documento), mentre il termine ultimo per la pubblicazione dei risultati definitivi dell'offerta è stato posto "entro il giorno precedente la Data di Pagamento" (pag. 99), a sua volta fissata al 13 agosto 2010 (ancora pag. 6).

⁸⁵ Comportamenti rappresentati dalla ricerca di altre offerte che, di fatto, si possono sostanziare nella sollecitazione di un'altra impresa o in un accordo con la medesima al fine di lanciare un'OPA concorrente. È ciò che è accaduto nel più noto caso italiano di ricerca del cavaliere bianco, rappresentato dall'OPA ostile di Olivetti S.p.A. sulle azioni di

si tratta di attività che, pur essendo di oggettivo ostacolo agli obiettivi dell'offerente e pur potendo rispondere anche all'esigenza degli amministratori della società emittente di salvaguardare le proprie posizioni, sono in grado di avvantaggiare gli azionisti e di incrementare i loro guadagni⁸⁶.

La Consob, chiamata in passato ad esprimersi su tali attività, aveva avuto modo di affermare l'esclusione dal novero degli atti e delle operazioni vietate in pendenza di offerta di quelle che fossero state volte “*a individuare la fattibilità di una proposta alternativa ritenuta maggiormente favorevole per gli azionisti?*”, quali quelle, appunto, indirizzate alla ricerca del cavaliere bianco, ed aveva motivato tale esclusione sia in ragione della convinzione che rientrasse fra i doveri degli amministratori la ricerca delle ipotesi di combinazione aziendale ritenute migliori nell'interesse degli azionisti, sia in ragione della difficoltà di individuare la ragione di un'autorizzazione assembleare⁸⁷.

A giudizio della Consob, infatti, “...la promozione dell'offerta, se interrompe parzialmente lo spazio di movimento degli amministratori, non recide il rapporto di fiducia fra essi e gli azionisti e pertanto lascia agli amministratori anche il compito di tutelarne gli interessi, ad esempio attraverso la ricerca o l'individuazione di alternative all'offerta; quello che gli amministratori non potrebbero fare è compiere atti di gestione finalizzati a mettere in difficoltà l'offerta esistente, la decisione sul cui esito deve restare nelle mani degli azionisti, mentre la ricerca di alternative non danneggia

Telecom Italia S.p.A: in quell'occasione gli amministratori di Telecom S.p.A. ricorsero a Deutsche Telekom AG e concordarono un'operazione che prevedeva la costituzione di una *newco* di diritto tedesco, la quale avrebbe poi lanciato un'OPA sulle azioni di Telecom Italia S.p.A., al termine della quale avrebbe acquisito il controllo sia di Telecom Italia S.p.A., sia di Deutsche Telekom AG.

⁸⁶ F. VELLA, *La nuova passivity rule nella disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto: alla ricerca di un difficile equilibrio*, in *Banca, impresa, società*, 2000, p. 169.

⁸⁷ Cfr. comunicazione Consob n. DAL/99039392 cit., e gli ampi richiami, sul punto, a quanto allora previsto dall'ordinamento francese, il cui Regolamento COB n. 89/93, oggi abrogato, prevedeva all'art. 3, 3° co., che la competizione si potesse svolgere tramite il libero gioco delle offerte e dei loro rilanci.

direttamente le possibilità di riuscita dell'offerta ma si limita ad ampliare le possibilità decisionali degli azionisti"⁸⁸. La Consob aveva, tuttavia, precisato che questa eventuale attività degli amministratori dovesse essere in ogni caso soggetta al rispetto delle regole generali sul loro operato sia dal punto di vista della responsabilità verso gli azionisti e la società, sia dal punto di vista della necessità che fossero garantiti tutti gli standard di correttezza e trasparenza tipici della regolamentazione del mercato finanziario.

La soluzione proposta dalla Commissione era stata criticata da chi aveva evidenziato come nella disciplina introdotta dal t.u.f. non esistesse sugli amministratori della società emittente alcun "dovere di fare gli interessi esclusivi degli azionisti *uti singuli* neanche dopo il lancio di un'OPA ostile"⁸⁹: tale disciplina, si era osservato, sarebbe intervenuta unicamente sulle competenze degli amministratori, restringendole ed attribuendole all'assemblea, mentre entrambi gli organi avrebbero operato nell'interesse sociale, vale a dire secondo un interesse non sovrapponibile a quello dei soci *uti singuli* a massimizzare il ricavo di una vendita delle azioni, sicché non sarebbe stato possibile enucleare la sussistenza di un dovere a perseguirlo⁹⁰. L'interpretazione proposta dalla Commissione, a ben vedere, finiva per far rientrare nell'interesse sociale, al quale gli amministratori avrebbero dovuto

⁸⁸ Così, ancora, comunicazione Consob n. DAL/99039392 cit., per la quale non sarebbe stato possibile limitare l'attività consentita agli amministratori alla semplice *ricerca* di offerenti concorrenti o di altre alternative escludendo ogni ipotesi di *collaborazione* alla definizione, in quanto il confine si sarebbe presentato come incerto e facilmente aggirabile; sarebbero, invece, rimaste al di fuori della *passivity rule* le attività degli amministratori che non avessero comportato modifiche alla situazione societaria (patrimoniale, di politica aziendale e nella struttura del capitale) tali da contrastare gli obiettivi dell'offerente.

⁸⁹ Così F.M. MUCCIARELLI, *Combinazioni aziendali e passivity rule*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2000, I, p. 231; opinione mutata in ID., *Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto, Le difese successive contro offerte pubbliche di acquisto di azioni quotate*, pag. 130ss., come confermato a n. 125.

⁹⁰ Osservava F.M. MUCCIARELLI, *Combinazioni aziendali*, cit., p. 233, che "L'attribuzione della competenza all'assemblea, non tutela l'interesse a massimizzare il valore delle azioni bensì muta semplicemente l'organo deputato a determinare la volontà sociale su una determinata questione, sicché mi sembra che nulla legittimi ad affermare che, dal momento del lancio di un'OPA, gli amministratori sono sottoposti ad un dovere verso i soci di ricercare soluzioni che massimizzino il loro interesse individuale".

conformare il proprio comportamento in pendenza di offerta, anche l'interesse dei singoli azionisti alla massimizzazione del proprio investimento⁹¹.

La direttiva OPA, come si anticipava, ha preso posizione in ordine a tale questione, escludendo “*la ricerca di altre offerte*” dal novero degli atti e delle operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi

⁹¹ Il riconoscimento di un interesse degli azionisti alla massimizzazione del valore dei propri titoli può essere considerato come uno dei più recenti sviluppi del tradizionale dibattito sorto intorno alla nozione di interesse sociale, vertente tra la concezione istituzionalistica, che identifica l'interesse sociale con l'interesse dell'impresa, e quella contrattualistica, che identifica l'interesse sociale con l'interesse comune dei soci. L'esigenza di un superamento della tradizionale impostazione del dibattito è stata manifestata da P.G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 795ss., il quale, muovendo dalla distinzione tra “*interessi di serie*”, riferibili alle *istituzioni*, ed “*interessi di gruppo*”, riferibili a soggetti specifici e determinati – distinzione dalla quale era stata tratta la conseguenza secondo cui nel fenomeno societario rilevassero solo gli interessi dei soci attuali, cioè di coloro che, nel momento in cui la deliberazione fosse stata assunta o l'atto compiuto, si fossero trovati a fare parte del gruppo – ha segnalato l'affermazione di una nuova prospettiva, a partire dagli interessi economici dell'azionista: tale prospettiva, favorita dalle sempre maggiori connessioni tra diritto delle società e diritto dei mercati finanziari, nonché da un mutamento della struttura azionaria, nella quale assumono sempre maggior peso enti il cui oggetto sociale è individuato nella tutela e nella cura degli investimenti in titoli azionari, è quella dell'interesse al valore delle azioni, che va progressivamente a sostituire quella dell'interesse al reddito che le stesse conferiscono attraverso la distribuzione degli utili. L'A. propone un superamento del riferimento all'interesse sociale limitato agli interessi dei soci attuali alla luce della disciplina dell'OPA, trattandosi di disciplina che, in caso di successo dell'offerta, consente di compensare adeguatamente gli azionisti che vi aderiscano per la perdita della loro qualità di socio, realizzando l'interesse sociale di questi ultimi alla massimizzazione del valore dell'azione. Conviene circa il riconoscimento dell'interesse alla massimizzazione del valore delle azioni quale componente dell'interesse sociale, con particolare riguardo alle società quotate, anche G. FERRARINI, *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 462ss., il quale tuttavia ritiene eccessiva la tesi di P.G. Jaeger nella parte in cui si afferma una progressiva sostituzione dell'interesse al reddito da parte dell'interesse al valore dell'azione, con la conseguenza che l'interesse sociale si realizzerebbe proprio nel caso di uscita dalla società, per effetto della monetizzazione dell'investimento azionario. Tali conclusioni sono condivise anche da A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società, Le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Milano 2007, p. 138ss., secondo il quale l'incremento di valore delle azioni assume rilevanza anche a prescindere dalla vendita delle stesse e, comunque, contribuisce alla definizione di interesse sociale. Quest'ultimo A. individua il riconoscimento di un interesse degli azionisti alla massimizzazione del valore dell'investimento anche dal divieto di porre limiti ai rilanci, previsto dall'art. 103, 4° co., lett. d), del t.u.f., nonché, al pari dei precedenti citati, dalle previsioni contenute nei codici di autoregolamentazione, nei quali viene stabilito quale obiettivo prioritario dell'operato degli amministratori quello della creazione di valore per gli azionisti (artt. 1.P.2, 3.C.3. e 7.P.2. del Codice di autodisciplina delle società quotate italiane).

dell'offerta, dando luogo così, di fatto, anche ad un'ipotesi di riconoscimento dell'interesse degli azionisti alla massimizzazione del valore della propria partecipazione⁹²: il d.lgs. n. 229 del 2007, recependo la medesima, ha confermato tale impostazione, introducendo la previsione secondo cui *“La mera ricerca di altre offerte non costituisce atto od operazione in contrasto con gli obiettivi dell'offerta”*⁹³.

Una simile previsione nazionale se, da un lato, dà riconoscimento normativo alla legittimità della ricerca del “cavaliere bianco”, dall'altro, posta in relazione alla corrispondente previsione contenuta nella direttiva OPA, si presta ad un duplice ordine di rilievi.

Anzitutto, tale previsione, come si è appena detto, esclude la ricerca di altre offerte dal novero degli atti e delle operazioni in contrasto con gli obiettivi dell'offerta (*“La mera ricerca di altre offerte non costituisce atto od operazione in contrasto con gli obiettivi dell'offerta”*): ciò, a ben vedere, seguendo un'impostazione opposta alla previsione comunitaria, la quale, invece, sembrerebbe considerare *“la ricerca di altre offerte”* come *“atto od operazione che possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta”*, benché eccezionalmente sottratta alla relativa disciplina (e, quindi, alla *passivity rule*)⁹⁴. Non v'è dubbio che, avuto riguardo al risultato finale, la diversa formulazione della disposizione perda buona parte della sua rilevanza; tuttavia, sembra potersi scorgere un diverso angolo d'osservazione nella valutazione di idoneità di tale condotta a contrastare il conseguimento degli

⁹² Interesse che per G. FERRARINI, *Le difese contro le opa ostili*, cit., p. 780, trovava affermazione anche nel principio, contenuto all'art. 3, 1° par., lett. c), dell'allora progetto di direttiva e che è stato poi riproposto con identica numerazione nella direttiva OPA, secondo cui *“l'organo di amministrazione di una società emittente deve agire nell'interesse della società nel suo insieme e non può negare ai possessori di titoli la possibilità di decidere nel merito dell'offerta”*: per l'A., infatti, si tratta di principio che *“sostanzialmente impone agli amministratori ed ai managers di non agire nell'interesse proprio o di eventuali controllori, bensì in quello degli azionisti in genere alla massimizzazione del valore del proprio investimento”*.

⁹³

⁹⁴ Si veda, sul punto, l'art. 9, par. 2, della direttiva OPA, secondo cui *“... l'organo di amministrazione della società emittente è tenuto ad ottenere l'autorizzazione preventiva dell'assemblea generale degli azionisti a tal fine prima di intraprendere qualsiasi atto od operazione che possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, ad eccezione della ricerca di altre offerte...”*.

obiettivi dell'offerta: per il legislatore comunitario, infatti, una simile valutazione sembra essere fatta dal punto di vista dell'offerente, per il quale la condotta degli amministratori dell'emittente è senza dubbio idonea a contrastare il conseguimento degli obiettivi della propria offerta, pur se viene considerata eccezionalmente lecita in ragione dei potenziali effetti benefici arrecati agli azionisti, avvantaggiati dall'eventuale rilancio; per il legislatore nazionale, invece, tale valutazione sembra scegliere l'angolo d'osservazione dell'azionista, per il quale tale ricerca non è, nemmeno in astratto, idonea a contrastare il conseguimento dell'obiettivo dell'offerta, essendo tale obiettivo rappresentato dalla possibilità di vendere i titoli, accresciuta – quanto ad esito finale - nell'ipotesi di ricerca di offerte concorrenti. L'uno e l'altro angolo d'osservazione, tuttavia, legittimano quei comportamenti degli amministratori che assicurino il soddisfacimento dell'interesse degli azionisti ad una massima remunerazione dell'investimento da dismettere: interesse che, una volta riconosciuto come componente dell'interesse sociale, condiziona tali comportamenti in termini di doverosità.

Ma ciò che contraddistingue maggiormente la previsione contenuta nella disciplina nazionale rispetto alla corrispondente previsione contenuta nella direttiva OPA è rappresentato dalla circostanza che nella prima, a differenza che nella seconda, ad essere riconosciuta lecita è la “*mera ricerca*” di altre offerte da parte degli amministratori e non già la “*ricerca*” *tout court*.

V'è da chiedersi se all'impiego da parte del legislatore italiano di un'aggettivazione riferita alla condotta ammessa corrisponda anche un limite ad altre ipotesi di ricerca di offerte e, in caso affermativo, se tale limitazione possa considerarsi lecita alla luce del dettato comunitario.

A riguardo, sembra potersi affermare che la *mera ricerca* sia quella che non risulti combinata ad altro *atto* o ad altra *operazione* che, in ragione di tale eventuale combinazione, sia idonea a contrastare, in via esclusiva o prevalente, il conseguimento degli obiettivi dell'offerta: diversamente,

infatti, la *ricerca* costituirebbe un momento – o meglio: uno degli atti – di un'*operazione* degli amministratori la cui esclusiva o prevalente finalità sarebbe quella di contrastare l'offerta, senza il vaglio dell'autorizzazione assembleare⁹⁵.

Così intesa, quindi, l'espressione *mera ricerca* dovrebbe intendersi quale precisazione di quella contenuta nella direttiva ed in grado di distinguere l'ipotesi esclusa dal divieto da altra ipotesi che, per la sua capacità (prevalentemente, se non anche esclusivamente) difensiva, non è invece esclusa: ipotesi, quest'ultima, che ben si sarebbe potuta individuare anche solo sulla base del tenore della disposizione che consente l'individuazione delle misure di difesa vietate.

La conclusione da ultimo proposta ci porta ad escludere che la formulazione (solo arbitrariamente) impiegata dal legislatore italiano possa ritenersi in contrasto con la previsione comunitaria e conferma, invece, che l'esclusione di tali operazioni dal novero del divieto può trovare la propria giustificazione in un interesse – quello al perseguimento alla massima remunerazione dell'investimento da dismettere – che risulti prevalente su quello, eventualmente concorrente, al contrasto dell'offerta da parte degli amministratori.

8. L'esecuzione di atti deliberati prima dell'offerta.

L'ultima delle questioni, controverse nella precedente disciplina, che la direttiva OPA ed il successivo decreto di attuazione hanno inteso disciplinare espressamente nella definizione di quello che è oggi divenuto il modello "legale" di regolamentazione delle misure di difesa, è rappresentata

⁹⁵ Si pensi, ad esempio, ad una ricerca di altre offerte che si combini con una contemporanea modifica delle caratteristiche patrimoniali e/o aziendali della società bersaglio. Sulla nozione di *operazione* si veda l'interpretazione resa dalla Consob con la citata comunicazione n. DAL/99039392, *supra* al capitolo II.

dalla disciplina delle decisioni, tanto degli amministratori quanto dell'assemblea, prese prima dell'inizio del periodo di decorrenza della *passivity rule*, ma non ancora attuate in tutto o in parte al momento dell'offerta⁹⁶.

In ordine a tali decisioni, la prassi applicativa della Consob aveva fornito una propria interpretazione, escludendo dall'ambito di applicazione della *passivity rule* gli “atti meramente esecutivi di obbligazioni già assunte nei confronti di terzi prima dell'inizio del periodo d'offerta”⁹⁷: in particolare, la Commissione aveva negato che l'avvio dell'offerta potesse giustificare un inadempimento da parte dell'emittente alle obbligazioni precedentemente assunte, poiché una simile soluzione avrebbe finito per contrastare con l'esigenza di salvaguardia degli impegni legalmente assunti dall'emittente e avrebbe fatto conseguire all'offerta un grado di instabilità nella gestione della società incompatibile con il permanere delle azioni da essa emesse sul mercato.

A giudizio della Commissione, poi, l'interpretazione proposta sarebbe valsa anche per quegli “atti di cessione” che, seppur teoricamente in grado di mutare la situazione patrimoniale della società e pur non costituendo adempimenti di obbligazioni già assunte verso terzi prima dell'offerta, fossero stati “espressione di programmi compiutamente deliberati o

⁹⁶ Il problema, peraltro, era stato sollevato già all'indomani della pubblicazione della l. 18 febbraio 1992, n. 149: si veda P. MONTALENTI, *La legge italiana sulle offerte pubbliche: prime riflessioni*, cit., p. 874, il quale aveva posto il problema della compatibilità di tali atti con il divieto, a carico degli amministratori e contenuto nell'art. 16, 4° co., di tale legge, di compiere operazioni che potessero modificare in maniera significativa l'attivo o il passivo della società o che li inducessero ad assumere impegni senza contropartita (si veda *supra*, cap. II, par. 1): osservava allora l'A. che “le operazioni non possono essere deliberate, ma il divieto non si estende, a mio avviso, nonostante la generica formulazione della norma - «compiere operazioni» -, anche all'esecuzione di operazioni già precedentemente decise: in questa ipotesi l'obbligo è già sorto, dovrà comunque essere adempiuto, indipendentemente dall'offerta, e pertanto la modificazione della consistenza patrimoniale della società di è già verificata, nei suoi presupposti logico-giuridici, antecedentemente l'offerta”.

⁹⁷ Cfr. comunicazione Consob n. DIS/99085578 del 19 novembre 1999, *Quesito relativo all'art. 104 del d.lgs. n. 58/98 (operazioni programmate in un periodo antecedente al lancio dell'opa)*, consultabile in www.consob.it.

addirittura avviati già in epoca antecedente al lancio dell'OPA". Tali atti, infatti, sarebbero stati manifestazione del dovere degli amministratori di assicurare la continuità della società anche in corso d'OPA e, in quanto programmati e decisi in un momento in cui l'offerta non era nota, non si sarebbero potuti intendere, invece, come manifestazione di volontà di contrastare l'offerta.

Il principio affermato in entrambi i casi dalla Commissione presupponeva, tuttavia, che gli atti compiuti in pendenza di offerta fossero esecutivi di precedenti decisioni che, per la loro fase di attuazione successiva, non richiedessero "nessun rilevante grado di discrezionalità (nemmeno, ad esempio, quanto al momento della loro attuazione) da parte degli amministratori della società bersaglio"⁹⁸, posto che, diversamente, con riguardo alle scelte compiute dagli amministratori in corso di offerta, si sarebbe riproposto il problema posto alla base del divieto e, pertanto, sarebbe tornata a sussistere la necessità di autorizzazione assembleare⁹⁹.

La formulazione contenuta nell'attuale disciplina nazionale, al pari di quella contenuta nella direttiva OPA, non coincide pienamente con l'interpretazione così a suo tempo fornita dalla Consob: l'art. 104, co. 1**bis** del t.u.f. prevede, infatti, che l'attuazione delle decisioni prese prima dell'inizio del periodo di decorrenza della *passivity rule*, ma non ancora attuate in tutto o in parte al momento dell'offerta, debba essere fatta oggetto di un'apposita autorizzazione assembleare nell'ipotesi in cui tali

⁹⁸ Comunicazione Consob n. DIS/99085578 cit.

⁹⁹ Inoltre, la Commissione aveva precisato che per potersi parlare di "programmi non soltanto progettati, ma anche decisi in ogni loro rilevante aspetto prima del lancio dell'opa" sarebbe stato, di regola, necessario che si fosse trattato di "decisioni già rese note o, quanto meno, conoscibili dal pubblico degli investitori": ad avviso della Commissione, solo in presenza di tale condizione – ovvero di atti rilevanti verso l'esterno – si sarebbe potuto ritenere che quei programmi fossero già parte della politica gestionale e condizionassero la situazione economica della società al momento dell'offerta, così da poter essere presi in considerazione dall'offerente prima della promozione dell'operazione. In ordine a tale ultimo aspetto, la medesima comunicazione precisava che "A tal fine occorrerà dunque aver riguardo, principalmente, ai documenti contabili e informativi predisposti in un tempo recente (ad esempio, negli ultimi dodici mesi) ed [a]i comunicati effettuati dall'emittente ai sensi dell'art. 114 del Tuf".

decisioni *non rientrino nel corso normale delle attività della società* e la relativa *attuazione possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta*¹⁰⁰.

Da un lato, quindi, non v'è alcun riferimento al grado di *discrezionalità* riconosciuta agli amministratori della società emittente in fase di attuazione alle decisioni, sicché, sotto tale profilo, sembra potersi dare attuazione, senza necessità di un'autorizzazione dell'assemblea, anche a decisioni che comportino un elevato grado di discrezionalità degli amministratori.

Dall'altro, risulta operante un criterio discrezionale in ordine alla necessaria autorizzazione assembleare riferito, non già alle decisioni stesse, ma alle operazioni che ne costituiscono l'oggetto, dovendo esse *rientrare nel corso normale delle attività* della società emittente.

La formulazione di simile criterio discrezionale – criterio, di per sé, in grado di escludere dall'ambito dell'autorizzazione assembleare l'attuazione di quelle operazioni che, in ipotesi, pur costituendo misure difensive, rientrano nel corso normale delle attività¹⁰¹ - potrebbe porre, tuttavia, alcuni concreti problemi di individuazione delle operazioni: se, infatti, pare potersi escludere che non rientrino nel corso normale delle attività della società – e, pertanto, la relativa decisione di attuazione, pur se già assunta, necessiterebbe di apposita autorizzazione - le operazioni straordinarie, quali

¹⁰⁰ Cfr. Part. 104, co. 1 *bis*, del t.u.f., secondo cui “L'autorizzazione assembleare prevista dal comma 1 è richiesta anche per l'attuazione di ogni decisione presa prima dell'inizio del periodo indicato nel comma 1, che non sia ancora stata attuata in tutto o in parte, che non rientri nel corso normale delle attività della società e la cui attuazione possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta”. In termini analoghi l'art. 9, par. 3, della direttiva OPA, secondo cui “Per quanto riguarda le decisioni che sono state prese prima dell'inizio del periodo di cui al paragrafo 2, secondo comma, e che non sono state ancora attuate in tutto o in parte, l'assemblea generale degli azionisti deve approvare o ratificare ogni decisione che non si iscrive nel corso normale delle attività della società e la cui attuazione possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta”.

¹⁰¹ Il co. 1 *bis* dell'art. 104 t.u.f. richiede, infatti, in via concorrente, che si tratti di decisioni che non rientrino nel corso normale delle attività e la cui attuazione possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta: ne consegue che l'attuazione di decisioni prese prima dell'inizio del periodo di decorrenza della *passivity rule* che rientrano, invece, nel corso normale delle attività della società non richiedono l'autorizzazione assembleare, ancorché si tratti di misure in grado di contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta; in definitiva, in tali ipotesi, il “corso normale delle attività della società” prevale, di fatto, sul “conseguimento degli obiettivi dell'offerta”.

gli aumenti di capitale, la fusione e la trasformazione della società¹⁰²; non altrettanto sembra potersi affermare per quelle operazioni che, pur potendo rientrare nel corso normale delle attività, favoriscano un'operazione già deliberata che sia più complessa e dall'elevata capacità difensiva (si pensi, ad esempio, ad un ordinario finanziamento teso, però, a consentire l'acquisto di azioni proprie o la realizzazione di un piano di acquisizione, già deliberato).

In ogni caso, a voler superare il problema dell'individuazione delle operazioni la cui attuazione viene fatta oggetto di successiva decisione, rimane aperta la questione della loro sorte nelle ipotesi in cui, trattandosi di operazioni non rientranti nel corso normale dell'attività, l'assemblea abbia ritenuto di non autorizzarne l'attuazione, benché tale attuazione rappresenti l'adempimento di un obbligo contrattuale precedentemente assunto. L'ipotesi di esclusione di tali operazioni dall'ambito di applicazione della disposizione è stata ritenuta un'*interpretatio abrogans*, di dubbia praticabilità¹⁰³; se, come pare, in questi casi viene considerato prevalente l'interesse a far decidere l'assemblea, sull'interesse di salvaguardare gli impegni legalmente assunti, devono comunque ritenersi operanti, in relazione questi ultimi, i rimedi del diritto dei contratti a tutela del contraente adempiente.

¹⁰² Per F.M. MUCCIARELLI, *Art. 104*, in *La disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto, Commentario sistematico* a cura di E. Pederzini, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, p. 99, un'identica conclusione vale per le operazioni che, pur non incidendo sul contratto di società, debbano considerarsi "straordinarie dal punto di vista degli obiettivi strategici aziendali, come ad esempio la decisione di proporre un'opa o di quotarsi in un mercato regolamentato che siano state sottoposte all'assemblea", pur se "Questa soluzione potrebbe non fornire una risposta adeguata qualora la società abbia stipulato accordi che, intrinsecamente, siano di carattere straordinario e non rientrino nel corso normale dell'attività. Si pensi agli accordi con le banche che finanzieranno un'operazione straordinaria o un'opa, oppure a contratti di *joint venture* o, infine, ad accordi di cessione di rami d'azienda non ancora interamente eseguiti al momento del lancio dell'opa: si può pensare che tali decisioni debbano essere nuovamente sottoposte all'assemblea?".

¹⁰³ F.M. MUCCIARELLI, *op. ult. cit.*, p. 99, il quale aggiunge che "Nel dubbio, la soluzione pratica più opportuna – dal punto di vista della società – è di inserire nei contratti che potrebbero non rientrare nel corso normale dell'attività una clausola che ne sospenda l'efficacia nel caso in cui venga proposta un'opa".

9. La *passivity rule* ed i modelli “convenzionali”.

Il modello “legale” sin qui esaminato può oggi essere fatto oggetto di deroga ad opera delle singole società quotate: come si è anticipato, infatti, dopo il d.l. 28 novembre 2008, n. 58, che aveva previsto l’applicazione del solo modello predisposto dal legislatore nell’ipotesi in cui fosse stato contemplato dagli statuti, il d.lgs. 25 settembre 2009, n. 146, ha introdotto la previsione della facoltà di deroga al medesimo, ammettendo, di fatto, l’introduzione di modelli “convenzionali” ad esso alternativi.

L’attuale formulazione dell’art. 104 t.u.f., consentendo che la deroga possa avvenire “*in tutto o in parte*”, riconosce agli statuti un certo margine di manovra o, com’è stato osservato in occasione del recepimento della direttiva, un certo margine di *personalizzazione*¹⁰⁴, fermi gli obblighi di pubblicità nei confronti dell’autorità di vigilanza e del mercato conseguenti alle scelte compiute¹⁰⁵.

Oltre all’ipotesi di deroga totale della previsione relativa all’autorizzazione, sulla quale si dirà a breve, numerose sembrano le possibilità riconosciute all’autonomia statutaria dalla facoltà di deroga

¹⁰⁴ In questi termini A. ANGELILLIS-C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva*, cit., p. 1158, sul presupposto che, per sua natura, la configurazione di una clausola statutaria, espressione dell’autonomia privata, si presti maggiormente ad una simile applicazione – personalizzata, appunto – seppur nei limiti previsti dalla legge.

¹⁰⁵ Obblighi che sono contenuti nel co. 1^{ter} dell’art. 104 t.u.f., il quale, dopo aver previsto che “*Gli statuti possono derogare, in tutto o in parte, alle disposizioni dei commi 1 e 1-bis*”, stabilisce che “*Le società comunicano le deroghe approvate ai sensi del presente comma alla Consob e alle autorità di vigilanza in materia di offerte pubbliche di acquisto degli Stati membri in cui i loro titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o in cui è stata chiesta tale ammissione. Fermo quanto disposto dall’articolo 114, tali deroghe sono altresì tempestivamente comunicate al pubblico secondo le modalità previste dalla medesima disposizione*”. Va, altresì, osservato come le ragioni della scelta concretamente assunta debbano essere esplicitate nella specifica sezione della relazione sulla gestione, denominata “*Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari*”, adottata ai sensi dell’art. 123-bis t.u.f., con particolare riguardo a “*i meccanismi di funzionamento dell’assemblea degli azionisti, i suoi principali poteri, i diritti degli azionisti e le modalità del loro esercizio, se diversi da quelli previsti dalle disposizioni legislative e regolamentari applicabili in via suppletiva*”. Per un commento a tale relazione cfr. A. BLANDINI, *Art. 123-bis*, in AA.VV., in *Commentario all’offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino 2010, p. 248ss;

parziale, tali da incidere sui presupposti applicativi del modello “legale”. Così, muovendo da tali presupposti, si possono immaginare, tra le varie che la fantasia degli operatori potrà creare, clausole statutarie con lo scopo di individuare a priori specifici atti o operazioni, astrattamente idonei a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell’offerta, per i quali gli amministratori non necessitano di autorizzazione assembleare: individuazione che potrebbe essere compiuta non solo in ragione di un singolo atto o di una singola operazione, ma anche della categoria alla quale l’atto o l’operazione appartiene; ancora, clausole con l’effetto di anticipare la decorrenza della *passivity rule*, ad esempio, facendola retroagire, sul modello inglese, al momento in cui gli amministratori vengano a conoscenza dell’offerta¹⁰⁶.

Inoltre, considerato che la facoltà di deroga opera anche in relazione all’ipotesi, prevista dal co. 1**bis** dell’art. 104 t.u.f. – ipotesi, come appena visto, che regola l’attuazione di decisioni prese prima dell’inizio del periodo di decorrenza della *passivity rule*, non ancora attuate in tutto o in parte e non rientranti nel corso normale delle attività della società, ma la cui attuazione possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell’offerta – si può immaginare la previsione di una clausola statutaria con funzione di individuare, tra le decisioni eventualmente deliberate prima dell’offerta, quelle da assoggettare ovvero non assoggettare all’autorizzazione,

¹⁰⁶ Cfr. Rule 21.1 del *City Code*, la quale fa decorrere la *no frustration rule* “*even before the date of the offer if the board of the offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent*”. Come già ricordato, peraltro, è la stessa direttiva OPA a prevedere, all’art. 9, par. 2, 2° co., seconda parte, che “*Gli Stati membri possono prevedere di anticipare il momento a partire dal quale questa autorizzazione deve essere ottenuta, ad esempio a partire da quanto l’organo di amministrazione della società emittente è a conoscenza dell’imminenza dell’offerta*”. Non sembra possibile, invece, posticipare la decorrenza della *passivity rule* ad un momento successivo rispetto a quello della comunicazione avente ad oggetto la decisione ovvero il sorgere dell’obbligo di promuovere l’OPA, così come prevista dall’art. 102, 1° co., del t.u.f. Una simile ipotesi, infatti, sembrerebbe in contrasto con quanto previsto dalla citata disposizione della direttiva OPA, la quale contempla la sola possibilità per gli Stati membri di anticipare il momento a partire dal quale l’autorizzazione deve essere ottenuta. Ciò, sempre che non si consideri la possibilità di introdurre la *passivity rule* al di fuori della previsione comunitaria e, quindi, solo a seguito di un *opt-out* statale.

eventualmente anche in relazione ad un determinato arco temporale. Analogamente, pare potersi immaginare anche una totale deroga di tale previsione e la sua sostituzione, per via statutaria, con altra eventualmente formulata in termini analoghi alla regola interpretativa a suo tempo indicata dalla Consob¹⁰⁷.

Le ipotesi sin qui formulate sono tutte accomunate dalla tendenziale riduzione dell'ambito applicativo della *passivity rule*, sino ad escluderne la stessa operatività; all'opposto, non sembra vi siano ostacoli a che agli statuti integrino il contenuto della clausola in deroga, anche inserendovi delle regole ulteriori rispetto a quelle già previste dall'art. 104 t.u.f. In particolare, gli statuti potrebbero ripristinare il *quorum* del 30%, venuto meno per effetto del d.l. n. 185 del 2008, ovvero introdurre una diversa aliquota percentuale, ai fini dell'approvazione dell'autorizzazione assembleare¹⁰⁸: ciò che permetterebbe di restituire ai soci passivi quel ruolo di soci dissenzienti rispetto all'approvazione delle misure di difesa¹⁰⁹.

Non sembrano potersi tacere, tuttavia, alcune perplessità che suscita la scelta legislativa di consentire una possibile deroga parziale alla *passivity rule*: perplessità legate, da un lato, al rischio che le personalizzazioni eventualmente introdotte possano dar luogo a dubbi interpretativi alla prima occasione di applicazione della regola (ciò che potrebbe accadere, ad esempio, in ordine all'esatta individuazione degli atti o delle operazioni eventualmente esclusi dalla regola di autorizzazione, ovvero in ordine all'esatta decorrenza della regola stessa): dubbi che l'attuale formulazione della disposizione legale e, in taluni casi, le interpretazioni rese in passato

¹⁰⁷ Il riferimento è alla comunicazione Consob n. DIS/99085578 del 19 novembre 1999, cit., illustrata al precedente par. 8.

¹⁰⁸ L'ipotesi è stata formulata per la prima volta da L. SCIPIONE, *Le regole in materia di misure difensive tra vecchia e nuova disciplina*, in *Soc.*, 2009, p. 584 e richiamata da A. MORELLO, *op. cit.*, p. 161. Tale ipotesi muove da una lettura combinata dell'art. 2368, 1° co., c.c. e, per le convocazioni successive alla prima, dell'art. 2369, 4° co., c.c.

¹⁰⁹ Nel senso che, nel previgente regime, il legislatore avesse considerato la "passività" dei soci non già espressione di indifferenza per le vicende della società, ma quale "indizio di una sorta di dissenso presunto dalla "maggioranza silenziosa"": cfr. A. TUCCI, *Gestione dell'impresa*, cit., p. 203.

dall'Autorità di vigilanza sembrano aver contribuito in gran parte a rimuovere. Dall'altro, tali perplessità sono legate al rischio che tali deroghe rendano più difficile la valutazione delle condizioni richieste per l'operatività della clausola di reciprocità – in particolare, come si dirà più avanti, la valutazione di equivalenza – per l'ipotesi in cui al relativo offerente si applichi un modello di regolamentazione delle misure di difesa solo in parte coincidente. In conclusione, sembra forte il rischio che la facoltà di deroga parziale possa dar luogo ad incertezze maggiori rispetto ai benefici che la stessa sembrerebbe, ad una prima lettura, riconoscere.

Come si anticipava, è poi possibile che gli statuti dispongano una deroga totale alla *passivity rule*, consentendo agli amministratori, per l'intera durata dell'offerta, di *compiere, senza necessità di autorizzazione dell'assemblea, tutti gli atti e le operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta*¹¹⁰.

La rimozione dell'obbligo di autorizzazione assembleare non priva gli amministratori dagli obblighi sugli stessi incombenti, sia nei confronti della società, sia nei confronti dei soci quali azionisti. In altri termini, gli

¹¹⁰ È il caso degli statuti di Fiat S.p.A. e di Fiat Industrial S.p.A., consultabili, rispettivamente, nei siti www.fiatspa.com e www.fiatindustrial.com, in vigore dal 1° gennaio 2001 a seguito della scissione parziale proporzionale di Fiat S.p.A. a favore di Fiat Industrial S.p.A. All'art. 15 di entrambi gli statuti vi si prevede, con riferimento ai poteri del consiglio di amministrazione, che “*Il consiglio di amministrazione, e i suoi eventuali organi delegati, hanno inoltre facoltà di compiere, senza necessità di autorizzazione dell'assemblea, tutti gli atti e le operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, dalla comunicazione con cui la decisione o il sorgere dell'obbligo di promuovere l'offerta sono stati resi pubblici sino alla chiusura o decadenza dell'offerta stessa. Il consiglio di amministrazione, e i suoi eventuali organi delegati, hanno inoltre facoltà di attuare decisioni, non ancora attuate in tutto o in parte e che non rientrano nel corso normale delle attività della società, prese prima della comunicazione di cui sopra e la cui attuazione possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta*”. A pag. 9 del relativo progetto di scissione la modifica di tale clausola era stata presentata quasi si fosse trattato di un “passaggio obbligato”: vi si leggeva, infatti, che essa veniva proposta “*al fine di ripristinare le facoltà, che sino allo scorso 30 giugno 2010 erano direttamente in capo alla Società, in tema di difese volte a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio. Infatti, a seguito delle modifiche dell'art. 104 del D. Lgs. 58/98 entrate in vigore lo scorso 1° luglio, è ora necessario, al fine di consentire al consiglio di amministrazione ed ai suoi eventuali organi delegati di porre in essere in qualsiasi momento dette misure difensive senza necessità di preventiva autorizzazione assembleare, prevedere tali facoltà espressamente in statuto*”.

amministratori conserveranno pur sempre il proprio obbligo di valutare se il successo dell'OPA sia pregiudizievole per il valore della società e, nel caso in cui dovessero ritenere di adottare una misura di difesa, dovranno sempre optare, ancorché nei termini della discrezionalità gestoria, per quella misura che meglio garantisca gli azionisti nel perseguire l'interesse alla massimizzazione del risultato economico¹¹¹.

10. La violazione del divieto e la sorte degli atti compiuti.

La previsione introdotta dal t.u.f. e, in particolare, la riconosciuta natura derogabile del modello "legale", induce a rivedere talune questioni legate alle conseguenze della violazione del divieto – prescritto da tale modello o da altro convenzionale - di compiere atti ed operazioni in contrasto con gli obiettivi dell'offerta in assenza dell'autorizzazione assembleare.

La prima di queste questioni è quella relativa alle conseguenze del difetto di autorizzazione assembleare sugli atti compiuti e, in particolare, gli effetti di tale violazione in relazione ai terzi che abbiano concluso con la società negozi attuativi della misura difensiva: ipotesi che si verifica nell'eventualità di autorizzazione *non richiesta* o *non concessa*, benché prevista dal modello legale o da quello convenzionale.

Alla questione, tutt'altro che nuova, erano state proposte in passato diverse soluzioni: mentre da taluni si era ritenuto che la mancata autorizzazione potesse riverberarsi sull'atto compiuto, determinandone l'inefficacia, sul presupposto che la mancanza dell'autorizzazione costituisse

¹¹¹ In questi termini A. GUACCERO, *Interesse al valore*, cit., p. 223 e p. 355ss.; F.M. MUCCIARELLI, *Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto*, cit., p. 251, secondo cui l'amministratore dovrà prima cercare offerte concorrenti e solo dopo adottare le misure di difesa; G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili*, cit. p. 780.

una limitazione legale dell'operato degli amministratori¹¹²; da altri si era affermato che la mancata autorizzazione potesse compromettere la stessa validità dell'atto, nel senso di una sua nullità per contrarietà a norme imperative¹¹³; da altri ancora, si era concluso, in mancanza di un'espressa previsione di nullità dell'atto quale quella contenuta nell'art. 16 della l. 149 del 1992, nel senso della validità dell'atto stesso, mentre la conseguenza della violazione sarebbe stata quella di generare una responsabilità degli amministratori e dei direttori generali¹¹⁴.

Nell'attuale assetto normativo, l'espressa natura derogabile del modello "legale" consente oggi di escludere, anzitutto, che la mancata autorizzazione possa compromettere la validità dell'atto: il venir meno della natura imperativa della norma in ipotesi violata non potrebbe comportare, infatti, una nullità virtuale di tale atto.

¹¹² In questi termini, E. DESANA, *Commento all'art. 104*, cit., p. 32. I limiti di una simile conclusione erano stati evidenziati da M. LISANTI, *L'abrogazione della l. n. 149/1992*, cit., p. 468, il quale, constatato che si sarebbe ricaduti nell'ipotesi generale dell'opponibilità ai terzi dei limiti legali al potere di rappresentanza degli amministratori, si chiedeva quale avrebbe potuto essere la ragione di un simile precetto speciale che si limitava ad applicare una regola di portata generale.

¹¹³ Cfr. V. SALAFIA, *Il procedimento per il lancio di una Opa*, in *Soc.*, 1999, p. 393, il quale faceva derivare dalla violazione del precetto la nullità degli atti "in quanto vietati da una norma inderogabile perché posta a tutela dell'interesse generale relativo al buon funzionamento del mercato"; in termini analoghi G. PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano 1999, p. 152, il quale, richiamata la previsione dell'art. 1418, co. 1, c.c. di nullità del contratto in ipotesi di violazione di una norma imperativa, "pur se tale norma non commina espressamente la sanzione della nullità, ma sempreché la legge "non disponga diversamente", riteneva che, nel caso specifico, la norma di cui all'art. 104 del testo unico mirasse a tutelare interessi collettivi, quali il corretto funzionamento del mercato nel caso di promozione di una offerta pubblica di acquisto, e pertanto, la considerava "inderogabile per tutti i soggetti che si trovano nella condizione trattata dalla norma, senza eccezione alcuna".

¹¹⁴ Cfr. R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 3^a ed., Torino 2000, p. 82, secondo cui la mancanza dell'autorizzazione esponeva gli amministratori, oltre che alla sanzione pecuniaria prevista dall'art. 192 T.U., anche all'eventuale responsabilità, almeno nei confronti dei creditori sociali e dei singoli soci o terzi danneggiati, ma non avrebbe dovuto comportare né l'inefficacia né la nullità dell'atto non autorizzato. Per l'A. "La mancanza di una qualsiasi previsione in tal senso e la difficile conciliabilità della inefficacia o della nullità dell'atto con le esigenze proprie del mercato suggeriscono di limitare al piano obbligatorio e alla sanzione amministrativa la tutela del precetto". Le conclusioni erano state condivise da F. VELLA, *La nuova passivity rule nella disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto*, cit., pp. 179-180.

Quanto all'ipotesi di inefficacia dell'atto, va osservato come l'attuale art. 2384 c.c. abbia, in primo luogo, ristretto l'ambito di opponibilità ai terzi delle violazioni delle limitazioni dei poteri degli amministratori, non menzionando più tra esse l'ipotesi di violazione di legge, ma solo quelle che “risultano dallo statuto o da una decisione degli organi competenti”: ciò che limiterebbe l'applicazione della disposizione al caso in cui l'autorizzazione al compimento di determinati atti venisse richiesta secondo un modello “convenzionale” (e risulti, pertanto, dallo statuto). In ogni caso, secondo la disposizione richiamata, sarebbe pur sempre necessaria la prova che i terzi avessero “intenzionalmente agito a danno della società”: diversamente, infatti, l'atto dovrebbe considerarsi efficace¹¹⁵.

Un diverso discorso, invece, sembra potersi fare per l'ipotesi in cui l'atto sia stato compiuto dagli amministratori sulla base di una delibera del consiglio di amministrazione assunta nonostante la mancanza o il diniego di un'autorizzazione dell'assemblea: in questa ipotesi – astrattamente riferibile alle violazioni di una *passivity rule* contenuta tanto nel modello “legale”, quanto in un modello “convenzionale” - sembra potersi far ricorso all'impugnazione della stessa deliberazione consiliare sulla base di quanto previsto dal 4° co. dell'art. 2388 c.c., il quale riconosce espressamente una simile eventualità per “Le deliberazioni che non sono prese in conformità della legge o dello statuto”¹¹⁶. L'impugnazione può essere proposta dal collegio sindacale, dagli amministratori assenti e dissenzienti ed anche dai soci allorché ritengano la deliberazione “lesiva dei loro diritti”: anche in questo caso, però,

¹¹⁵ Per un commento a tale disposizione cfr. C. MALBERTI, *Poteri di rappresentanza*, in *Amministratori*, a cura di F. GHEZZI, *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano 2005, p. 171ss.

¹¹⁶ Per un commento a tale disposizione M. VENTORUZZO, *Validità delle deliberazioni del consiglio*, in *Amministratori*, a cura di F. GHEZZI, *Commentario alla riforma delle società*, cit., p. 299ss.

sono salvi i diritti acquistati in buona fede dai terzi in base ad atti compiuti in esecuzione delle deliberazioni¹¹⁷.

Al di fuori delle limitate ipotesi di cui si è appena detto, non sembra, tuttavia, invocabile una generale inefficacia degli atti compiuti da parte dell'emittente, in quanto essa metterebbe a rischio la stessa certezza delle situazioni giuridiche ed onererebbe i terzi di verifiche così gravose da poterli indurre a non concludere alcun negozio con la stessa emittente. Al di fuori di tali ipotesi, tuttavia, residua pur sempre il rimedio risarcitorio nei confronti degli amministratori per l'atto compiuto in assenza di autorizzazione.

11. La responsabilità degli amministratori per gli atti e le operazioni compiuti.

Passando alla responsabilità degli amministratori per gli atti e le operazioni volte a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, va osservato come l'attuale impianto normativo abbia confermato la previsione, contenuta anche nell'originaria disciplina del t.u.f., secondo cui, adottate le misure di difesa, resta *“ferma la responsabilità degli amministratori e dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiute”*¹¹⁸.

¹¹⁷ Sarà quindi necessaria la prova della mala fede del terzo, ovvero della sua conoscenza della causa di invalidità: cfr. V. PINTO, *L'impugnabilità delle delibere a carattere gestorio del consiglio di amministrazione di società per azioni: «cui prodest?»*, in *Giur. comm.*, 2001, II, p. 177.

¹¹⁸ La previsione non regola l'eventualità in cui gli atti e le operazioni idonei a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta siano stati compiuti non già dagli amministratori della società emittente, ma da quelli della società controllata dalla società emittente. Per l'ipotesi in cui gli amministratori della controllata siano anche amministratori della controllante, si è ipotizzata un'interpretazione estensiva della disposizione, volta ad assoggettare all'autorizzazione assembleare della controllante anche il voto espresso dagli amministratori nell'assemblea della controllata in pendenza di OPA sulla controllante: cfr. E. DESANA, *Opa e tecniche di difesa*, cit., p. 119, la quale si riferisce “al caso in cui il *management* di una società, dopo il lancio dell'Opa sulla società amministrata, deliberi nell'assemblea di una sua controllata l'acquisto di azioni della controllante,

Tale previsione è risultata in passato tutt'altro che agevole per l'interprete: infatti, fermo l'evidente riconoscimento di una responsabilità – nei confronti della società, dei creditori, dei singoli soci e dei terzi – nell'ipotesi di compimento degli atti ed operazioni in questione in assenza di un'autorizzazione assembleare, benché prevista, l'inciso aveva dato adito a dubbi interpretativi nell'ipotesi di esistenza dell'autorizzazione stessa. Un simile inciso, infatti, non consentiva di chiarire se l'intervenuta autorizzazione assembleare fosse idonea ad escludere qualsiasi profilo di responsabilità degli amministratori nei confronti della società per l'atto dagli stessi compiuto, ovvero se tale responsabilità dovesse, comunque, permanere.

La questione si era posta, in particolare, con riferimento alla responsabilità degli amministratori nei confronti della società, posto che, al contrario, non sembravano sussistere particolari dubbi in ordine alla sussistenza di una loro responsabilità nei confronti di soggetti diversi dalla società stessa, quali i creditori, i terzi ed i soci quali terzi, ancorché in presenza di autorizzazione assembleare: sul punto, infatti, soccorrevano i generali principi in forza dei quali tale autorizzazione non faceva venir meno la responsabilità degli amministratori verso tali soggetti, diversi dalla società, in qualità di esecutori della relativa delibera¹¹⁹.

Con riferimento alla responsabilità degli amministratori nei confronti della società, invece, si trattava di stabilire il rapporto intercorrente tra la

autorizzandolo per i diciotto mesi seguenti. Il successivo acquisto effettuato dagli amministratori della controllata, dopo la pubblicazione dell'Opa, non richiederebbe un'autorizzazione *ad hoc* ex art. 104, imposta soltanto per gli atti compiuti dagli amministratori della società bersaglio”; per l'Autrice, “qualora la deliberazione assunta dalla controllata di acquisire azioni della controllante venisse presa in pendenza di Opa si potrebbe infatti ritenere necessario che gli amministratori della seconda si facciano autorizzare ex art. 104 dalla società che amministrano per esprimere voto favorevole nell'assemblea della controllata che delibera ex art. 2359-*bis* c.c.”. In senso contrario, però, si è espresso G. LEMME, *op. cit.*, pp. 118-119.

¹¹⁹ G. COTTINO, *Le società. Diritto commerciale*, 1, t. 2, Padova 1999, p. 404ss.; V. CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea della società per azioni*, Milano 1985, p. 150; F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano 1992, p. 182, n. 51.

previsione, appena ricordata, contenuta nel t.u.f. e la regola generale che buona parte della dottrina ricavava dalla previsione di cui all'art. 2364, 1° co., n. 4, c.c. – nota come regola del cd. discarico preventivo – in base alla quale gli amministratori, pur restando responsabili nei confronti dei creditori sociali e dei terzi, non sarebbero incorsi nella responsabilità verso la società per il compimento di atti, rivelatisi dannosi, approvati dall'assemblea¹²⁰.

Secondo una prima interpretazione, l'inciso normativo avrebbe confermato la regola generale anzidetta e, quindi, il preventivo consenso assembleare avrebbe esonerato gli amministratori dalla responsabilità nei confronti della società, sempre che la relativa delibera fosse stata valida (o, al limite, annullabile)¹²¹; secondo tale interpretazione, non sarebbe stato ammissibile che la società, una volta aver incaricato gli amministratori per il tramite del proprio "organo sovrano" di ostacolare l'offerta, avesse poi preteso di far ricadere sui medesimi amministratori le eventuali conseguenze negative dell'atto così deliberato¹²².

¹²⁰ La formulazione dell'art. 2364, 1° co., n. 4, c.c. antecedente la riforma delle società di capitali di cui al d.lgs. 17 febbraio 2003, n. 6, prevedeva che l'assemblea ordinaria deliberasse "sugli altri oggetti attinenti alla gestione della società riservati alla sua competenza dall'atto costitutivo, o sottoposti al suo esame dagli amministratori, nonché sulla responsabilità degli amministratori e dei sindaci".

¹²¹ Per un'affermazione del principio si veda CASS. 22 giugno 1990, n. 6278, in *Giust. civ.*, 1990, I, 2265, secondo cui "Rispetto ai comportamenti dell'amministratore di società di capitali, che si conformino o diano esecuzione ad espresso mandato assembleare, una responsabilità risarcitoria nei confronti della società medesima, ai sensi dell'art. 2392 c.c., è ravvisabile solo in presenza di nullità della delibera con cui è stato conferito quel mandato, quale fatto ostativo all'insorgere del potere-dovere di dargli attuazione, non anche in presenza di mera annullabilità, non incidendo questa sulla efficacia delle determinazioni societarie e sul loro carattere vincolante per l'organo di gestione, fino a quando non siano rimosse con pronuncia di accoglimento dell'impugnazione".

¹²² In questi termini L. PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 146, secondo cui sarebbe risultato "oltremodo ingiustificato che la società avesse reagito contro gli amministratori nel caso in cui questi avessero eseguito atti od operazioni, su espressa delibera assembleare e non sarebbe stato ammissibile che la società, "dopo aver dato incarico agli amministratori – mediante il proprio organo "sovrano" – di compiere atti, giustificati da motivi probabilmente estranei alle finalità della società, quale l'opposizione all'offerente "ostile", pretendesse di far ricadere sugli amministratori le eventuali conseguenze negative dell'atto così deliberato". In termini analoghi R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino 2000, 2^a ed., p. 83ss.

Secondo una diversa interpretazione, invece, l'inciso normativo avrebbe introdotto una deroga alla regola generale appena ricordata e la precisazione in esso contenuta, di tener *ferma la responsabilità*, non avrebbe fatto altro che confermare che la stessa autorizzazione assembleare non avrebbe configurato un presupposto per l'esonero dall'azione di responsabilità, costituendo semplicemente una condizione necessaria per porre in essere la misura difensiva: ciò in quanto tale autorizzazione avrebbe avuto la funzione di "temperare il rischio, particolarmente forte nella fattispecie, del perseguimento da parte degli amministratori dell'interesse del gruppo di comando, anziché della società e di una regola rafforzata dall'introduzione dell'azione sociale di responsabilità promossa dalla minoranza", con la conseguenza che si sarebbe potuto riconoscere, nel precetto in questione, "un indice normativo estensibile analogicamente, quantomeno nelle società quotate, a tutte le ipotesi di deliberazioni dell'assemblea autorizzatorie di atti degli amministratori, per concludere che l'autorizzazione dell'assemblea non vale ad escludere la responsabilità degli amministratori neppure nei confronti della società"¹²³.

Com'è noto, la riforma del diritto societario del 2003 è intervenuta anche sull'art. 2364 c.c., sostituendo alla previsione di cui al n. 4 del 1° co., quella dell'attuale n. 5, secondo cui l'assemblea ordinaria "*delibera sugli altri oggetti attribuiti dalla legge alla competenza dell'assemblea, nonché sulle autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il compimento di atti degli amministratori, ferma in ogni caso la responsabilità di questi per gli atti compiuti*"; la dottrina formatasi intorno a questa disposizione ritiene che essa non consenta più il cd. discarico preventivo della responsabilità verso la società: alla luce di ciò, l'art. 104 t.u.f. viene interpretato nel senso che gli amministratori siano responsabili verso la società per aver adottato misure difensive dannose,

¹²³ In questi termini P.A. SPITALERI, *La disciplina delle offerte pubbliche*, in A. PATRONI GRIFFI-M. SANDULLI-V. SANTORO, *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino 2000, p. 651-652. In termini analoghi F. VELLA, *Art. 104*, cit. p. 901; C. MOSCA, *Art. 104*, cit., p. 308; F. CHIAPPETTA, *Art. 104*, cit., p. 970.

benché autorizzate dall'assemblea¹²⁴. L'interpretazione da ultimo proposta consente di concludere nel senso di un'equiparazione del regime di responsabilità nei confronti della società tra l'ipotesi in cui la misura sia passata attraverso un'autorizzazione assembleare e quella, di deroga totale alla *passivity rule*, in cui essa sia stata assunta dagli amministratori senza necessità di autorizzazione.

Come già si diceva, a tale responsabilità nei confronti della società – sussistente, quindi, in entrambi i casi - può aggiungersi anche quella nei confronti dei creditori sociali, nonché quella, diversa nei suoi presupposti, nei confronti dei singoli soci per i danni loro arrecati dalla misura difensiva¹²⁵.

Con particolare riferimento a tale ultima responsabilità, la quale prevede la risarcibilità dei soli *danni diretti* al patrimonio dei soci e dei terzi, gli amministratori saranno chiamati a rispondere non solo nell'ipotesi in cui non abbiano sottoposto all'assemblea la misura difensiva, benché ne

¹²⁴ Cfr. R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino 2010, p. 87.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino 2004, p. 332; E. DESANA, *Opa e tecniche di difesa*, cit. p. 121ss. Ma vedi F.M. MUCCIARELLI, *Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto*, cit., p. 244ss., secondo cui la responsabilità verso la società non sussisterebbe nell'ipotesi in cui la misura difensiva dannosa sia stata autorizzata dall'assemblea e gli amministratori siano obbligati ad attuarla, in quanto non ne derivi una loro responsabilità verso gli azionisti *uti singuli* come proprietari delle azioni, considerate alle stregua di un bene; nei confronti di questi ultimi gli amministratori risponderebbero “per la perdita dell'opportunità di aderire ad un'offerta vantaggiosa”, in base alla responsabilità “contrattuale” ex art. 2395 c.c. e l'entità del danno risarcibile varierebbe a seconda che l'OPA sventata fosse condizionata o meno.

¹²⁵ Si tratta dell'azione individuale riconosciuta ai singolo socio o al terzo che sia stato direttamente danneggiato da atti dolosi o colposi posti in essere dagli amministratori nell'esercizio delle loro funzioni attinenti alla gestione sociale, rimanendo esclusi i danni che colpiscono solo in via mediata e riflessa il patrimonio del socio o del terzo (ciò, quindi, a differenza delle ipotesi regolate dagli artt. 2393 e 2394 c.c.). Controversa è la natura di tale ipotesi di responsabilità degli amministratori, posto che, secondo una prima tesi, l'art. 2395 c.c. riguarderebbe un caso di responsabilità da fatto illecito (così F. GALGANO, *Diritto commerciale, Le società*, 2, Bologna 2006, p. 338; G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, Torino 2007, p. 364; F. FERRARA-F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Padova 2009, p. 632; in giurisprudenza, da ultimo, CASS. 23 giugno 2010, n. 15220), mentre secondo altra tesi si tratterebbe di un'ipotesi di responsabilità da inadempimento (F. BONELLI, *Gli amministrazione di s.p.a.*, Milano 2004, p. 225); secondo altra tesi ancora, la natura della responsabilità viene fatta dipendere dalla natura della norma violata (A. BORGIOI, *La responsabilità degli amministratori per danno diretto ex art. 2395 c.c.*, in *Giur. comm.*, 1981, II, p. 703; F. DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano 2003, p. 294).

fossero stati obbligati¹²⁶, ma anche nell'ipotesi in cui, pur essendo liberi di adottare misure di difesa senza autorizzazione assembleare, abbiano privato gli azionisti dell'opportunità di aderire ad un'offerta vantaggiosa: ciò che accade, ad esempio, quando a fronte dell'offerta essi non abbiano attuato la strategia che consentisse, a parità di valore per la società nel suo complesso, di massimizzare il valore delle azioni ed il prezzo ottenuto dai singoli azionisti¹²⁷.

12. L'abrogazione della sanzione amministrativa.

Alla responsabilità civile, nei termini che si sono appena esposti, non è più associata, in ipotesi di violazione dell'obbligo di autorizzazione, alcuna sanzione amministrativa pecuniaria a carico degli amministratori: il d.lgs. 25 settembre 2009, n. 146, infatti, ha abrogato la previsione contenuta nel 3° co. dell'art. 192 t.u.f., il quale prevedeva un'apposita sanzione amministrativa pecuniaria a carico degli amministratori che avessero eseguito operazioni in violazione dell'obbligo di passività¹²⁸.

¹²⁶ Osserva F.M. MUCCIARELLI, *Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto*, cit., p. 249, n. 196, che gli amministratori potrebbero riuscire a provare che l'operazione difensiva non autorizzata dall'assemblea in realtà ha avvantaggiato gli azionisti come proprietari, attenuando i problemi di azione collettiva.

¹²⁷ Cfr. D. REGOLI, *Offerte pubbliche d'acquisto*, cit., p. 70ss.; F.M. MUCCIARELLI, *op. ult. cit.*, p. 250, secondo cui spetterà, comunque, all'azionista che agisce in responsabilità provare che erano astrattamente disponibili altre operazioni difensive in grado di sventare l'OPA ritenuta dannosa; A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista*, cit., p. 138ss.

¹²⁸ Il 3° co. dell'art. 192 t.u.f. così come modificato dal d.lgs. 19 novembre 2007, n. 229, disponeva che “*Gli amministratori, i componenti del consiglio di gestione e di sorveglianza di società con azioni quotate in mercati regolamentati italiani che eseguono operazioni in violazione dell'obbligo di astensione previsto dall'articolo 104, comma 1, sono puniti con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro venticinquemila a euro cinquecentoquindicimila*”. Per un commento di tale disposizione, nella sua versione originaria, si veda S. SEMINARA, *Art. 192*, in *Testo unico della finanza (d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, *Commentario* diretto da Campobasso, 3, *Sanzioni*, Torino 2002, p. 1512, secondo cui l'applicabilità della sanzione – riferita ad una condotta che, già in tale versione, rinviava al compimento di atti ed operazioni idonei a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta - risultava “subordinata ad una delicata valutazione sul merito filtrata alla luce degli interessi dell'offerente”.

Le ragioni di tale abrogazione sono state indicate nella circostanza che “la disciplina delle difese è divenuta opzionale, essendo stata rimessa allo statuto dell’emittente”, sicché “il disvalore della violazione di una previsione meramente negoziale è inidoneo ad essere sanzionato in via amministrativa”¹²⁹.

Quanto a tale motivazione, deve tuttavia osservarsi che se è vero che la disciplina delle difese, quantomeno a partire dal d.l. 28 novembre 2008, n. 58, è divenuta senz’altro opzionale – e, quindi, lasciata alla libera scelta, dapprima addittiva (*opt-in*), successivamente derogatoria (*opt-out*) dei soci – è, altresì, vero che dopo l’intervento del d.lgs. n. 146 del 2009, essa, con riferimento alla *passivity rule*, è tornata ad essere, nell’ipotesi normale, una disciplina *legale* (non già *meramente negoziale*), pur se derogabile. In particolare, la deroga alla disciplina legale è solo *eventuale* e non vale di per sé ad escludere il carattere legale della disposizione¹³⁰: in altri termini, è proprio l’eventualità della deroga a rendere eventuale anche la sopravvenuta inidoneità della sanzione amministrativa.

In considerazione di quanto appena evidenziato, si è giunti ad affermare che, nell’ipotesi in cui i soci non abbiano deciso di derogare alla previsione legale di passività, l’abrogazione risulterebbe non solo ingiustificata, ma anche contrastante con la *ratio* del d.lgs. n. 146 del 2009, che ha lasciato ai soci la determinazione della competenza a contrastare le scalate ostili¹³¹. In altri termini, meglio sarebbe stato se il legislatore, anziché

¹²⁹ Così nella Relazione illustrativa del d.lgs. 25 settembre 2009, n. 146

¹³⁰ Si noti, peraltro, come anche nella circolare Assonime n. 18 del 2009, in *Riv. soc.*, 2009, p. 546, il venir meno del presupposto per l’applicazione della sanzione amministrativa in questione fosse stato ipotizzato in ragione dell’origine statutaria dell’obbligo di passività, non già della sua natura opzionale.

¹³¹ Osserva A. MORELLO, *Scalate ostili e misure difensive: dalla Direttiva OPA al Decreto 146/09*, in *Soc.*, 2010, p. 163, n. 30, con riferimento all’opzione di fondo di tale provvedimento – opzione secondo cui va affidato ai soci il potere di autorizzare la misura difensiva e, sempre e solo a loro, il potere di provarsi di tale prerogativa - che “Questa considerazione offre, anzi, lo spunto per affermare, sul piano del *disvalore* della condotta, che l’amministratore che dovesse violare l’obbligo di passività una volta entrato in vigore il Decreto 2009 [d.lgs. 25 settembre 2009, n. 146, n.d.r.] si renderebbe artefice di un illecito ancora più grave perché contravverrebbe non già ad una norma di legge

disporre l'abrogazione, avesse limitato l'applicazione della sanzione alle sole ipotesi di mancata deroga della previsione legale¹³².

Sembra, tuttavia, preferibile la soluzione normativa adottata: ciò non tanto per le non condivisibili motivazioni che si sono appena ricordate; quanto, piuttosto, per l'esigenza di non creare un differente trattamento normativo della violazione delle diverse opzioni e, in particolare, della *passivity rule* contenuta nel modello "legale" da quella eventualmente contenuta in un modello "convenzionale".

13. La regola di neutralizzazione.

Il modello di regolamentazione delle misure di difesa sin qui descritto può essere ulteriormente modificato dall'impiego della seconda delle due variabili riconosciute dal legislatore italiano: la regola di neutralizzazione, disciplinata dall'art. 104*bis* t.u.f.¹³³.

Una simile regola, introdotta dal d.lgs. 229 del 2007 come regola imperativa e divenuta, a far data dalla legislazione *anticrisi*, regola opzionale a disposizione delle società quotate, si pone, quanto a modalità di funzionamento, sul solco già tracciato dall'art. 123, 3° co., t.u.f.¹³⁴: essa,

«semplicemente» imperativa, bensì ad una norma di legge che ha incontrato *implicitamente* il consenso dei soci i quali, pur potendo farlo, hanno preferito non derogarvi". Osservazione che, tuttavia, non sembra condivisibile nella parte in cui qualifica come *imperativa* una disposizione espressamente derogabile dai soci.

¹³² Così, ancora, A. MORELLO, *op. ult. cit.*, p. 163, e, in particolare, n. 31, in cui si evidenzia che il testo della norma che disponeva la sanzione amministrativa avrebbe potuto essere riformulato con l'inciso, "ben noto, perché già adoperato in altre occasioni", "salvo che gli statuti derogano in tutto o in parte alle disposizioni dei commi 1 e 1-bis dell'art. 104".

¹³³ Per un commento a tale regola si veda R. MAGLIANO, *La regola di neutralizzazione e le deviazioni dal principio di proporzionalità tra rischio e potere: ancora dubbi sulla compatibilità comunitaria della legislazione italiana sui poteri speciali*, in *Dir. comm. int.*, 2010, p. 61ss.

¹³⁴ Richiama anche l'art. 3, 3° co., del d.l. 31 maggio 1994, n. 332, convertito dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, recante *Norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni* (di cui si dirà più avanti), M. LAMANDINI, *Equity markets, markets efficiency and contestability of control in a trans-Atlantic*

infatti, consente di rendere inefficaci – nei confronti dell’offerente o degli azionisti – talune previsioni statutarie o parasociali, che possono essere d’ostacolo al successo dell’OPA.

Con riferimento ai suoi presupposti soggettivi, la regola di neutralizzazione trova applicazione nelle ipotesi in cui le società emittenti siano società italiane quotate, con espressa esclusione delle società cooperative¹³⁵, mentre non pone alcuna limitazione nei confronti dell’offerente, il quale può essere qualsiasi tipo di persona giuridica, oltre che di persona fisica.

Quanto, invece, ai presupposti oggettivi, la regola in questione opera con riferimento a tre diverse ipotesi, che si passano qui di seguito ad esaminare separatamente.

13.1. Limitazioni statutarie al trasferimento delle azioni.

La prima di tali ipotesi applicative della regola di neutralizzazione è rappresentata dalle “*limitazioni al trasferimento di titoli previste nello statuto*”, di

perspective. The regulatory conundrum of the ownership structure in an internationally integrated financial market in the wake of directive 2004/25/CE in takeover bids, 2007, p. 25.

¹³⁵ Ciò in conformità a quanto previsto dall’art. 11, par. 7, direttiva OPA, secondo cui “7. *Il presente articolo non si applica ... alle cooperative*”. Si noti, peraltro, che, con riferimento alle società italiane quotate, la limitazione vale, di fatto, per le banche popolari e le mutue assicuratrici, le quali sono le uniche società cooperative che possono essere quotate: si veda, sul punto, l’art. 2.2.1., co. 9, Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A., deliberato dall’Assemblea di Borsa Italiana S.p.A. del 13 aprile 2010, approvato dalla Consob con delibera n. 17302 del 4 maggio 2010 ed in vigore dal 28 giugno 2010, reperibile nel sito www.borsaitaliana.it. Dubbi circa l’esclusione delle banche popolari dalla regola di neutralizzazione sono stati espressi dall’Autorità Garante per la Concorrenza ed il Mercato in *AS422-Schema di decreto legislativo di attuazione della direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche d’acquisto*, del 25 settembre 2007, reso alla Commissione Finanza e Tesoro del Senato, secondo cui “Tali banche, che oramai hanno significativamente perso la vocazione mutualistica, sono sottratte agli ordinari meccanismi di contendibilità del controllo e ciò non appare coerente con lo sviluppo di efficaci dinamiche competitive del settore”.

cui tale regola ne dispone l'inefficacia nei confronti dell'offerente per l'intero periodo di adesione all'offerta¹³⁶.

Le limitazioni individuabili sulla base di tale ipotesi sono costituiti dalle clausole di gradimento o da quelle di prelazione contenute nello statuto¹³⁷: ciò significa che, pur in presenza di una clausola di gradimento, l'offerente potrà acquistare le azioni senza necessità di un eventuale *placet* – e, quindi, anche se esso, una volta richiesto, gli venga negato – o che, pur in presenza di una clausola di prelazione, l'azionista che intenda aderire all'offerta non sarà tenuto a compiere alcuna *denuntiatio* a chicchessia.

Non può tacersi, tuttavia, come la portata pratica di tale prima ipotesi applicativa della regola di neutralizzazione risulti significativamente ridotta per effetto della disposizione, contenuta nell'art. 46, par. 1, della direttiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 28 maggio 2001, *riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e l'informazione da pubblicare su detti valori*, il quale dispone che le azioni ammesse a quotazione devono essere liberamente negoziabili¹³⁸; disposizione presa in

¹³⁶ Ai sensi della prima parte del 2° co. dell'art. 104bis t.u.f. “2. Nel periodo di adesione all'offerta non hanno effetto nei confronti dell'offerente le limitazioni al trasferimento di titoli previste nello statuto...”.

¹³⁷ L'effetto “antiscalata” si verifica non solo nell'ipotesi di clausole di gradimento, ma anche in quelle di prelazione, essendovi il rischio che un rilevante quantitativo di azioni non venga posto sul mercato: cfr. sul punto la circolare Assonime n. 28 del 1985, pubblicata in *Riv. soc.*, 1985, p. 324, secondo cui “non possono ritenersi liberamente trasferibili le azioni di una società il cui statuto contenga clausole per effetto delle quali l'azionista che intenda alienare le sue azioni debba offrirle agli altri soci e possa venderle ad altri soltanto in mancanza di tempestivo esercizio del diritto di preferenza a quelli attribuito”. In ordine ai limiti alla circolazione delle azioni si veda A. TUCCI, *Limiti alla circolazione delle azioni*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino 2006, I, p. 617ss.

¹³⁸ La regola in questione, contenuta nell'art. 46, par. 1, della direttiva 2001/34/CE – direttiva il cui scopo è quello di procedere, a fini di razionalità e chiarezza, al raggruppamento in un unico testo delle direttive in materia di ammissione di valori mobiliari alla quotazione e di informazioni sui medesimi valori - ripropone quella contenuta nel par. 2, n. 2, dello schema A allegato alla direttiva 79/279/CEE del 5 marzo 1979, *Coordinamento delle condizioni per l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale di una Borsa valori*. Si noti peraltro che, come già per la previsione contenuta in quest'ultima direttiva, l'art. 46, par. 3, della direttiva 2001/34/CE prevede che per l'ammissione alla quotazione ufficiale di azioni il cui acquisto sia soggetto ad una clausola di gradimento le autorità competenti possano derogare alla regola della libera trasferibilità soltanto se l'uso

considerazione dall'attuale Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A., il quale annovera tra le condizioni generali di ammissione alla negoziazione la libera negoziabilità degli strumenti finanziari, il trasferimento dei quali, pertanto, non deve essere soggetto a restrizioni¹³⁹. In conseguenza di ciò, l'applicazione della regola di neutralizzazione risulta ridotta alle ipotesi di restrizioni su titoli non quotati di società che, per altro verso, abbiano altri titoli quotati¹⁴⁰.

Va osservato, invece, come in questa prima ipotesi di applicazione della regola di neutralizzazione il legislatore non abbia compreso, così come previsto dalla direttiva OPA¹⁴¹, anche le limitazioni al trasferimento delle azioni contenute in patti parasociali: in questo caso, però, l'omissione risulta non solo voluta, ma altresì coerente con l'impianto normativo esistente e, in particolare, con la previsione contenuta nell'art. 123, 3° co., t.u.f., di cui si è detto sopra¹⁴², riferibile anche ai cd. "sindacati di blocco": previsione che continuerà, pertanto, a regolare, con meccanismo del tutto analogo, la fattispecie in questione.

della clausola di gradimento non sia tale da perturbare il mercato. Osservava G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili*, cit., p. 746, con riferimento alla previsione contenuta nella direttiva 79/279/CEE, come si trattasse di disposizione ispirata dalla tutela della funzionalità del mercato, la quale avrebbe potuto essere intralciata dall'uso di clausole in grado di ritardare o rendere più oneroso l'acquisto della qualità di socio, più che dalla contendibilità del controllo societario (tema che, come osserva l'A., all'epoca di emanazione della direttiva era poco considerato in Europa). La previsione della libera negoziabilità delle azioni ammesse a quotazione viene oggi considerata come regola in grado di semplificare e, quindi, favorire le acquisizioni da L. ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando*, cit., p. 665, il quale osserva, altresì, come la formula utilizzata per la relativa deroga in ordine alla clausola di gradimento risulti "sufficientemente vaga per rendere dubbia la legittimità della clausola di gradimento perfino anche limitatamente a trasferimenti di azioni oltre una determinata soglia di rilevanza".

¹³⁹ Si veda, sul punto, l'art. 2.1.3., 2° co., lett. c), Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A. cit.

¹⁴⁰ Così anche F. FERRARA-F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, cit., p. 898, n. 5. Il limitato ambito applicativo della regola di neutralizzazione, in ragione del divieto di cui si è detto, costituisce la ragione della critica di inutilità della regola stessa da parte di V. EDWARDS, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On?*, in *ECFR*, 2004, p. 437. In termini analoghi anche T. PAPADOPULOS, *Legal Aspects of The Breakthrough Rule of the European Takeover Bid Directive*, in SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1510964>, p. 4.

¹⁴¹ Cfr. art. 11, par. 2, 2° co., direttiva OPA.

¹⁴² Si veda *supra*, cap. II.

13.2. Limitazioni al diritto di voto contenute nello statuto o in patti parasociali.

La seconda ipotesi applicativa della regola di neutralizzazione è rappresentata dalle “*limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali*”¹⁴³, dei quali la regola prevede l’inefficacia nelle assemblee chiamate ad autorizzare le misure difensive¹⁴⁴.

Anche in questo caso, la portata pratica della disposizione, la cui funzione è, nello specifico, quella di “rendere totalmente liberi gli azionisti circa le decisioni da prendere in ordine all’offerta – se cioè aderirvi o contrastarla -”¹⁴⁵, merita un ridimensionamento; se, infatti, non vi sono ostacoli alla previsione di simili limiti ad opera di patti parasociali – e ciò anche in considerazione di quanto previsto dall’art. 122 t.u.f.¹⁴⁶ – a diversa conclusione pare potersi giungere in relazione all’ipotesi di limiti ad opera degli statuti: com’è noto, il codice civile non consente alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio che i relativi statuti possano prevedere per il diritto di voto limitazioni ad una misura massima o suoi scaglionamenti¹⁴⁷.

¹⁴³ A condizione, tuttavia, che i patti parasociali siano stati stipulati dopo il 20 maggio 2004, data di entrata in vigore della direttiva (così come previsto dall’art. 11, par. 3, co. 2°, della direttiva OPA).

¹⁴⁴ Ai sensi della seconda parte del 2° co. dell’art. 104bis t.u.f. “2. ... *né hanno effetto, nelle assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni previste dall’articolo 104, le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali*”.

¹⁴⁵ Così C. RABITI BEDOGNI, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, in AA.VV., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di S. Amorosino, Milano 2008, p. 286.

¹⁴⁶ Il riferimento è non solo alla specifica previsione di cui al co. 1° di tale disposizione, riferita ai patti “*aventi per oggetto l’esercizio del diritto di voto*”, ma anche a quella, certamente più generica, contenuta al co. 5, lett. d-bis), introdotta dal d.lgs. 19 novembre 2007, n. 229, riferita ai patti “*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 a tale offerta*”.

¹⁴⁷ È ciò che si evince, in particolare, dall’art. 2351, 3° co., c.c., secondo cui “*Lo statuto delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio può prevedere che, in relazione*

In considerazione di ciò, com'è stato osservato, l'ipotesi applicativa in esame limita l'operatività della regola di neutralizzazione a quelle pochissime società quotate che in base a leggi speciali hanno nel proprio statuto dei limiti al diritto di voto¹⁴⁸.

Va osservato, poi, che il t.u.f. esclude espressamente l'applicazione della regola di neutralizzazione alle ipotesi di “*limitazioni statutarie al diritto di voto attribuito da titoli dotati di privilegi di natura patrimoniale*”¹⁴⁹: si tratta di esclusione che il legislatore italiano ha introdotto tenendo conto che la direttiva OPA prevedeva la non applicabilità della regola di neutralizzazione “*ai titoli quando le restrizioni ai diritti di voto sono compensate con vantaggi pecuniari specifici*”¹⁵⁰.

La regola vale, all'evidenza, per le azioni privilegiate a voto limitato, oltre che per le azioni di risparmio, e risponde all'esigenza di non far venir meno, seppur solo in occasione dell'OPA, per effetto della regola di neutralizzazione, l'originario vincolo al diritto di voto che abbia trovato la sua fisiologica compensazione nel vantaggio patrimoniale attribuito al socio.

Ma una tale disposizione lascia, però, aperto il dubbio – generato da una sua lettura *a contrario* - che, al di fuori di tali ipotesi (in cui la limitazione al diritto di voto abbia trovato una compensazione in un vantaggio patrimoniale), la regola di neutralizzazione possa trovare sempre applicazione e, quindi, possa determinare l'inefficacia della limitazione al

alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato ad una misura massima o disporre scaglionamenti?”.

¹⁴⁸ Cfr. F.M. MUCCIARELLI, *Art. 104 bis*, in *La disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto, Commentario sistematico* a cura di E. Pederzini, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, p. 103, il quale fa riferimento allo statuto di UniCredit S.p.A., il quale – così come consentita dall'art. 2, co. 1°, lett. d), n. 1, l. 30 luglio 1990, n. 218, *Disposizioni in materia di ristrutturazione e integrazione patrimoniale degli istituti di credito di diritto pubblico* – prevede una limitazione all'esercizio del diritto di voto, il quale non può essere esercitato per un quantitativo di azioni della società superiore al 5% del capitale sociale avente diritto al voto (art. 5, 16° co., dello statuto di UniCredit S.p.A.).

¹⁴⁹ Si veda il 4° co. dell'art. 104*bis* t.u.f., secondo cui “*Le disposizioni di cui ai commi 2 e 3 non si applicano alle limitazioni statutarie al diritto di voto attribuito da titoli dotati di privilegi di natura patrimoniale*”.

¹⁵⁰ Art. 11, par. 6, direttiva OPA.

diritto di voto non compensata da un corrispondente privilegio patrimoniale¹⁵¹: il che equivarrebbe a dire che azioni prive del diritto di voto acquisterebbero, in occasione di un'OPA, un diritto di voto altrimenti non esercitabile. A ben vedere, però, un simile risultato – che, com'è stato osservato, finirebbe per far diventare le azioni senza diritto di voto e senza privilegio una sorta di “*poison pill*” prevista dalla stessa legge¹⁵² – risulterebbe

¹⁵¹ L'ipotesi qui formulata presuppone la possibilità che le società quotate possano emettere azioni prive del diritto di voto che non si qualificano come azioni di risparmio e che siano caratterizzate per la mancata compensazione, sotto il profilo patrimoniale, di tale privazione. La questione, a ben vedere, è tutt'altro che pacifica, avendo dato luogo a due opposte soluzioni. Secondo una prima soluzione, le società quotate potrebbero emettere azioni senza diritto di voto rientranti solo nella fattispecie delle azioni di risparmio, con conseguente riconoscimento di diritti patrimoniali; a favore di questa soluzione, si è affermata l'esistenza di un principio di equilibrio tra poteri amministrativi e patrimoniali (D.U. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano 2003, p. 85) ovvero si è ritenuto che la minore libertà di emissione per le società quotate risiederebbe nel fatto la destinazione al mercato tollererebbe solo strumenti finanziari uniformi, al fine di colmare le asimmetrie informative (V. SANTORO, *Commento all'art. 2351*, in AA.VV., *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino 2003, p. 148). Secondo l'opposta soluzione, invece, le società quotate potrebbero emettere azioni senza diritto di voto anche al di fuori della fattispecie delle azioni di risparmio. A favore di tale soluzione si richiamano la diversa formulazione normativa adottata dal legislatore nelle ipotesi in cui abbia inteso limitare determinate fattispecie alle società “chiuse”, come nel caso del 3° co. del medesimo art. 2351 c.c., la circostanza che la disciplina delle società quotate rappresenterebbe il “luogo elettivo per le maggiori concessioni all'autonomia statutaria in tema di azioni prive del diritto di voto”, posto che il mercato potrebbe selezionare gli strumenti finanziari offerti, controbilanciando così l'autonomia statutaria, nonché l'ampia autonomia statutaria riconosciuta sia dall'art. 2351, 2° co., c.c., sia dall'art. 145 t.u.f. (M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, Aa.Vv., *Il nuovo ordinamento delle società*, a cura di S. Rossi, Milano 2003, pp. 61-62); la circostanza che le maggiori rigidità introdotte dalla riforma riguardano non la provvista finanziaria, ma la *governance* e si giustificano proprio in ragione di una più copiosa possibilità di raccolta (G. PRESTI, *La riforma e le società quotate*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, a cura di M. Rescigno e A. Sciarrone Alibrandi, Milano 2004, pp. 221-223); la mancanza di un divieto nel t.u.f. all'emissione di azioni senza voto diverse dalle azioni di risparmio (A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 488).

¹⁵² F.M. MUCCIARELLI, *op. ult. cit.*, p. 104. Va precisato che con l'espressione *poison pill* – spesso impropriamente usata come sinonimo di misura di difesa – si indica una difesa preventiva che, nella sua variante più diffusa, consiste nell'emissione, da parte del consiglio di amministrazione, di un'opzione a favore degli azionisti che non superino una determinata soglia di capitale ad acquistare un ingente quantitativo di strumenti finanziari di nuova emissione, tale da diluire fortemente un eventuale scalatore; l'opzione può essere revocata dagli amministratori in ogni momento, come accade, ad esempio, nel caso di OPA inizialmente ostile e successivamente divenuta amichevole (cfr. R. COSTI-L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 115, n. 59, in cui si evidenzia come le *poison pills* abbiano reso obsolete le tattiche difensive precedentemente utilizzate, “data la

opposto a quello più in generale perseguito dalla regola di neutralizzazione, individuato nel mantenimento, in favore dell'offerente, di una tendenziale proporzionalità tra rischio e controllo¹⁵³.

13.3. Limitazioni al diritto di voto e diritti speciali in caso di successo dell'OPA.

La terza ipotesi applicativa della regola di neutralizzazione presuppone che l'OPA abbia avuto successo e l'offerente abbia ottenuto almeno il 75% del capitale con diritto di voto su nomina e revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di sorveglianza¹⁵⁴: in tale ipotesi, si prevede che, nella prima assemblea convocata dopo l'OPA al fine di modificare lo statuto o di sostituire gli amministratori o i membri del consiglio di sorveglianza, non abbiano effetto

- (i) “*limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali*” (sempre che non si tratti di limitazioni statutarie al diritto di voto attribuito da

loro assai maggiore efficacia, cui si accompagna tra l'altro l'assenza di ogni impatto sulla società; esse agiscono infatti come una bomba a neutroni: eliminano lo scalatore gradito senza tuttavia intaccare affatto la struttura finanziaria della società o la sua gestione, dal momento che sono strutturate in modo da non consentire mai in concreto agli azionisti di esercitare l'opzione loro spettante”.

¹⁵³ In ordine a tale funzione si veda L. ENRIQUES, *In tema di difese contro le opa ostili*, cit. p. 108. Rileva F.M. MUCCIARELLI, *ibidem*, che la direttiva OPA, a differenza del t.u.f., “non parla di «titoli dotati di privilegi» ma di «restrizioni al voto (...) compensate con vantaggi pecuniari» e, quindi, non si riferisce solamente alle azioni privilegiate, ma a tutti i casi in cui una restrizione del diritto di voto statutaria è stata compensata con vantaggi patrimoniali, siano essi incorporati nel titolo o no”.

¹⁵⁴ In realtà, per questa terza ipotesi applicativa della regola di neutralizzazione, il 3° co. dell'art. 104*bis* del t.u.f. fa riferimento anche alla nomina dei componenti del consiglio di gestione da parte dell'assemblea: tuttavia, come giustamente rilevato da F. FERRARA-F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, cit., p. 899, n. 7, “la regola (che caratterizza il sistema dualistico...) è che il consiglio di gestione è nominato dal consiglio di sorveglianza e non dall'assemblea e l'art. 2409-*novies* non prevede, neppure in via di eccezione, questa possibilità. Siamo in presenza di un *lapsus* legislativo”.

titoli dotati di privilegi di natura patrimoniale, rispetto alle quali la regola non trova applicazioni, secondo quanto si è visto sopra¹⁵⁵);

(ii) “*qualsiasi diritto speciale in materia di nomina o revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio [di gestione] o di sorveglianza previsto nello statuto*”¹⁵⁶.

Si tratta, quindi, di regola che tutela l’offerente solo nell’ipotesi in cui egli, a seguito dell’offerta, detenga almeno il 75% delle azioni aventi diritto al voto nelle deliberazioni di cui si è detto: diversamente, la regola di neutralizzazione non trova applicazione e continueranno ad operare, nei suoi confronti, le eventuali misure di difesa preventive previste dallo statuto o da patti parasociali¹⁵⁷.

Anche tale fattispecie, la portata applicativa risulta ridotta per effetto dei limiti di cui sopra si è detto e, in particolare, dal divieto legale all’introduzione di limiti statutari al diritto di voto da parte delle società che facciano ricorso al mercato del capitale di rischio.

In conseguenza di ciò, anche questa terza fattispecie della regola di neutralizzazione è destinata, di fatto, a trovare applicazione nei confronti delle sole ipotesi di diritti speciali statutari ed in quelle di limitazioni al diritto di voto contenute in patti parasociali.

¹⁵⁵ Si veda, a riguardo, quanto detto sopra a proposito del 4° co., dell’art. 104bis t.u.f.

¹⁵⁶ Ai sensi della seconda parte del 3° co. dell’art. 104bis t.u.f. “3. *Quando, a seguito di un’offerta di cui al comma 1, l’offerente venga a detenere almeno il settantacinque per cento del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, nella prima assemblea che segue la chiusura dell’offerta, convocata per modificare lo statuto o per revocare o nominare gli amministratori o i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza non hanno effetto: a) le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali; b) qualsiasi diritto speciale in materia di nomina o revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza previsto nello statuto*”. Sul riferimento alla nomina dei componenti del consiglio di gestione da parte dell’assemblea si veda la nota che precede.

¹⁵⁷ Osserva F.M. MUCCIARELLI, *op. ult. cit.*, p. 104, che “quanto più la partecipazione del socio di maggioranza relativa si avvicina al 25% del capitale con diritto di voto, tanto meno la società è scalabile, poiché al primo basterà acquistare durante l’offerta un numero di azioni che gli consenta di raggiungere la soglia del 25% per rendere la regola di neutralizzazione inapplicabile”.

13. 4. L'indennizzo.

Per l'ipotesi in cui la regola di neutralizzazione abbia reso inefficaci i diritti di un socio o di una categoria di soci, il legislatore italiano ha previsto il riconoscimento di un "equo indennizzo" da parte dell'offerente per il pregiudizio patrimoniale eventualmente subito (e sempre che le disposizioni statutarie o contrattuali che costituiscano tali diritti fossero efficaci anteriormente alla comunicazione di apertura dell'offerta).

L'obbligo di indennizzo, in linea all'analoga previsione della direttiva¹⁵⁸, si è reso opportuno per ovviare all'eventualità, ipotizzata dalla stessa Commissione in fase di redazione del testo comunitario¹⁵⁹, che la regola potesse presentare dubbi di costituzionalità in alcuni ordinamenti giuridici, stante la sua possibile configurazione come forma illegittima di espropriazione privata, contraria alla Carta dei diritti umani¹⁶⁰. In particolare, l'obbligo in questione è stato principalmente pensato per compensare i titolari di azioni a voto multiplo, privati dei diritti supplementari a seguito dell'operatività della regola; benché una simile ipotesi non sia configurabile nel nostro ordinamento, trattandosi di

¹⁵⁸ Cfr. l'art. 11, par. 5, direttiva OPA, secondo cui "5. *Quando si sopprimono diritti sulla base dei paragrafi 2, 3 o 4 e/o dell'articolo 12 è d'obbligo fornire un equo indennizzo per qualsiasi perdita subita dai titolari di questi diritti*"; disposizione che, tuttavia, precisa che "Le condizioni per determinare questa compensazione e le modalità del pagamento sono fissate dagli Stati membri". In relazione a tale disposizione si vedano le critiche di P. SFAMENI, *La nuova direttiva europea*, cit., p. 1002, secondo cui la soluzione, per quanto apprezzabile, solleva dubbi in ordine al momento in cui debba essere valutata la perdita, essendo "facile immaginare, infatti, che il mercato incorpori nei prezzi dei titoli la sterilizzazione potenziale dei diritti *non proporzionali* già al momento dell'entrata in vigore della norma, e non dal momento del lancio di un'offerta pubblica". In termini analoghi, a seguito di attuazione della direttiva OPA, anche P. DE GIOIA CARABELLESE, *Artt. 104-104-bis*, in AA.VV., *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino 2010, pp. 97-98.

¹⁵⁹ Si veda, sul punto, B. DAUBER LIEB – M. LAMANDINI, *The new proposal of a directive on company law concerning takeover bids and the achievement of a level playing field*, working paper Parlamento Europeo, 2002, p. 41.

¹⁶⁰ G. OPROMOLLA, *La nuova normativa italiana sulle OPA e le misure difensive contro le OPA ostili. Cosa cambia?*, in *Soc.*, 2007, p. 1445. In termini analoghi M. LAMANDINI, *Equity markets, markets efficiency and contestability of control in a trans-Atlantic perspective*, cit., p. 26, il quale la descrive come "a significant deviation from the general rules of priority of contract and "pacta sunt servanda".

categoria di azioni di cui è vietata l'emissione, l'obbligo conserva comunque un margine di applicazione.

Nell'ambito della discrezionalità riconosciuta sul punto dalla direttiva OPA, il legislatore italiano ha previsto, anzitutto, che l'obbligo di indennizzo sia a carico dell'offerente cui va presentata la relativa richiesta entro il termine di novanta giorni dalla chiusura dell'offerta ovvero, nel caso in cui la regola di neutralizzazione operi nella prima assemblea che segue la chiusura dell'offerta, di novanta giorni dalla data di tale assemblea, a pena di decadenza¹⁶¹. La scelta normativa operata, pertanto, fa dell'indennizzo un costo – come a breve si dirà, non facilmente preventivabile - che si va ad aggiungere al corrispettivo dovuto dall'offerente per l'acquisto dei titoli e che, quindi, va ad incidere sul costo complessivo dell'OPA.

Quanto alla determinazione dell'ammontare dell'indennizzo, il t.u.f., in assenza di indicazioni sul punto da parte della direttiva¹⁶², rinvia ad un accordo tra l'offerente e il socio danneggiato e, solo in mancanza di tale accordo, ad una determinazione del giudice da condurre in via equitativa, avendo riguardo *“tra l'altro, al raffronto tra la media dei prezzi di mercato del titolo nei dodici mesi antecedenti la prima diffusione della notizia dell'offerta e l'andamento dei prezzi successivamente all'esito positivo dell'offerta”*¹⁶³: si tratta di operazione che appare tutt'altro che agevole, a meno che non la si voglia ridurre ad un

¹⁶¹ Si noti che la direttiva OPA prevede unicamente un obbligo di indennizzo, senza specificare a chi debba fare carico tale obbligo. Cfr., sul punto, anche HIGH LEVEL GROUP, *Report*, cit., p. 9, il quale aveva ritenuto che *“the bidder should not be required to offer such compensation”*; inoltre, pur ritenendo che *“There may be exceptional cases where compensation for loss of specific control rights is due and the holder of such rights demonstrates specific damage”* e che *“The Group recommends that it be further reviewed whether an appraisal procedure should be provided for in these cases”*, aveva precisato che *“Such a right of appraisal should in any case not prevent the bidder from using the break-through rule to exercise control”*.

¹⁶² L'assenza di indicazioni da parte della direttiva è valutata con favore da A. ANGELILLIS-C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva*, cit., p.1148, secondo cui *“una scelta troppo rigida da parte del legislatore comunitario avrebbe impedito agli Stati membri di calibrare i meccanismi di calcolo senza tenere in debita considerazione le specificità nazionali”*, pur con il rilievo che la libertà concessa a questi ultimi sembra troppo ampia e rischia di creare confusione negli operatori.

¹⁶³ Così l'art. 104*bis*, 5° co., t.u.f.

raffronto tra il prezzo dell'azione pagato dall'offerente ed il prezzo della stessa al momento di operatività della regola di neutralizzazione – vale a dire al momento in cui il diritto è stato reso inefficace – ovvero ad un raffronto tra azioni con o senza diritto di voto emesse dalla medesima società (raffronto non sempre possibile, potendo quest'ultime non essere state emesse o, se emesse, non essere state quotate)¹⁶⁴.

In ogni caso, si tratta di operazione che, per la sua aleatorietà, non solo non garantisce l'offerente circa l'iniziale conoscenza del proprio sforzo finanziario: aspetto che si è visto essere uno dei vantaggi presentati dall'OPA rispetto alla trattativa individuale¹⁶⁵; ma non garantisce nemmeno il socio circa la possibilità di stimare in anticipo, pur con i limiti che una stima siffatta comporta, l'ammontare dell'eventuale somma riconosciuta per la perdita del proprio diritto: circostanza, quest'ultima, che vale a disincentivare la stessa scelta statutaria, quantomeno per l'ipotesi di previsione statutaria per la quale operi l'indennizzo.

¹⁶⁴ Cfr. B. DAUBER LIEB – M. LAMANDINI, *op. cit.*, p. 44ss., i quali, dopo aver indicato la quale criterio per la determinazione della giusta compensazione quello del riferimento alla differenza di prezzo tra azioni ordinarie e azioni senza diritto di voto, propongono tre diversi approcci per l'ipotesi in cui il mercato non fornisca un'indicazione dello specifico sovrapprezzo pagato per i diritti di voto di quella particolare società: (i) un primo, volto a determinare la giusta compensazione in un ammontare fisso, uguale in tutti gli Stati membri, basato sul sovrapprezzo medio pagato nei mercati europei per un diritto di voto; (ii) un secondo, opposto, volto ad attribuire alle autorità di vigilanza nazionali la determinazione, caso per caso, della giusta compensazione da corrispondere, tenuto conto che in alcuni Stati membri vi sarebbe un diverso ammontare del sovrapprezzo relativo al diritto di voto (essendo esso in funzione non solo dei dell'ammontare dei vantaggi privati a disposizione degli azionisti di controllo, ma anche della stabilità del controllo); (iii) un terzo, infine, volto a determinare tale giusta compensazione in una percentuale fissa del valore di mercato delle azioni ordinarie - percentuale fissata dal legislatore comunitario - conferendo, allo stesso tempo, all'autorità nazionale di vigilanza il potere di deroga, in aumento o in diminuzione, in considerazione del prezzo medio rilevato nel mercato nazionale.

¹⁶⁵ Cfr. *supra* cap. I.

14. La “via statutaria” per la neutralizzazione.

La limitata portata applicativa della regola, da un lato, ed i dubbi legati alla quantificazione dell’indennizzo, dall’altro, lasciano intravedere uno scarso ricorso alla regola di neutralizzazione la cui operatività, come si anticipava, a partire dal d.l. 28 novembre 2008, n. 58 è stata rimessa agli statuti.

Ed a fronte dell’assenza di una formulazione del tipo di quella che il d.lgs. 25 settembre 2009, n. 146, ha introdotto per la *passivity rule*, non pare possibile affermare nemmeno un’applicazione solo *parziale* della regola in questione, ciò che potrebbe aversi ipotizzando una previsione statutaria riguardante un ambito di applicazione della regola di neutralizzazione inferiore rispetto alla previsione legale¹⁶⁶.

¹⁶⁶ Un analogo problema si era posto, in occasione del recepimento della direttiva OPA, circa la possibilità, da parte degli Stati membri, di introdurre solo parzialmente la regola di neutralizzazione: per A. ANGELILLIS-C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento*, cit., p. 1157, la risposta negativa sarebbe stata quella maggiormente coerente allo spirito della direttiva, dovendosi dare a quest’ultima un’interpretazione secondo cui “gli Stati membri devono attenersi al recepimento integrale dell’art. 11, potendo optare, in alternativa, solo per la non adozione della regola di neutralizzazione”. In termini analoghi F.M. MUCCIARELLI, *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull’opa*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 834, per il quale la direttiva non avrebbe consentito agli Stati membri di scindere le clausole o i patti parasociali difensivi, introducendo la neutralizzazione solo per alcuni e non per altri, sicché ogni Stato membro avrebbe potuto “o introdurre la regola di neutralizzazione o non farlo, per tutte le clausole e i patti di cui all’art. 11 della Direttiva”.

Non sembra, però, vi siano ostacoli a che gli Stati membri che scelgano di non recepire l’art. 11 della Direttiva possano introdurre, nell’ambito della scelta di *opt out* statale, alcune delle ipotesi di inefficacia previste da tale disposizione, conseguendo così, di fatto gli effetti di un recepimento parziale della regola: ciò che accade, in Italia, per l’ipotesi applicativa di cui all’art. 123, 3° co., t.u.f., contenuta nella direttiva OPA (e, oltretutto, già operante prima del suo recepimento). Si noti, ad esempio, come la Francia, che ha scelto di non introdurre in via generale la regola di neutralizzazione e che ha lasciato alle società la facoltà di farlo, abbia recepito una regola solo in parte coincidente con quella contenuta nell’art. 11 della direttiva OPA: la relativa legge di recepimento, infatti, ha modificato il codice di commercio prevedendo che le limitazioni all’esercizio del diritto di voto di cui all’art. L. 225-125 presenti “*dans les statuts d’une société qui fait l’objet d’une offre publique et dont des actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé, sont suspendus lors de la première assemblée générale qui suit la clôture de l’offre lorsque l’auteur de l’offre, agissant seul ou de concert, vient à détenir une fraction du capital ou des droits de vote de la société visée par l’offre supérieure à une quotité fixée par le règlement général de l’Autorité des marchés financiers, au moins égale à celle requise pour modifier les statuts, et dans la limite des trois quarts*”: limite che

Certo è che la maggior parte delle ipotesi applicative della regola di neutralizzazione – ipotesi che si sono sopra distinte a seconda che l'inefficacia interessi le limitazioni all'esercizio del diritto di voto, al trasferimento delle azioni o all'esercizio di diritti di voto e diritti speciali nell'assemblea successiva alla riuscita dell'offerta – potrebbero essere introdotte con distinte clausole statutarie (e ciò anche in assenza della previsione di una norma sulla regola di neutralizzazione che lo consenta): si pensi, ad esempio e a prescindere dai limiti pratici che si sono evidenziati, alle clausole statutarie di limitazione al trasferimento delle azioni o contenenti limitazioni al diritto al voto o diritti speciali, che ben potrebbero prevedere, esse stesse, l'ipotesi di loro inefficacia in occasione di un'OPA o di successo della medesima. L'introduzione di tali ipotesi di inefficacia, in altri termini, non necessiterebbe di alcun avvallo legislativo, trattandosi di clausole, per così dire, autosufficienti.

In termini analoghi, poi, la neutralizzazione dei diritti speciali di nomina e di revoca degli amministratori e dei componenti del consiglio di gestione, al raggiungimento di una certa soglia da parte dell'offerente a seguito di OPA, potrebbe essere introdotta a maggioranza dall'assemblea della società successivamente all'assegnazione stessa dei diritti in questione; in questo caso, infatti, la disposizione normativa si limiterebbe unicamente a prevedere una determinata soglia (ma ciò per l'ipotesi in cui si decidesse di introdurre statutariamente *la* previsione contenuta in tale disposizione).

Un diverso discorso, per contro, merita la neutralizzazione dei limiti ai diritti di voto contenuti in patti parasociali e, quindi, in accordi stipulati tra terzi: l'intangibilità di tali accordi, già per il diritto comune, induce a ritenere che la loro inefficacia possa essere prevista da una norma di legge

L'autorità di vigilanza francese ha fissato tale soglia a due terzi; ed ha previsto, all'art. L. 233-34, che “*Sauf lorsqu'elles résultent d'une obligation législative, les clauses des statuts d'une société dont des actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé prévoyant des restrictions statutaires au transfert d'actions de la société sont inopposables à l'auteur d'une offre publique pour les titres qui lui seraient apportés dans le cadre de son offre*”, limitando quindi l'applicazione della regola all'ipotesi di clausole statutarie contenenti restrizioni al trasferimento dei titoli.

direttamente, come effetto dell'applicazione di tale norma, o indirettamente, attraverso una previsione statutaria che in essa trovi la sua legittimazione e che ne garantisca l'«*ultra-efficacia*»¹⁶⁷, trattandosi di clausola che investe accordi stipulati tra terzi, paralizzandone, seppur temporaneamente, l'efficacia¹⁶⁸.

E poiché, nel caso di specie, la via statutaria *parziale* non è avallata da una corrispondente previsione normativa, sembra doversi concludere per l'impossibilità di conseguire l'effetto dell'inefficacia rispetto ai patti parasociali¹⁶⁹.

15. Le modifiche statutarie in materia di misure di difesa ed il diritto di recesso.

L'autonomia riconosciuta alla società circa la scelta da assumere in ordine all'applicazione della *passivity rule* ed alla regola di neutralizzazione, induce una riflessione sui rapporti tra intervento statutario e diritto di recesso dei soci, riconosciuto dall'art. 2437 c.c.: v'è da chiedersi, infatti, se la

¹⁶⁷ L'espressione è di F.M. MUCCIARELLI, *Il principio di reciprocità*, cit., p. 836, secondo cui gli Stati membri che non avessero implementato la regola di neutralizzazione avrebbero dovuto «consentire una sorta di «*ultra-efficacia*» della clausola statutaria che introduce la neutralizzazione convenzionale, per consentirle di rendere inefficaci i sindacati di blocco e i patti che pongono tetti ai diritti al voto».

¹⁶⁸ L'espressa efficacia della clausola statutaria nei confronti dei confronti dei patti parasociali è prevista dal § 968 del *Companies Act* 2006.

¹⁶⁹ In relazione a tale ultimo aspetto, tuttavia, si veda M. STELLA RICHTER, *A proposito della direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche di acquisto e dei suoi interpreti*, in *Profili attuali di diritto societario*, a cura di G. Ferri e M. Stella Richter, Milano 2010, p. 216, secondo cui «La clausola statutaria che imponga una regola di neutralizzazione non potrà che avere un effetto parziale; sarà cioè un *opt-in* necessariamente parziale. È infatti evidente che non potrà che valere come neutralizzazione di altre regole statutarie, e non come neutralizzazione di altri accordi, come appunto i patti parasociali, che operano su piani e con effetti diversi. La regola dell'art. 11, par. 2, comma 2, della Direttiva – a mente della quale «tutte le restrizioni al trasferimento di titoli previste in accordi contrattuali tra la società emittente e possessori di titoli di questa società o in accordi contrattuali tra possessori di titoli della società emittente... non si applicano» – è in definitiva una regola che può trovare accoglimento solo sulla base di una scelta legislativa».

deliberazione che approva la deroga, totale o parziale, alla *passivity rule* ovvero l'introduzione della neutralizzazione, possa consentire al socio che non abbia concorso all'adozione della relativa delibera di esercitare il recesso, quale strumento di tutela connesso a cambiamenti sostanziali in grado di modificare le prospettive di redditività e le caratteristiche della partecipazione o di alterare profondamente le condizioni di rischio presenti al momento dell'adesione alla società¹⁷⁰. In particolare, v'è da chiedersi se le modifiche statutarie sul punto, possano rilevare rispetto all'ipotesi legale di recesso rappresentata da “*le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione*” [art. 2437, 1° co., lett. g)] nonché a quella, pur derogabile statutariamente, relativa a “*l'introduzione o la rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari*” [art. 2437, 2° co., lett. b)].

Quanto alla prima ipotesi – quella di cui all'art. 2437, 1° co., lett. g), c.c. – va premesso come la relativa previsione normativa sia stata oggetto di due differenti interpretazioni: secondo una prima interpretazione, può essere considerata *modificativa dei diritti di voto o di partecipazione* solo la delibera che incida sul contenuto patrimoniale e/o amministrativo del diritto o sulla sua titolarità, non anche, invece, la delibera per effetto della quale muti la dialettica tra gli organi sociali ed incida sui diritti del socio solo indirettamente¹⁷¹; secondo una diversa interpretazione, invece, al fine di assicurare un'incisiva protezione alla minoranza sarebbe necessario prendere in considerazione anche le modificazioni dello statuto riguardanti diritti amministrativi diversi dal diritto di voto¹⁷²: diritti, questi, intesi non solo come diritto di partecipare alla distribuzione degli utili o al ricavato

¹⁷⁰ In questi termini la circolare Assonime n. 4 del 2010, in *Riv. soc.*, 2010, p. 580.

¹⁷¹ Cfr., pur se in relazione alla questione del recesso in ipotesi di variazione del sistema di amministrazione e controllo, C. MALBERTI–F. GHEZZI–M. VENTORUZZO, *Sistemi di amministrazione e di controllo*, in *Amministratori*, a cura di F. GHEZZI, *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano 2005, p. 66; F. BONELLI, *Gli amministratori nella s.p.a.*, cit., p. 2.

¹⁷² Cfr. R. SACCHI, *Autonomia statutaria, competizione fra ordinamenti e giurisprudenza comunitaria*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, p. 69.

della liquidazione, ma anche come diritti di partecipare alla vita della società¹⁷³.

A riguardo, muovendo dall'opinione secondo la quale il diritto di recesso possa essere invocato solo da chi subisca un pregiudizio diretto al proprio diritto di voto o di partecipazione e non anche quando tali diritti siano incisi solo in via indiretta, è stato ritenuto che la modifica statutaria volta a introdurre, modificare o eliminare la regola di passività e/o di neutralizzazione non darebbe diritto all'esercizio del recesso da parte del socio assente, dissenziente o astenuto¹⁷⁴.

Una simile conclusione, tuttavia, non convince: anche aderendo alla prima delle ricordate interpretazioni del disposto normativo, infatti, non può non rilevarsi come la deroga della *passivity rule* tesa a sottrarre ai soci la facoltà di pronunciarsi in sede assembleare (e, quindi, mediante il voto) in ordine a tutte o a talune misure di difesa proposte dagli amministratori costituisca una vera e propria privazione del relativo diritto di voto, seppur limitata alle assemblee chiamate a decidere sul punto; privazione che risulta essere, non già un effetto indiretto, ma l'oggetto stesso della delibera modificativa dello statuto.

Analogamente, la delibera volta ad introdurre la regola di neutralizzazione, così come prevista dall'art. 104*bis* t.u.f., costituisce una modifica delle condizioni in cui può essere esercitato il diritto di voto allorché valga a rendere inefficaci le limitazioni previste nello statuto o nei patti parasociali; ovvero essa costituisce una privazione allorché l'inefficacia colpisca i diritti speciali nelle ipotesi di cui al 3° co. di tale disposizione: anche in questi casi la modifica e privazione, pur se eventuali, dovendo ricorrere i presupposti indicati dalla disposizione in questione, costituiscono l'oggetto stesso della delibera che introduce nello statuto la relativa regola.

¹⁷³ Ancora R. SACCHI, *ibidem*.

¹⁷⁴ In questi termini si è espressa la circolare Assonime n. 4/2010, cit, p. 581.

Quanto alla seconda ipotesi – quella di cui all’art. 2437, 2° co., lett. b), c.c. – v’è da osservare che la deroga statutaria alla *passivity rule*, che quand’anche essa rimuovesse totalmente l’obbligo dell’autorizzazione assembleare, non costituirebbe una *introduzione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari*: ciò in quanto gli azionisti, pur privati del potere di cui si è detto, manterrebbero la libertà di trasferire i titoli, pur se a soggetto diversi dall’offerente¹⁷⁵.

Diversa, invece, sembrerebbe essere la conclusione per la regola di neutralizzazione: la sua introduzione incide direttamente sulla circolazione dei titoli azionari allorché essa renda inefficaci, nel periodo d’offerta, le eventuali restrizioni al trasferimento dei titoli. L’introduzione della regola di neutralizzazione, quindi, rende i soci liberi di aderire all’offerta, rimuovendo così i limiti sussistenti, e pertanto giustifica l’esercizio del recesso da parte del socio che non abbia concorso alla relativa delibera¹⁷⁶.

16. Misure di difesa a disposizione delle società privatizzate e partecipate dallo Stato.

Il modello sin qui esaminato risente di un proprio ambito di specialità nelle ipotesi di società privatizzate e di società partecipate dallo Stato¹⁷⁷.

¹⁷⁵ In termini analoghi la circolare Assonime n. 4/2010, cit., p. 581, secondo cui la deroga statutaria alla regola di passività “non introduce limiti alla circolazione dei titoli e gli azionisti restano liberi di aderire all’offerta”.

¹⁷⁶ Di contrario avviso la circolare Assonime n. 4/2010, cit., p. 581, secondo cui “l’applicazione statutaria della regola di neutralizzazione non introduce limiti alla circolazione delle azioni, ma comporta la «sterilizzazione» delle limitazioni al trasferimento dei titoli e al diritto di voto previste nello statuto e nei patti parasociali”: affermazione che non sembra condivisibile in quanto la «sterilizzazione» delle limitazioni al trasferimento dei titoli costituisce una *rimozione*, pur se limitata ad un determinato contesto - la pendenza dell’OPA -, delle limitazioni stesse.

¹⁷⁷ Ambito di specialità riconosciuto dalla stessa direttiva OPA, il cui art. 11, par. 7, stabilisce, con riguardo alla regola di neutralizzazione, che essa “*non si applica quando gli Stati membri detengono titoli nella società emittente che conferiscono allo Stato membro speciali diritti compatibili con il trattato, ai diritti speciali previsti dagli ordinamenti nazionali, che sono compatibili, che*

Quanto alla prima delle due ipotesi – le società privatizzate – la normativa di riferimento è quella contenuta nel d.l. 31 maggio 1994, n. 332, convertito con l. 30 luglio 1994, n. 474, recante *Norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni*¹⁷⁸: tale normativa riconosce allo Stato o agli enti pubblici taluni poteri speciali in relazione a società operanti in settori ritenuti strategici, quali il potere di opporsi alla cessione di partecipazioni rilevanti, alla stipulazione di patti parasociali e ad altre operazioni straordinarie (rappresentate dall'adozione di delibere di scioglimento della società, di trasferimento dell'azienda, di fusione, di scissione, di trasferimento della sede sociale all'estero, di cambiamento dell'oggetto sociale, di modifica dello statuto che sopprimono i poteri speciali)¹⁷⁹; inoltre, riconosce a tali società la possibilità

sono compatibili con il trattato”: previsione, questa, conforme al contenuto del 20° Considerando della medesima direttiva, secondo cui “*Tutti i diritti speciali detenuti nelle società dagli Stati membri dovrebbero essere considerati nel quadro della libera circolazione dei capitali e delle pertinenti disposizioni del trattato*” e che “*I diritti speciali, previsti dal diritto nazionale privato o pubblico detenuti nelle società da Stati membri dovrebbero essere esclusi dalla regola di neutralizzazione qualora siano compatibili con il trattato*”. Si osservi, peraltro, che la possibile incompatibilità tra i poteri speciali (cd. “*golden shares*”) attribuiti allo Stato o, più in generale, ad autorità pubbliche, da un lato, e le libertà di circolazione dei capitali e di stabilimento delle imprese, dall'altro, era stata evidenziata anche in HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report*, cit., p. 34.

¹⁷⁸ La rilevanza di tale provvedimento sulla disciplina delle società interessate è stata evidenziata da R. COSTI, *Privatizzazioni e diritto delle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 77, secondo cui “lo stesso non si limita ad introdurre norme procedurali per la privatizzazione di partecipazioni azionarie pubbliche, ma incide profondamente sulla disciplina delle società oggetto di dismissione, introducendo norme diverse da quelle di diritto comune, con riferimento sia all'organizzazione societaria sia al contenuto e alla circolazione della partecipazione sociale”. Per un esame di tale provvedimento si vedano, altresì, G. ROSSI, *Privatizzazioni e diritto societario*, in *Riv. Soc.*, 1994, p. 393; G. MINERVINI, *Contro il diritto speciale delle imprese pubbliche privatizzate*, *ivi*, 1994, p. 740; B. LIBONATI, *La faticosa «accelerazione» delle privatizzazioni*, in *Giur. comm.*, I, 1995, p. 20; G. OPPO, *Diritto privato e interessi pubblici*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, I, p. 41; ID., *La privatizzazione dell'impresa pubblica: profili societari*, *ivi*, 1994, I, p. 771.

¹⁷⁹ Cfr. sul punto l'art. 2, l. 30 luglio 1994, n. 474, secondo cui “*1. Tra le società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato operanti nel settore della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia, e degli altri pubblici servizi, sono individuate con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri, adottato su proposta del Ministro dell'economia e finanze, di intesa con il Ministro delle attività produttive, nonché con i Ministri competenti per settore, previa comunicazione alle competenti Commissioni parlamentari, quelle nei cui statuti, prima di ogni atto che determini la perdita del controllo, deve essere introdotta con deliberazione dell'assemblea straordinaria una clausola che attribuisca al Ministro dell'economia e delle finanze la titolarità di uno o più dei seguenti*

poteri speciali da esercitare di intesa con il Ministro delle attività produttive: a) opposizione all'assunzione, da parte dei soggetti nei confronti dei quali opera il limite al possesso azionario di cui all'articolo 3, di partecipazioni rilevanti, per tali intendendosi quelle che rappresentano almeno la ventesima parte del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto nelle assemblee ordinarie o la percentuale minore fissata dal Ministro dell'economia e delle finanze con proprio decreto. L'opposizione deve essere espressa entro dieci giorni dalla data della comunicazione che deve essere effettuata dagli amministratori al momento della richiesta di iscrizione nel libro soci, qualora il Ministro ritenga che l'operazione rechi pregiudizio agli interessi vitali dello Stato. Nelle more di decorrenza del termine per l'esercizio del potere di opposizione, il diritto di voto e comunque quelli aventi contenuto diverso da quello patrimoniale, connessi alle azioni che rappresentano la partecipazione rilevante, sono sospesi. In caso di esercizio del potere di opposizione, attraverso provvedimento debitamente motivato in relazione al concreto pregiudizio arrecato dall'operazione agli interessi vitali dello Stato, il cessionario non può esercitare i diritti di voto e comunque quelli aventi contenuto diverso da quello patrimoniale, connessi alle azioni che rappresentano la partecipazione rilevante e dovrà cedere le stesse azioni entro un anno. In caso di mancata ottemperanza il tribunale, su richiesta del Ministro dell'economia e delle finanze, ordina la vendita delle azioni che rappresentano la partecipazione rilevante secondo le procedure di cui all'articolo 2359-ter del codice civile. Il provvedimento di esercizio del potere di opposizione è impugnabile entro sessanta giorni dal cessionario innanzi al tribunale amministrativo regionale del Lazio; b) opposizione alla conclusione di patti o accordi di cui all'articolo 122 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, nel caso in cui vi sia rappresentata almeno la ventesima parte del capitale sociale costituito da azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria o la percentuale minore fissata dal Ministro dell'economia e delle finanze con proprio decreto. Ai fini dell'esercizio del potere di opposizione la Consob informa il Ministro dell'economia e delle finanze dei patti e degli accordi rilevanti ai sensi del presente articolo di cui abbia avuto comunicazione in base al citato articolo 122 del testo unico di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998. Il potere di opposizione deve essere esercitato entro dieci giorni dalla data della comunicazione effettuata dalla Consob. Nelle more di decorrenza del termine per l'esercizio del potere di opposizione, il diritto di voto e comunque quelli aventi contenuto diverso da quello patrimoniale dei soci aderenti al patto sono sospesi. In caso di emanazione del provvedimento di opposizione, debitamente motivato in relazione al concreto pregiudizio arrecato dai suddetti accordi o patti agli interessi vitali dello Stato, gli accordi sono inefficaci. Qualora dal comportamento in assemblea dei soci sindacali si desuma il mantenimento degli impegni assunti con l'adesione ai patti di cui al citato articolo 122 del testo unico di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998, le delibere assunte con il voto determinante dei soci stessi sono impugnabili. Il provvedimento di esercizio del potere di opposizione è impugnabile entro sessanta giorni dai soci aderenti ai patti o agli accordi innanzi al tribunale amministrativo regionale del Lazio; c) veto, debitamente motivato in relazione al concreto pregiudizio arrecato agli interessi vitali dello Stato, all'adozione delle delibere di scioglimento della società, di trasferimento dell'azienda, di fusione, di scissione, di trasferimento della sede sociale all'estero, di cambiamento dell'oggetto sociale, di modifica dello statuto che sopprimono o modificano i poteri di cui al presente articolo. Il provvedimento di esercizio del potere di veto è impugnabile entro sessanta giorni dai soci dissenzienti innanzi al tribunale amministrativo regionale del Lazio; d) nomina di un amministratore senza diritto di voto. 1-bis. Il contenuto della clausola che attribuisce i poteri speciali è individuato con decreto del Ministro del tesoro, di concerto con i Ministri del bilancio e della programmazione economica, e dell'industria, del commercio e dell'artigianato. 2. Ai soci dissenzienti dalle deliberazioni che introducono i poteri speciali di cui al comma 1, lettera c), spetta il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 del codice civile. 3. Le disposizioni del presente articolo si applicano anche alle società controllate, direttamente o indirettamente da enti pubblici, anche territoriali ed economici, operanti nel settore dei trasporti e degli altri servizi pubblici e individuate con provvedimento dell'ente pubblico partecipante, al quale verranno riservati altresì i poteri previsti al comma 1°.

Sulla legittimità dei poteri speciali previsti da tale disposizione si veda, però, il principio affermato da C.G.E. 26 marzo 2009, n. 326, pubblicata in *Foro it.*, 2009, 5, c. 221, con nota di M. COLANGELO, "Golden share", diritto comunitario e i mercanti di Venezia; in *Giur. comm.*, 2009, II, 4, p. 629, con nota di I. DEMURO, *La necessaria oggettività per l'esercizio dei poteri previsti dalla golden share*; in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2009, 5, p. 1199 e *ivi*,

di introdurre nel proprio statuto tetti massimi al possesso azionario ed all'esercizio del diritto di voto, sino ad un massimo del 5% del capitale, tetti che, secondo la disciplina in questione, possono tuttavia decadere “*allorché il limite sia superato per effetto di un'offerta pubblica d'acquisto ai sensi degli articoli 106 o 107 del testo unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari...*”¹⁸⁰.

p. 1649, con nota di G. DE ROSA, *La Corte di Giustizia condanna i criteri di esercizio della golden share*; in *Riv. tri. dir. econ.*, 2009, II, p. 198ss., con note di C. SAN MAURO, *La disciplina della golden share dopo la sentenza della corte di giustizia C-326/07* e di M. CUCINOTTA, *La sentenza della Corte di Giustizia 26 marzo 2009 (causa C-326/07): problematiche rilevanti e implicazioni de jure condendo*. Secondo tale sentenza “*La salvaguardia di un interesse imperativo rilevante per la collettività può consentire l'attribuzione di diritti speciali allo Stato che partecipa a un'impresa privatizzata godendo dei diritti di veto e di nomina degli amministratori, a patto però che lo Stato che usufruisce di tali benefici dimostri l'esistenza dell'interesse generale e il legame tra diritto speciale e tutela di detto interesse. Spetta inoltre allo Stato provare che la misura adottata è proporzionata rispetto all'obiettivo conseguito e quindi compatibile con il diritto comunitario*”. Con tale pronuncia la Corte di Giustizia ha ritenuto che la Repubblica italiana, avendo adottato le disposizioni di cui all'art. 1, 2° co., d.P.C.M. 10 giugno 2004, recante definizione dei criteri di esercizio dei poteri speciali di cui alla disposizione in commento, sia venuta meno agli obblighi ad essa incombenti: in forza degli art. 43 Ce e 56 Ce, nella misura in cui dette disposizioni si applicano ai poteri speciali previsti dall'art. 2, 1° co., lett. a) e b), della legge in questione, come modificata dalla l. 24 dicembre 2003 n. 350, recante disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2004), e - in forza dell'art. 43 Ce, nella misura in cui dette disposizioni si applicano al potere speciale previsto dal 1° co., lett. c), della disposizione in questione. Il parametro utilizzato dai giudici europei al fine di vagliare la compatibilità tra le disposizioni ed i principi in questione è stato, quindi, il principio di proporzionalità, volto a stabilire l'idoneità delle misure nazionali alla tutela dell'interesse generale e, pertanto, a verificare la proporzionalità di tali misure rispetto agli obiettivi da raggiungere. Va, tuttavia, osservato come la Corte di Giustizia si sia pronunciata limitatamente all'art. 1, 2° co., del d.P.C.M. del 10 giugno 2004, ovvero sia limitatamente alla disposizione che individua i criteri di esercizio dei poteri speciali, non già, quindi, sulla disposizione attributiva degli stessi poteri speciali (e, in ultima analisi, sui poteri medesimi): da qui il condivisibile rilievo di I. DEMURO, *La necessaria oggettività*, cit., p. 643, secondo cui il ragionamento della Corte risulta “*ineccepibile da un punto di vista procedurale, ma... alquanto debole da un punto di vista sostanziale*”; in senso conforme anche M. CUCINOTTA, *op. cit.*, p. 239, secondo cui, stando a tale ragionamento, “*de jure condendo si potrebbe ipotizzare la sanatoria dell'inadempimento con una mera revisione dei poteri contenuti nel DPCM 10 giugno 2004 alla luce delle censure di indeterminatezza della Corte di Giustizia, ferme restando le vigenti norme sostanziali in tema di privatizzazioni*”. Per un esame della disciplina successiva a tale pronuncia si veda anche I. DEMURO, *La nomina delle cariche sociali nelle società a partecipazione pubblica dopo le censure della giurisprudenza comunitaria*, in AA.VV., *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di G. Ferri jr e M. Stella Richter jr, Milano 2010, p. 165ss.

¹⁸⁰ Cfr. l'art. 3, l. 30 luglio 1994, n. 474, così come modificato dall'art. 212 t.u.f. (su cui si vedano L. ENRIQUES, *Art. 212, Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, 3, Padova 1998, p. 1873 e E. PEDERZINI, *Art. 212*, in *Testo unico della finanza (d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, *Commentario* diretto da Campobasso, 3, *Sanzioni*, Torino 2002, p. 1623) e nella versione previgente all'intervento di cui al d.lgs. n. 229 del 2007, secondo cui “*1. Le società operanti nei settori di*

Il quadro normativo così delineato è solo in parte mutato per effetto del recepimento della direttiva OPA da parte del legislatore italiano: il d.lgs. 19 novembre 2007, n. 229, ha, infatti, stabilito che “*restano ferme le disposizioni in materia di poteri speciali di cui all’art. 2 del decreto legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, e successive modificazioni ed in materia di limiti al possesso azionario*”, nonché, per effetto del d.l. 29 novembre 2008, convertito in l. 28 gennaio 2009, n. 2, anche quelle relative “*al diritto di voto di cui all’articolo 3 del medesimo decreto legge*”¹⁸¹.

Ciò significa che, quanto ai poteri speciali, rimane fermo il potere di veto del Ministero dell’Economia all’acquisto di partecipazioni rilevanti sotto forma di opposizione alla relativa assunzione e, per tale ragione, non

cui all’articolo 2, nonché le banche e le imprese assicurative, direttamente o indirettamente controllate dallo Stato o da enti pubblici anche territoriali ed economici, possono introdurre nello statuto un limite massimo di possesso azionario non superiore, per le società di cui all’articolo 2, al cinque per cento, riferito al singolo socio, al suo nucleo familiare, comprendente il socio stesso, il coniuge non separato legalmente e i figli minori, ed al gruppo di appartenenza: per tale intendendosi il soggetto, anche non avente forma societaria, che esercita il controllo, le società controllate e quelle controllate da uno stesso soggetto controllante, nonché le società collegate; il limite riguarda altresì i soggetti che, direttamente o indirettamente, anche tramite controllate, società fiduciarie o interposta persona aderiscono anche con terzi ad accordi relativi all’esercizio del diritto di voto o al trasferimento di azioni o quote di società terze o comunque ad accordi o patti di cui all’articolo 10, comma 4, della legge 18 febbraio 1992, n. 149, come sostituito dall’articolo 7, comma 1, lettera b), del presente decreto, in relazione a società terze, qualora tali accordi o patti riguardino almeno il dieci per cento delle quote o delle azioni con diritto di voto se si tratta di società quotate, o il venti per cento se si tratta di società non quotate. 2. Con riferimento alle partecipazioni azionarie diverse da quelle detenute dallo Stato, da enti pubblici o soggetti da questi controllati, il superamento del limite di cui al comma 1 comporta divieto di esercitare il diritto di voto e comunque i diritti aventi contenuto diverso da quello patrimoniale, attinenti alle partecipazioni eccedenti il limite stesso. Alla partecipazione eccedente il limite alla data del 2 ottobre 1993 le disposizioni di cui al presente comma non si applicano per un periodo di tre anni dalla stessa data. 3. Le clausole statutarie introdotte ai sensi del comma 1 del presente articolo, nonché quelle introdotte al fine di assicurare la tutela di minoranze azionarie, non possono essere modificate per un periodo di tre anni dall’iscrizione delle relative delibere assembleari. La clausola che prevede un limite massimo decade comunque allorché il limite sia superato per effetto di un’offerta pubblica di acquisto promossa ai sensi degli articoli 106 o 107 del testo unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari, emanato ai sensi dell’articolo 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52”. Nel senso che le disposizioni in questione rappresentassero l’espressione di un principio generale a tutela del buon funzionamento del mercato e, pertanto, fossero applicabili a tutte le società quotate si veda G. MINERVINI, *Tre pareri cit.*, pp. 548-549, e E. PEDERZINI, *op. cit.*, p. 1628.

¹⁸¹ Così il 7° co., dell’art. 104bis t.u.f.

trova applicazione la regola di neutralizzazione nella parte in cui dispone l'inefficacia dei limiti al trasferimento di azioni¹⁸².

Quanto, invece, alle disposizioni sui tetti azionari ed all'esercizio del diritto di voto, essi sono soggetti alla disposizione che ne stabilisce il venir meno "allorché il limite sia superato per effetto di un'offerta pubblica d'acquisto", senza ulteriori distinzioni sulla tipologia di offerta¹⁸³; tuttavia, per effetto delle disposizioni di recepimento, l'inefficacia dei tetti azionari opera "a

¹⁸² Il potere in questione è stato trasformato, per effetto della modifica introdotta dalla legge 24 dicembre 2003, n. 350, da "potere di gradimento" preventivo a "potere di opposizione", ancorato all'esistenza di un "pregiudizio agli interessi vitali dello Stato", necessariamente individuati nel provvedimento motivato che il Ministro dell'Economia e delle Finanze dovrebbe emettere per manifestare in maniera espressa la propria opposizione: cfr., sul punto, C. SAN MAURO, *op. cit.*, p. 207.

¹⁸³ La nuova previsione fa venir meno alcuni dei dubbi interpretativi posti dalla previgente versione dell'art. 3 della l. 1994, n. 474, così come modificato dall'art. 212 del t.u.f., il quale – come si è visto - aveva stabilito la decadenza del limite di possesso azionario allorché quest'ultimo fosse stato superato "per effetto di un'offerta pubblica di acquisto promossa ai sensi degli articoli 106 o 107 del testo unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari...": una simile previsione, la quale aveva sostituito quella originaria relativa alla decadenza dei limiti azionari in caso di acquisto della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria, aveva sollevato la questione dell'utilità del riferimento all'art. 106 t.u.f. e, quindi, all'OPA obbligatoria, posto che il relativo presupposto si sarebbe ben difficilmente verificato in considerazione dei limiti al possesso azionario (si vedano, in particolare, L. ENRIQUES, *op. ult. cit.*, p. 1878, E. PEDERZINI, *op. cit.*, p. 1264 e E. DESANA, *Opa e tecniche di difesa*, cit., p. 244, i quali, tuttavia, avevano inteso che tale richiamo dovesse riferirsi al 4° co. dell'art. 106 t.u.f. – e, quindi, all'OPA volontaria totalitaria cd. esimente – ritenendo che la decadenza si verificasse nelle ipotesi in cui il limite fosse stato superato per effetto di un'OPA volontaria totalitaria). Per altro verso, il richiamo alle offerte promosse ai sensi dell'art. 107 t.u.f. aveva fatto ipotizzare che esso dovesse essere inteso come riferito al solo quantitativo delle azioni oggetto dell'offerta (E. PEDERZINI, *op. cit.*, p. 1625, secondo cui per far venir meno i limiti statutari sarebbe stata sufficiente un'OPA volontaria sul 60% delle azioni, senza che l'offerta dovesse necessariamente rispettare anche le ulteriori condizioni individuate dall'art. 107 t.u.f. In senso contrario, tuttavia, L. ENRIQUES, *op. ult. cit.*, p. 1879; E. DESANA, *op. ult. cit.*, p. 243, secondo cui, se il legislatore avesse voluto collegare la decadenza del limite al solo raggiungimento di uno specifico quantitativo di titoli non avrebbe richiamato l'art. 107 ma avrebbe descritto direttamente la fattispecie). Inoltre, si era altresì ipotizzato che il rinvio agli artt. 106 e 107 t.u.f. comportasse che il venir meno dei limiti al possesso azionario si realizzasse solo nell'ipotesi di acquisto di partecipazione in misura superiore al 30%. A conferma dei dubbi interpretativi sollevati dalla disposizione è anche la richiesta alla Consob in occasione dell'offerta di Olivetti S.p.A. su Telecom S.p.A. (richiesta per la quale la Consob aveva, tuttavia, ritenuto che l'interpretazione della disposizione in questione non avesse attinenza con lo svolgimento dell'offerta ma incidesse sugli effetti che questa produceva sulle clausole statutarie, dovendosi così ritenere questione relativa alla vita societaria e alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio: cfr. comunicazione Consob 11 marzo 1999, n. DIS/99017019, consultabile in www.consob.it).

condizione che l'offerente venga a detenere, a seguito dell'offerta, una partecipazione almeno pari al settantacinque per cento del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza": ciò significa che, se all'OPA aderisce un numero di azionisti inferiore a tale soglia, il tetto azionario continua ad essere efficace ed il relativo diritto di voto relativo alla partecipazione eccedente viene sterilizzato¹⁸⁴.

La più evidente conseguenza di tale modifica è che, con riferimento alle società privatizzate, la disciplina di attuazione ha assicurato un ambito di minor contendibilità rispetto al passato; ciò a voler trascurare che, com'è stato osservato, la partecipazione dello Stato, direttamente o indirettamente¹⁸⁵, nel capitale di alcune società privatizzate – quali, ad esempio, Enel S.p.A., Eni S.p.A. e Finmeccanica S.p.A. – è in così elevata percentuale da escludere, già a priori, il raggiungimento della soglia che rende inefficaci i titoli azionari¹⁸⁶.

¹⁸⁴ Secondo la *Relazione illustrativa allo schema di decreto legislativo di attuazione della direttiva 2004/25/CE*, p. 9, consultabile in www.governo.it, "Per effetto della modifica proposta il limite statutario al possesso azionario verrebbe a decadere in caso di opa solo ove l'offerente venga a detenere, a seguito dell'offerta, una partecipazione pari almeno al 75% del capitale con diritto di voto. Si tratta di una innovazione forte, la cui compatibilità con l'ordinamento comunitario sembra assicurata dall'articolo 11 della Direttiva che prevede per la neutralizzazione delle barriere difensive che l'offerente abbia conseguito la percentuale di capitale con diritto di voto sopra indicata".

¹⁸⁵ Com'è per le società detenute per il tramite della Cassa Depositi e Prestiti.

¹⁸⁶ Osserva, a riguardo, F.M. MUCCIARELLI, *Società privatizzate: un castello inespugnabile*, in <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1000216.html>, che trattandosi di società in cui lo Stato detiene il 30% del capitale, a seguito di tale previsione normativa esse diventano inattaccabili "posto che nessuno potrà mai acquistare una quota di capitale tanto alta da far saltare i tetti azionari e, inoltre, lo Stato potrà diminuire la quota di partecipazione nel capitale di altre società partecipate, certo di non perderne mai il controllo". L'affermazione è solo in parte condivisa da F. CASAMASSA, *Art. 6 d.lgs n. 229/2007*, in AA.VV., in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino 2010, p. 280, secondo cui, anche in presenza di limiti statutari al possesso azionario, "non è del tutto impossibile che una società partecipata dall'azionista pubblico in misura superiore al 25% sia oggetto di una scalata ostile", posto che l'offerente potrebbe avvalersi dello strumento dell'OPA condizionata, subordinandola alla condizione sospensiva consistente nell'abrogazione, da parte dell'assemblea straordinaria dell'emittente, della clausola limitativa del possesso azionario. Osserva, tuttavia, l'A. che "lo scenario appena descritto presuppone che lo statuto non preveda *quorum* deliberativi dell'assemblea straordinaria più alti di quelli fissati dagli artt. 2368 e 2369 c.c.; in caso contrario, infatti, non sarebbe

Quanto alle società “*nelle quali lo Stato detenga una partecipazione rilevante*” va, anzitutto, ricordato come esse siano soggette alla disciplina contenuta nella l. 23 dicembre 2005, n. 266¹⁸⁷: disciplina che trova applicazione in tutte le ipotesi di società nelle quali lo Stato detenga una “*partecipazione rilevante*”, intendendosi per tali quelle in cui lo Stato detenga partecipazioni di controllo o totalitarie, a prescindere dal settore in cui esse operino o alla loro assoggettabilità alla disciplina di cui alla l. n. 474 del 1994¹⁸⁸.

Secondo quanto previsto da tale disciplina, gli statuti delle società in questione “*possono prevedere l'emissione di strumenti finanziari partecipativi, ai sensi dell'articolo 2346, sesto comma, del codice civile, ovvero creare categorie di azioni, ai sensi dell'art. 2348 del codice civile, anche a seguito di conversione di parte delle azioni esistenti, che attribuiscono all'assemblea speciale dei relativi titolari il diritto di richiedere l'emissione, a favore dei medesimi, di nuove azioni, anche al valore nominale, o di nuovi strumenti finanziari partecipativi muniti di diritto di voto nell'assemblea ordinaria e straordinaria, nella misura determinata dallo statuto, anche in relazione alla quota di capitale detenuta all'atto dell'attribuzione del diritto*”; queste azioni o strumenti finanziari possono essere attribuite a titolo gratuito a tutti gli azionisti oppure solo ad alcuni tra essi, individuati anche in base alla loro partecipazione, ma in questo caso a pagamento¹⁸⁹.

più sufficiente per l'offerente raggiungere il doppio delle azioni detenute dall'azionista pubblico” (com'è, ad esempio, per Finmeccanica S.p.A., il cui statuto fissa a tre quarti del capitale presente in assemblea il *quorum* richiesto per l'assemblea straordinaria).

¹⁸⁷ In particolare, all'art. 1, commi 381-384, di tale legge (cd. legge Finanziaria 2006), per un commento del quale si veda F. SANTONASTASO, *Dalla “golden share” alla “poison pill”: evoluzione o involuzione del sistema? Da una prima lettura del 381°-384° comma dell'art. 1, l. 23 dicembre 2005, n. 266*, in *Giur. comm.*, 2006, p. 383ss.

¹⁸⁸ L'elenco delle società in cui lo Stato detenga una partecipazione rilevante è consultabile nel sito www.dt.tesoro.it.

¹⁸⁹ Così l'art. 1, 381° co., l. 23 dicembre 2005, n. 266. Sull'impossibilità di intendere la legge come se la delibera di aumento di capitale fosse di competenza dell'assemblea speciale, in luogo di quella straordinaria, si veda F. SANTONASTASO, *op. cit.*, p. 403ss. e, in particolare, 408, secondo cui con la diversa impostazione “non solo si altera il rapporto di base fra assemblea generale ed assemblea speciale ma oltre a riconoscere a quest'ultima natura di organo sociale si espone il nuovo regime alla censura del mancato rispetto della normativa comunitaria non più per il solo contrasto come per la «golden share» con il principio della libertà di movimento dei capitali ma per la violazione degli obbligazionisti tutelati dalla seconda direttiva”. La violazione del diritto comunitario dell'interpretazione

Nella sua formulazione originaria, inoltre, tale legge prevedeva che, con riferimento alle società partecipate dallo Stato in misura rilevante e, allo stesso tempo, soggette alla disciplina di cui alla l. n. 474 del 1994, la disposizione sui tetti azionari avrebbe cessato di avere efficacia, sempreché fosse intervenuta una “*approvazione comunitaria*” delle disposizioni previste dai commi da 381 a 383¹⁹⁰: sul punto, tuttavia, la disciplina di recepimento della direttiva OPA contenuta nel d.lgs. 2007, n. 229, modificando tale ultima previsione, ha svincolato la perdita di efficacia della previsione sui tetti azionari dall’eventuale (e nel frattempo mai intervenuta) “*approvazione comunitaria*” del provvedimento¹⁹¹ e l’ha ricollegata alle “*modifiche statutarie apportate in esecuzione di quanto disposto ai sensi dei commi da 381 a 383*”¹⁹².

In ogni caso, anche per le società “*nelle quali lo Stato detenga una partecipazione rilevante*”, siano o meno esse privatizzate, può dirsi riconosciuto

che attribuisca all’assemblea speciale la delibera di aumento di capitale riservato è ipotizzata anche da F.M. MUCCIARELLI, *Norme antiscaletta: tanta confusione e qualche vero pericolo*, in <http://www.lavoce.info/articoli/pagina2125.html>, secondo cui “l’aumento di capitale continua a dover essere deliberato dall’assemblea straordinaria” e “L’unica soluzione plausibile è che la delibera di aumento di capitale, con cui la società emette le azioni destinate ai proprietari dei titoli speciali, sia condizionata dalla legge all’approvazione dell’assemblea speciale, mancando la quale l’aumento non può essere eseguito”.

¹⁹⁰ Così l’art. 1, 384° co., l. 23 dicembre 2005, n. 266.

¹⁹¹ Approvazione comunitaria che la *Relazione illustrativa*, cit., p. 9, ha ammesso essere “istituto inesistente nell’ordinamento europeo”.

¹⁹² La lettera dell’art. 7 del d.lgs. n. 229 del 2007, quindi, sembra ricondurre il venir meno del limite al possesso azionario, previsto dall’art. 3 della l. n. 474 del 1994, al momento in cui vengono apportate nello statuto le modifiche statutarie previste dai commi da 381 a 383 della l. 2005, n. 266 e, quindi, nel momento in cui venga introdotta la clausola che prevede l’emissione degli strumenti finanziari partecipativi o delle particolari categorie di azioni disciplinate da tale provvedimento (in questo senso F.M. MUCCIARELLI, *Società privatizzate*, cit. e ID., *L’attuazione della direttiva opa*, cit., p. 465). Una simile interpretazione, tuttavia, sembra contrastare con il primo periodo del comma 384, secondo cui “*lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio può prevedere, con le maggioranze previste per l’approvazione delle modificazioni statutarie, che l’efficacia delle deliberazioni di modifica delle clausole introdotte ai sensi dell’articolo 3 del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, dopo il triennio previsto dal comma 3 del citato articolo, sia subordinata all’approvazione da parte dell’assemblea speciale dei titolari delle azioni o degli strumenti finanziari di cui al comma 381*”: per tale ragione, si è osservato (F. CASAMASSA, *Art. 7 d.lgs n. 229/2007*, in AA.VV., in *Commentario all’offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino 2010, pp. 288-289) che non avrebbe senso subordinare l’efficacia delle modificazioni delle clausole limitative del possesso azionario all’approvazione di un’assemblea speciale “*se la semplice esistenza di tale assemblea speciale avrebbe già dovuto (in ipotesi) privare di efficacia la clausola stessa*”.

un ambito di minor contendibilità e, per quanto qui rileva, una “zona franca” rispetto al modello di regolamentazione delle misure di difesa introdotto dal legislatore a seguito del recepimento della direttiva OPA.

CAPITOLO IV

LA DIMENSIONE TRANSFRONTALIERA DEL FENOMENO QUALE PARADIGMA DELLA SUA DIMENSIONE NAZIONALE

SOMMARIO: 1. La pluralità di modelli: il coordinamento con la disciplina di altri ordinamenti nell'ipotesi di Opa transfrontaliera. – 2. La clausola di reciprocità e la legittimità della sua previsione da parte del legislatore italiano. - 3. La clausola di reciprocità ed i presupposti per la sua applicazione. - 4. L'adozione delle misure di difesa. – 5. Le ipotesi di applicazione della clausola: dall'OPA transfrontaliera all'OPA domestica. – 6. La regola da disapplicare.

1. La pluralità di modelli: il coordinamento con la disciplina di altri ordinamenti nell'ipotesi di OPA transfrontaliera.

La coesistenza di una pluralità di modelli di regolamentazione delle misure di difesa è eventualità che in passato si è tradizionalmente posta, con riferimento all'ordinamento italiano, in relazione alle sole ipotesi di OPA transfrontaliera e, in particolare, alle ipotesi di OPA provenienti da offerente con sede all'estero¹. Sino all'intervento del d.l. 29 novembre 2008, n. 185, infatti, a fronte del carattere non derogabile, da parte delle società italiane, del modello legale previgente, era solo questa l'ipotesi - se si eccettua quella dell'offerta promossa da società privatizzata - in cui l'offerente avrebbe potuto avere una differente disciplina in materia di offerta e, per ciò che qui rileva, di misure difensive. Tale diversità avrebbe potuto determinare ipotesi

¹ Sull'OPA transfrontaliera si vedano G.B. PORTALE-U. TOMBARI, *Opa transnazionale e decentramento delle strutture di governance*, cit., p. 295ss.; M.V. BENEDETTI, «Corporate governance», *mercati finanziari e diritto internazionale privato*, in *Riv. int. priv. proc.*, 1998, p. 715ss.; F.M. MUCCIARELLI, *Problemi aperti in tema di offerte pubbliche d'acquisto transfrontaliere*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2009, I, p. 382ss.

di conflitto, sollevando non trascurabili questioni circa l'individuazione della disciplina applicabile all'offerta e, appunto, al modello di regolamentazione delle misure di difesa².

In assenza di una specifica disposizione che consentisse di coordinare il nostro ordinamento con altri coinvolti in tale ipotesi di offerta transfrontaliera, la dottrina che, prima del recepimento della direttiva OPA, si era occupata della questione aveva fatto ricorso tanto alla disciplina di diritto internazionale privato, quanto alla *ratio* della disciplina dell'appello al pubblico risparmio contenuta nel t.u.f. In particolare, aveva ritenuto che la disciplina italiana trovasse applicazione con riferimento alla disciplina delle misure di difesa, in considerazione delle ipotesi previste dall'art. 25 della l. 31 maggio 1995, n. 218 e, con specifico riferimento alle misure di difesa, dal 2° co. di tale disposizione, secondo cui “*In particolare sono disciplinati dalla legge regolatrice dell'ente: ... e) la formazione, i poteri e le modalità di funzionamento degli organi...*”; quanto al procedimento d'offerta, muovendo dall'esigenza di tutela della correttezza e dell'efficienza del mercato e del pubblico destinatario dell'offerta, quale *ratio* della disciplina dell'appello al pubblico risparmio, aveva poi desunto che la disciplina italiana sull'OPA dovesse applicarsi a tutte le offerte “*localizzate*” sul territorio italiano, intendendosi per tali non solo quelle offerte aventi ad oggetto titoli quotati in Italia, ma anche quelle rivolte a soggetti residenti o domiciliati in Italia³.

² Come evidenziato da G.B. PORTALE-U. TOMBARI, *op. ult. cit.*, p. 298ss. le principali questioni relative alle OPA “*transfrontaliere*” – e per le quali è necessario stabilire criteri di collegamento – possono riguardare: (i) il diritto privato dei contratti, inevitabilmente influenzato dalla disciplina del mercato; (ii) la *takeover regulation* in senso stretto e, in particolare, le regole procedurali e di trasparenza relative al lancio dell'offerta; (iii) le questioni di diritto societario, intendendosi per tali le questioni legate all'individuazione della normativa che influenzerà il comportamento della società offerente e della società bersaglio nella fase immediatamente precedente all'offerta e durante lo svolgimento della medesima.

³ M.V. BENEDETTI, *op. ult. cit.*, p. 715, secondo cui lo strumento tecnico per individuare l'ambito di efficacia della disciplina dell'OPA (e, più in generale, dell'appello al pubblico risparmio) allora vigente, in coerenza con la sua *ratio*, sarebbe stato rappresentato dal ricorso a norme di applicazione necessaria “e cioè, per riprendere la formula dell'art. 17 della l. n. 218 del 1995, a norme materiali interne che, “in

Una simile conclusione era stata condivisa anche dalla Consob, la quale, intervenuta sulla questione, aveva avuto modo di affermare l'assoggettabilità al diritto italiano delle OPA rivolte ad un numero di soggetti superiore alla soglia prevista con proprio regolamento per l'applicazione della relativa disciplina, secondo quanto desumibile dalla definizione dell'OPA contenuta nell'art. 1, 1° co., lett. v) del t.u.f.: soglia che l'art. 33, 1° co., lett. a) del reg. 14 maggio 1999, n. 11971, fissava in quella di cento soggetti destinatari dell'offerta⁴.

considerazione del loro oggetto e del loro scopo, debbono essere applicate nonostante il richiamo alla legge straniera" eventualmente disposto dalle norme di conflitto". In termini analoghi G.B. PORTALE-U. TOMBARI, *op. ult. cit.*, p. 300. In termini difformi si erano espressi, prima dell'entrata in vigore della l. 218 del 1995, G.M. UBERTAZZI, *L'offerta al pubblico nel diritto internazionale privato*, in *Giur. comm.*, 1975, II, cc. 346ss, secondo cui si sarebbe dovuto applicare l'art. 25 delle preleggi, in materia di obbligazioni, R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche d'acquisto*, cit., p. 393, secondo cui, per tutte le questioni procedurali, si sarebbe dovuta applicare la legge del paese di quotazione dei titoli e, in caso di quotazione in più paesi, la legge del paese in cui la quotazione in borsa coincideva con la presenza sul territorio della sede legale; nonché F. SEATZU, *Le opa nel diritto internazionale privato*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 734, secondo cui si sarebbe dovuta applicare la Convenzione di Roma 19 giugno 1980, richiamata dall'art. 57 della l. 31 maggio 1995, n. 218, quale legge regolatrice delle obbligazioni contrattuali.

⁴ Per un'affermazione di tale criterio – riferibile alla seconda delle due problematiche sollevate nel testo - cfr. comunicazioni Consob n. DEM/4001931 del 13 gennaio 2004 e n. DEM/6091712 del 15 novembre 2006, entrambe consultabili in www.consob.it. In particolare, il secondo dei provvedimenti è intervenuto in relazione ad una vicenda accaduta in epoca successiva all'entrata in vigore della stessa direttiva OPA, ma prima del suo recepimento da parte del legislatore italiano: nella specie, era stato richiesto alla Consob di esprimere un proprio parere in ordine agli obblighi informativi da adempiere per consentire agli azionisti residenti o domiciliati in Italia di Scania AB, società svedese quotata esclusivamente nel mercato svedese, di aderire all'offerta pubblica e di scambio che MAN AG, società di diritto tedesco quotata sul mercato tedesco, avrebbe inteso promuovere in dieci Stati dell'Unione Europea, tra i quali l'Italia; non avendo l'Italia ancora provveduto al recepimento della direttiva OPA, il parere richiesto verteva in ordine alla possibilità di applicare alla fattispecie in questione direttamente l'art. 6, 2° par., della direttiva, con particolare riferimento alla possibilità di riconoscere automaticamente il documento d'offerta in Italia, pur non essendo i titoli di Scania AB quotati sulla borsa italiana (ai sensi del 2° capoverso del 2° par. dell'art. 6, infatti, "*Qualora il documento di offerta... sia stato sottoposto all'approvazione preliminare delle autorità di vigilanza e sia stato approvato, è riconosciuto, previa eventuale traduzione, negli altri Stati membri, sui cui mercati sono ammessi alla negoziazione i titoli della società emittente, senza che occorra l'approvazione dell'autorità di vigilanza di detti Stati membri. Questi ultimi possono richiedere l'aggiunta di informazioni complementari nel documento d'offerta soltanto se queste informazioni sono peculiari al mercato dello Stato membro o degli Stati membri ove i titoli della società emittente sono ammessi alla negoziazione e riguardano le formalità da assolvere per accettare l'offerta e ricevere il corrispettivo dovuto alla chiusura dell'offerta, nonché il regime fiscale al quale sarà soggetto il corrispettivo offerto ai possessori dei titoli?*").

Nell'intento di prevenire conflitti di competenza tra gli Stati membri e, al tempo stesso, muovendo dalla necessità di “*creare un contesto chiaro e trasparente a livello comunitario per quanto riguarda i problemi giuridici da risolvere nel caso di offerte pubbliche di acquisto*” e di “*prevenire distorsioni nei processi di ristrutturazione societaria a livello comunitario causate da diversità arbitrarie nelle culture di regolamentazione e di gestione*”⁵, la direttiva OPA ha messo mano alla questione, regolando la ripartizione di competenza tra gli ordinamenti comunitari e le rispettive autorità di vigilanza nelle ipotesi di OPA finalizzate ad ottenere il controllo di società con sede legale in uno Stato membro e con titoli negoziati in un mercato regolamentato comunitario e, in dipendenza da ciò, determinando i criteri per individuare la legge applicabile⁶.

La Consob, esclusa l'applicabilità diretta dell'art. 6.2. della direttiva non essendo il titolo quotato in Italia – ciò in quanto tale disposizione, pur essendo dotata di efficacia *self executing*, si riferiva espressamente al riconoscimento del documento di offerta negli Stati membri “*sui cui mercati sono ammessi i titoli della società emittente*” – ha ritenuto che si dovesse, comunque, applicare la disciplina italiana in quanto, a detta dello stesso offerente, risultavano azionisti dell'emittente residenti o domiciliati in Italia e non era possibile affermare con certezza che essi fossero in misura inferiore a cento, con ciò confermando la conclusione cui essa era in precedenza pervenuta [soluzione, questa, che secondo F.M. MUCCIARELLI, *Problemi aperti in tema di offerte pubbliche d'acquisto transfrontaliere*, cit., p. 387, e, in particolare, n. 17, risulta probabilmente incompatibile con la direttiva, la quale “*conosce solo due criteri di collegamento per individuare l'autorità di vigilanza e la legge applicabile, ossia la sede legale della società e il paese di negoziazione, e non vi è spazio per altri criteri (quale quello del numero di residenti coinvolti)*”]. Tuttavia, all'applicabilità dell'obbligo di redigere un documento d'offerta, così come previsto dall'art. 102 t.u.f., la Consob, con soluzione originale, pur se dubbia nella sua legittimità, aveva fatto conseguire una procedura di controllo semplificata del documento d'offerta approvato dall'autorità svedese.

⁵ Così si legge nel 3° Considerando della direttiva OPA.

⁶ In un tale mutato contesto, ai fini dell'individuazione dell'autorità di vigilanza competente a vigilare sull'OPA - autorità di vigilanza, anche non unica, che deve essere designata dagli Stati membri e può essere una pubblica amministrazione, un'associazione o altro organismo privato, purché riconosciuta dal diritto nazionale (art. 4, par. 1, di tale direttiva): ipotesi, quest'ultima, che vale a ricomprendere anche il *Takeover Panel* del Regno Unito – l'art. 4 della direttiva ha stabilito un criterio di carattere generale, secondo cui la competenza spetta all'autorità “*dello Stato membro in cui la società emittente ha la propria sede legale se i titoli di tale società sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato di tale Stato membro*” [2° par., lett. a)] ed altri criteri sussidiari che trovano applicazione in ipotesi in cui non vi sia coincidenza tra la sede legale della società emittente ed il mercato in cui sono negoziati i relativi titoli (la direttiva non si riferisce al paese di *quotazione*, bensì a quello in cui le azioni siano ammesse a *negoziazione*: osserva F.M. MUCCIARELLI, *L'attuazione della*

Con particolare riguardo a tale ultimo aspetto, la direttiva ha stabilito che, nelle ipotesi di coincidenza tra la sede legale della società emittente ed il mercato in cui sono negoziati i relativi titoli, tale legge sia quella del paese della sede legale, mentre nelle altre ipotesi essa ha rinviato, a seconda delle questioni da regolare, alle disposizioni relative allo Stato membro dell'Autorità di vigilanza competente ovvero a quello in cui ha sede la società emittente: nello specifico, per quanto riguarda la questione inerente le condizioni alle quali l'organi di amministrazione della società emittente può compiere atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento

direttiva opa nell'ordinamento italiano, in *Giur. comm.*, 2008, I, pp. 452-453, che "In pratica, la distinzione ha rilievo per i titoli ammessi alla negoziazione su un mercato senza una richiesta esplicita dell'emittente, pur non essendo ancora quotati in altro mercato regolamentato a richiesta della società". Su tale distinzione si veda anche G. FERRARINI, *Ammissione alla quotazione e ammissione alle negoziazioni: significato e utilità di una distinzione*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2002, I, p. 583 ss.). Secondo tali criteri sussidiari è competente a vigilare sull'offerta (i) l'autorità "dello Stato membro sul cui mercato regolamentato i titoli della società sono ammessi alla negoziazione" [2° par. lett. b), 1° periodo], (ii) nell'ipotesi di titoli ammessi alla negoziazione sui mercati regolamentati di più Stati membri, "quella dello Stato membro sul cui mercato regolamentato i titoli della società sono stati ammessi alla negoziazione per la prima volta" [2° par. lett. b), 2° periodo], nonché, (iii) nell'ipotesi di titoli ammessi per la prima volta alla negoziazione contemporaneamente sui mercati regolamentati di più Stati membri, l'autorità determinata dalla società emittente, cui spetta di informare "i suddetti mercati e la e le loro autorità di vigilanza il primo giorno della negoziazione" [2° par. lett. c), 1° periodo]; nell'ipotesi in cui i titoli della società emittente siano stati già ammessi alla negoziazione sui mercati regolamentati di più Stati membri alla data di attuazione della direttiva, in forza del secondo periodo di tale ultima disposizione, spettava alle autorità di vigilanza di tali Stati membri convenire "a quale tra di loro compete la vigilanza sull'offerta" entro quattro settimane dal termine previsto per l'attuazione: termine decorso il quale la decisione veniva rimessa alla società emittente. Per M.V. BENEDETTELLI, *Offerte pubbliche d'acquisto e concorrenza*, cit., p. 560, n. 17, e p. 561, la disposizione fa riferimento allo Stato membro ai sensi della cui *lex societatis* è costituita la società emittente: per l'Autore, infatti, il riferimento alla "sede legale" contenuto in questa disposizione non sembra voler esprimere un concetto diverso rispetto a quello di "sede sociale" (art. 12, par. 1 e par. 3), o a quello secondo cui le società siano "di diritto di uno stato membro" (art. 1, par. 1) o "disciplinate dalle leggi di uno Stato membro" (considerando n. 1), né sembra voler rappresentare una presa di posizione a favore della "teoria dell'incorporazione" o di altre teorie internazionalprivatistiche sulla *lex societatis*, ma costituisce, più, semplicemente, un riferimento alla legge di costituzione dell'ente. Nel senso che tale previsione costituisca uno dei principi suscettibili di costituire norme di "diritto costituzionale europeo" circa l'autorità che vigila sui comportamenti del mercato finanziario: A.A. RINALDI, *Coordinamento fra autorità dei mercati finanziari nell'evoluzione della normativa italiana e internazionale*, *Soc.*, 2007, p. 828.

degli obiettivi dell'offerta, la direttiva ha stabilito l'applicazione delle disposizioni dello Stato in cui ha sede la società emittente⁷.

Le regole in questione sono state accolte anche dal legislatore italiano in occasione del recepimento della direttiva ad opera del d.lgs. 19 novembre 2007, n. 229. Il legislatore, infatti, ponendosi dal punto di vista dell'ordinamento nazionale, ha dapprima delineato il riparto di competenze tra la Consob e le autorità degli altri Stati comunitari con riguardo alle OPA aventi ad oggetto titoli di società regolate dal diritto di uno Stato comunitario, “*strumentali o successive all'acquisizione del controllo secondo il diritto della società emittente*”; quindi, con riferimento a tale riparto, ha determinato le ipotesi di applicazione del diritto italiano⁸.

⁷ In particolare, si applicano le disposizioni relative allo Stato membro dell'autorità competente alle questioni inerenti il corrispettivo offerto, nel caso di offerta, e le questioni inerenti la procedura (questioni inerenti le informazioni sulla decisione dell'offerente di procedere ad un'offerta, il contenuto dei documenti d'offerta e la divulgazione dell'offerta); mentre si applicano le disposizioni relative allo Stato membro in cui la società emittente ha la propria sede legale alle questioni riguardanti l'informazione che deve essere fornita ai dipendenti delle società emittente, nonché a quelle che rientrino nel diritto delle società, tra le quali ha annoverato – come detto - le condizioni in presenza delle quali l'organi di amministrazione della società emittente può compiere atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta.

⁸ Così, secondo quanto stabilito dall'art. 101^{ter} del t.u.f., la Consob vigila sullo svolgimento delle offerte pubbliche: (a) aventi ad oggetto titoli emessi da una società la cui sede legale sia situata nel territorio italiano e siano ammessi alla negoziazione su uno o più mercati regolamentati italiani; (b) aventi ad oggetto titoli emessi da una società la cui sede legale sia situata in uno Stato comunitario diverso dall'Italia e siano ammessi alla negoziazione esclusivamente su mercati regolamentati italiani; (c) aventi ad oggetto titoli emessi da una società la cui sede legale sia situata in uno Stato comunitario diverso dall'Italia e siano ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati italiani e di altri Stati comunitari diversi da quello dove la società ha la propria sede legale, qualora siano stati ammessi per la prima volta alla negoziazione su un mercato regolamentato italiano, ovvero qualora i titoli siano ammessi alla negoziazione contemporaneamente sui mercati regolamentati italiani e di altri Stati comunitari, nel caso in cui la società emittente scelga la Consob quale autorità di vigilanza, informandone i suddetti mercati e le loro autorità di vigilanza il primo giorno della negoziazione. In tale ipotesi spetta alla Consob stabilire con regolamento le modalità e i termini per la comunicazione al pubblico della decisione della società emittente relativa alla scelta dell'autorità competente per la vigilanza sull'offerta. Quanto alla legge applicabile, nel caso in cui la Consob sia l'autorità di vigilanza competente ai sensi delle predette lettere (b) e (c), sono disciplinate dal diritto italiano le questioni relative al corrispettivo dell'offerta, alla procedura, con particolare riguardo agli obblighi di informazione sulla decisione dell'offerente di procedere all'offerta, al contenuto del documento di offerta ed alla divulgazione dell'offerta. Per le

Dal quadro che complessivamente ne consegue, si evince che, così come stabilito dalla direttiva, in ipotesi di OPA transfrontaliera proveniente da società comunitaria sono disciplinate dal diritto italiano, in quanto Stato in cui ha sede la società emittente, le condizioni in presenza delle quali l'organo di amministrazione di quest'ultima può compiere atti o operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta: il che vale a dire che, in tale ipotesi, il modello di regolamentazione delle misure di difesa è quello legale, ancorché derogabile, previsto dal t.u.f.

2. La clausola di reciprocità e la legittimità della sua previsione da parte del legislatore italiano.

L'applicazione alla società emittente del modello di regolamentazione nazionale nelle ipotesi di OPA transfrontaliera lanciata da soggetto estero e, nel contempo, l'eventualità che l'offerta potesse essere promossa da soggetto comunitario sottoposto ad un diverso modello, in ragione della

questioni riguardanti l'informazione che deve essere fornita ai dipendenti della società emittente, per le questioni di diritto societario con particolare riguardo a quelle relative alla soglia al cui superamento consegue l'obbligo di offerta pubblica di acquisto, alle deroghe a tale obbligo e alle condizioni in presenza delle quali l'organo di amministrazione della società emittente può compiere atti o operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, le norme applicabili e l'autorità competente sono quelle dello Stato membro in cui la società emittente ha la propria sede legale (art. 101ter, 4° co., t.u.f.). Nei casi in cui l'offerta abbia ad oggetto titoli emessi da società la cui sede legale è situata nel territorio italiano e ammessi alla negoziazione esclusivamente su uno o più mercati regolamentati di altri Stati comunitari, sono disciplinate dal diritto italiano le questioni riguardanti l'informazione che deve essere fornita ai dipendenti della società emittente, per le questioni di diritto societario con particolare riguardo a quelle relative alla soglia al cui superamento consegue l'obbligo di offerta pubblica di acquisto, alle deroghe a tale obbligo e alle condizioni in presenza delle quali l'organo di amministrazione della società emittente può compiere atti o operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta e l'autorità competente è la Consob (art. 101ter, 5° co., t.u.f.). Per un commento a tale disposizione: G. BOSI, *Art. 101-ter*, in *La disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto, Commentario sistematico* a cura di E. Pederzini, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, p. 54ss., e G. OPROMOLLA, *Art. 101-ter*, in *AA.VV., Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino 2010, p. 16ss.

diversa scelta di attuazione della direttiva OPA operata dallo Stato membro di appartenenza, hanno indotto il legislatore italiano, in sede di recepimento della stessa direttiva, ad introdurre nel nostro ordinamento anche la regola di reciprocità, così come prevista dalla direttiva: in forza di tale regola, singolarmente denominata “clausola” da parte del nostro legislatore nella rubrica dell’art. 104^{ter} t.u.f.⁹, la *passivity rule* e la regola di neutralizzazione non si applicano alle società emittenti italiane in caso di OPA promossa da chi non sia soggetto a tali disposizioni ovvero a disposizioni equivalenti ovvero da società o ente da questi controllata¹⁰.

La regola di reciprocità, già di per sé evocante il principio destinato a regolare le relazioni transnazionali tra soggetti operanti nel mercato finanziario¹¹, è stata quindi recepita con l’intento di assicurare,

⁹ Osserva A. MORELLO, *Scalate ostili e misure difensive*, cit., p. 165, n. 38, come il termine «clausola» evochi “un significato vagamente negoziale per quanto, dei tre, l’unico istituto che, da sempre, opera *per imposizione di legge*, è proprio quello della reciprocità, essendo stato risparmiato, come noto, da quel processo di statutarizzazione che, nel 2008 e nel 2009, ha invece interessato gli istituti della passività e della neutralizzazione”.

¹⁰ Ai sensi dell’art. 104^{ter} t.u.f. “1. *Le disposizioni di cui agli articoli 104, commi 1 e 1-bis, e, qualora previste negli statuti, le disposizioni di cui all’art. 104-bis, commi 2 e 3 non si applicano in caso di offerta pubblica promossa da chi non sia soggetto a tali disposizioni ovvero a disposizioni equivalenti, ovvero da una società o ente da questi controllata. In caso di offerta promossa di concerto, è sufficiente che a tali disposizioni non sia soggetto anche uno solo fra gli offerenti.* 2. ...omissis... 3. *La Consob, su istanza dell’offerente o della società emittente ed entro venti giorni dalla presentazione di questa, determina se le disposizioni applicabili ai soggetti di cui al comma 1 siano equivalenti a quelle cui è soggetta la società emittente. La Consob stabilisce con regolamento i contenuti e le modalità di presentazione di tale istanza.* 4. *Qualsiasi misura idonea a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell’offerta adottata dalla società emittente in virtù di quanto disposto al comma 1 deve essere espressamente autorizzata dall’assemblea, in vista di una eventuale offerta pubblica, nei diciotto mesi anteriori alla comunicazione della decisione di promuovere l’offerta ai sensi dell’articolo 102, comma 1. Fermo quanto disposto dall’articolo 114, l’autorizzazione prevista dal presente comma è tempestivamente comunicata al mercato secondo le modalità previste ai sensi del medesimo articolo 114”.*

¹¹ Il riferimento è, principalmente, all’impiego del principio di reciprocità nella regolamentazione dell’attività bancaria nelle relazioni con i paesi terzi (in luogo del principio di *mutuo riconoscimento*, che presiede alle relazioni tra Stati comunitari nel medesimo ambito): si vedano, a riguardo, F. CAPRIGLIONE, *Relazioni con le imprese bancarie di paesi terzi*, in AA. VV., *Diritto bancario comunitario*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Torino 2002, p. 177ss.; F. VELLA, *Commento sub r.d. 4 settembre 1919, n. 1620*, in AA.VV., *Codice commentato della banca*, a cura di F. Capriglione e S. Mezzacapo, Milano 1990, II, p. 1216.

all'occorrenza, il riassetto ad un livello sostanzialmente paritario delle condizioni presenti tra i diversi ordinamenti interessati dall'offerta¹².

La possibilità riconosciuta alle società quotate italiane, a partire dal d.l. 29 novembre 2008, n. 185, di derogare alla *passivity rule* e/o alla regola di neutralizzazione – ciò che ha determinato la possibilità di coesistenza di diversi modelli in ambito nazionale – e, allo stesso tempo, il mantenimento della previsione della clausola di reciprocità, consentono oggi di attribuire a quest'ultima un ambito di applicazione non più limitato all'OPA transfrontaliera, ma inevitabilmente esteso anche all'OPA domestica: OPA, quest'ultima, in cui si può presentare un'analogia esigenza di riassetto delle condizioni tra i due diversi contendenti dell'offerta, in virtù delle scelte operate da essi e non già dall'ordinamento di loro appartenenza.

Prima di passare, però, all'esame delle questioni concernenti i presupposti di funzionamento di tale clausola, occorre dar conto di un aspetto della medesima in grado di condizionarne la stessa operatività: aspetto rappresentato dalla compatibilità al precetto comunitario della scelta compiuta dal legislatore italiano e, quindi, dalla legittimità della regola dallo stesso introdotta¹³.

Anche in Italia, infatti, ha trovato eco il dibattito che in Europa aveva preceduto l'attuazione della direttiva e che investe la possibilità per gli Stati membri di far operare la reciprocità nell'ambito di un regime di *opt-in*

¹² Come si dirà più avanti, la regola di reciprocità fu introdotta per la prima volta nell'ambito della proposta presentata dal Portogallo il 2 giugno 2003, quale compromesso rispetto alla precedente versione della proposta di direttiva che aveva esteso anche ai voti multipli la regola di neutralizzazione. Tale clausola ha costituito, nella fase finale dei lavori preparatori al testo finale della direttiva, la contropartita al riconoscimento, in favore degli Stati membri, della facoltà di non esigere dalle società comunitarie con sede sociale nel proprio territorio l'applicazione della *passivity rule* e/o della regola di neutralizzazione.

¹³ Il riferimento è all'art. 12 della direttiva OPA il quale, dopo aver previsto, al 1° paragrafo, che “1. Gli Stati membri possono riservarsi il diritto di non esigere che le società di cui all'articolo 1, paragrafo 1 con sede sociale nel loro territorio, applichino l'articolo 9, paragrafi 2 e 3, e/o l'articolo 11” e, quindi, rispettivamente, la *passivity rule* e la regola di neutralizzazione, ha stabilito, al 2° paragrafo, che “2. Quando si avvalgono dell'opzione di cui al paragrafo 1, gli Stati membri devono comunque conferire alle società con sede sociale nel loro territorio la facoltà, che è reversibile, di applicare l'articolo 9, paragrafi 2 e 3, e/o l'articolo 11, fermo restando l'articolo 11, paragrafo 7”.

nazionale, senza che ciò possa essere ritenuto eccedente le possibilità loro attribuite dalla stessa direttiva¹⁴ e, soprattutto, senza che ciò comporti la disapplicazione della previsione nazionale “alla prima occasione di contesa ostile del controllo (beninteso, all’esito di un procedimento contenzioso in cui un giudice nazionale, se del caso previa remissione alla Corte di giustizia, avesse ad affermare la necessità della disapplicazione) ovvero a seguito di una eventuale procedura di infrazione promossa dalla Commissione”¹⁵.

Il dubbio sollevato da tale dibattito ruota intorno alla tesi secondo cui il ricorso alla disapplicazione prevista dalla clausola di reciprocità sarebbe consentito solo alle società che applichino la *passivity rule* e/o la regola di neutralizzazione in forza di un *opt in* statutario, a fronte di un *opt out* statale: l’art. 12, par. 3 della direttiva OPA, si afferma, avrebbe previsto la clausola di reciprocità unicamente nel quadro della medesima disposizione, dedicata ai cd. accordi opzionali, e dunque nel quadro di una disposizione che non contemplerebbe l’ipotesi del legislatore nazionale che abbia dato attuazione agli artt. 9 e 11 della direttiva, riguardanti rispettivamente la *passivity rule* e la regola di neutralizzazione. In conseguenza di ciò, si conclude, la clausola di reciprocità sarebbe riservata alle sole società che, rette da diritti nazionali che abbiano esercitato il diritto di non esigere che le società con sede sociale nel loro territorio le regole in questione (*opt-out* statale), abbiano esercitato la facoltà di applicarli ugualmente, per via statutaria, ai sensi dell’art. 12, par. 2, della direttiva¹⁶: ciò che in Italia si verificherebbe

¹⁴ La questione è stata posta in termini generali da J. RICKFORD, *The emerging European Takeover Law from a British perspective*, cit., pp. 1397-1398, ed è stata sollevata in Francia dall’Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA), nel documento *Transposition de la directive sur les OPA. Mesures anti-OPA*, n. 05-023, 6 avril 2005, nonché, in dottrina, da A. PIETRANCOSTA-A. MARECHAL, *Transposition de la directive OPA: des incertitudes entourant le recours à la “clause de réciprocité”*, in *Lexbase Hebdo*, n. 189 du Jeudi 10 Novembre 2005.

¹⁵ Così, in particolare, con riferimento all’attuazione della direttiva OPA in Italia, M. LAMANDINI, *Legiferare per “illusione ottica”? Opa e reciprocità italiana*, in *Giur. comm.*, 2008, II, p. 240.

¹⁶ Ancora M. LAMANDINI, *op. ult. cit.*, pp. 240-241.

attualmente solo per le società che abbiano dato ingresso negli statuti alla regola di neutralizzazione¹⁷.

A supporto di un simile rilievo la tesi in questione ha posto un triplice ordine di argomenti.

Un primo argomento si richiama al Considerando n. 21 della direttiva OPA, il cui testo inglese, in cui essa è stata originariamente redatta, stabilisce che “*should be allowed not to require companies which apply those provisions in accordance with the optional arrangements to apply them when they become the subject of offers launched by companies which do not apply the same provisions, as a consequence of the use of those optional arrangements*” e, nella sua traduzione in italiano, che “*Fatti salvi gli accordi internazionali di cui la Comunità Europea è parte contraente, agli Stati membri dovrebbe essere consentito di non obbligare le società che applicano queste disposizioni conformemente agli accordi opzionali ad applicarle quando sono oggetto di un’offerta lanciata da una società che non applica le stesse disposizioni in conseguenza del fatto che si avvale di questi accordi opzionali*”¹⁸. Dalla formulazione di tale Considerando si dovrebbe desumere che, essendo in esso evocate le società che applicano le regole di passività e di neutralizzazione conformemente agli accordi opzionali (“*in accordance with the optional arrangements*”) il legislatore comunitario avrebbe inteso limitare l’ampiezza della regola di reciprocità, contenuta al par. 3 dell’art. 12, della

¹⁷ Va precisato che in Italia la tesi è stata proposta dopo il “primo” recepimento della direttiva OPA da parte del legislatore italiano, vale a dire in un momento in cui erano state rese obbligatorie tanto la *passivity rule* quanto la regola di neutralizzazione e, dunque, prima delle modifiche introdotte a tale recepimento dal d.l. 29 novembre 2008, n. 185, che le aveva rese entrambe opzionali (si veda, sul punto, il cap. III, parte I, par. 4). L’obiezione sollevata dalla tesi in esame, però, sembra riferibile anche all’attuale situazione, conseguente all’intervento posto in essere dal d.lgs. 25 settembre 2009, n. 146, quantomeno con riferimento alla *passivity rule*: si tratta, infatti, di regola che attualmente opera in forza di una previsione legislativa, pur se derogabile, e non statutaria (salvo quanto si è detto con riferimento ai modelli convenzionali). L’attualità della tesi sembra confermata dalla considerazione di M. LAMANDINI, *op. cit.*, p. 241, secondo cui la clausola di reciprocità offrirebbe un incentivo ad assumere “le scelte statutarie più conformi alle aspirazioni di politica legislativa proprie della direttiva pur in un contesto nazionale che abbia deviato dal paradigma comunitario (pur non vincolante)”: nell’attuale situazione, invero, la previsione della *passivity rule* appare conforme al paradigma comunitario.

¹⁸ Le evidenziazioni grafiche sono di chi scrive.

direttiva, alle sole società di cui al par. 2 della medesima disposizione, le quali danno applicazione delle regole in questione al di fuori di un loro recepimento da parte dello Stato (con esclusione, pertanto, delle società che applicano tali regole per scelta legislativa e che, quindi, *non* le applicano *in forza di accordi opzionali*)¹⁹.

A fronte della possibile obiezione secondo cui il par. 3 dell'art. 12 della direttiva non contiene alcuna distinzione tra società che applicano le regole in questione per scelta legislativa o per scelta statutaria – distinzione proposta, invece, dal Considerando citato – si è precisato, con un secondo argomento, che tale omissione si giustificerebbe con il fatto che la previsione della reciprocità è stata inserita in un articolo dedicato ai soli accordi opzionali, sicché “la regola - per la sua collocazione sistematica – potrebbe doversi riferire esclusivamente alle società che si avvalgano degli accordi opzionali e dunque non siano tenute al rispetto degli articoli 9 e 11 per scelta del legislatore nazionale”²⁰.

Infine, un terzo argomento posto a fondamento di tale tesi si richiama ai lavori preparatori della direttiva – in particolare, alla proposta di modifica formulata dal Portogallo ed alla relazione illustrativa²¹ – i quali

¹⁹ Cfr. M. LAMANDINI, *op. ult. cit.*, pp. 241-242. In questo senso anche A. PIETRANCOSTA-A. MARECHAL, *op. cit.*, p. 3, e H. LA NABASQUE, *Les mesures de défense anti-OPA depuis la loi du 31 mars 2006*, in *Rev. Soc.*, 2006, p. 256.

²⁰ M. LAMANDINI, *op. ult. cit.*, p. 242. In termini analoghi, A. PIETRANCOSTA-A. MARECHAL, *op. cit.*, p. 3, i quali richiamano “L’enchaînement des paragraphes de l’article 12, tout d’abord: le paragraphe 3, qui consacre la clause de réciprocité et en règle l’usage, s’inscrit nettement et directement dans le prolongement du paragraphe 2, autorisant les Etats membres à ne pas transposer les articles 9 et/ou 11. Cela se lit, selon nous, comme une suite logique d’hypothèses optionnelles. Interprétation confortée par la lettre du texte, qui réserve l’exemption aux sociétés «qui appliquent» les articles 9 et/ou 11”; quanto, poi, alla stessa formulazione del par. 3 – paragrafo che, come sopra ricordato, non contiene alcuna distinzione tra società che applicano le regole in questione per scelta legislativa da quelle che le applicano per via statutaria – gli Autori evidenziano che “...l’argument est de peu de poids si l’on veut bien se rappeler que l’article 12, paragraphe 3, ne déploie ses effets que dans le seul champ des «arrangements facultatifs”.

²¹ L’art. 11-A della proposta portoghese – proposta presentata il 2 giugno 2003, quale compromesso a fronte dell’estensione della regola di neutralizzazione ai voti multipli - prevedeva testualmente al paragrafo 1 che “*Member States may require application of both or any of articles 9 and 11 to all companies having registered offices in their territory. In that case, the articles whose application is required remain applicable in all cases to an offeree*

dimostrerebbero che l'intenzione storica del legislatore, per l'ipotesi di introduzione ad opera degli Stati membri dell'art. 9 e/o dell'art. 11 della direttiva, sarebbe stata quella di sottoporre *in ogni caso* la società emittente alle regole di passività e neutralizzazione e, quindi, anche al caso in cui gli stessi art. 9 e/o 11 non fossero applicabili all'offerente²².

La tesi in questione, tuttavia, presta il fianco ad alcune critiche.

Anzitutto, essa propone un'interpretazione restrittiva (e, quindi, difforme alla sua naturale estensione) del chiaro testo letterale della disposizione - testo che, per parte sua, non pone alcuna distinzione a riguardo - sulla base di un Considerando, ancorché combinato alla rubrica del paragrafo ed ai lavori preparatori²³; in tal modo, quindi, la tesi in esame finisce per togliere rilievo al criterio letterale che, unitamente a quello

submitted to their regime, even if they are not applicable to the offeror" (evidenziazione grafica di chi scrive). Per parte sua, la relazione illustrativa a tale proposta specificava che: "The second sentence deals with the problem of reciprocity, which is assumed as a general principle presiding over relations between offerors and offerees *when a regime is not imposed (by Member States) on one of them*" (...). Therefore in a take-over scenario, the following possibilities may occur: 1) *Member States impose articles 9 and/or 11: the offeree is submitted to its regime in all cases, even if both or any of articles 9 and 11 are not applicable to the offeror*". Il principio era stato riproposto, pur formulato in termini diversi, anche nel primo "revised draft report" del 3 settembre 2003 (relatore on. Lehne al Parlamento europeo: PE327.239/rev). Il testo dell'attuale art. 12, par. 3, veniva proposto durante la presidenza italiana il 31 ottobre 2003 e veniva adottato dal Consiglio il 27 novembre 2003 e in pari data dal Parlamento con gli emendamenti Lehne (PE327.239/1-30). La versione adottata era priva dell'originario par. 1 dell'art. 11/A dell'originaria proposta portoghese e, pertanto, non conteneva espresso riferimento al caso in cui gli Stati Membri avessero rese obbligatorie le disposizioni degli artt. 9 e 11.

²² Per un richiamo ai lavori preparatori si vedano A. PIETRANCOSTA-A. MARECHAL, *op. cit.*, p. 4 e M. LAMANDINI, *op. ult. cit.*, pp. 242-243; quest'ultimo A., in particolare, osserva che, pur se nella versione adottata dal Consiglio e dal Parlamento "cadeva l'originario paragrafo 1 dell'art. 11/A dell'iniziale proposta portoghese e dunque cadeva ogni espresso riferimento al caso in cui gli Stati Membri avessero rese obbligatorie le disposizioni degli articoli 9 e 11; veniva tuttavia adottato al tempo stesso un considerando (il 18/b, destinato poi a divenire il considerando 21), in cui si chiariva significato e ambito di applicazione della clausola di reciprocità secondo quanto più sopra indicato".

²³ È quanto lascia intendere anche M. STELLA RICHTER, *A proposito della direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche di acquisto e dei suoi interpreti*, in *Profili attuali di diritto societario*, a cura di G. Ferri e M. Stella Richter, Milano 2010, p. 213, il quale valorizza la "lettera della disposizione normativa (ben più significativa della lettera di un "considerando"), lettera che non distingue in nessun modo tra società che applicano le regole di cui agli artt. 9 e 11 per imposizione del diritto nazionale e società che applicano quelle medesime regole per scelta statutaria".

teleologico, costituisce il primo strumento a disposizione dell'interprete dei testi comunitari²⁴. E ciò a prescindere dall'ulteriore rilievo, mosso già prima del recepimento della direttiva ad opera degli Stati membri, secondo cui il tentativo di interpretare restrittivamente la previsione della reciprocità in forza del Considerando in questione dovrebbe ritenersi escluso dalla circostanza che proprio la reciprocità costituirebbe, essa stessa, una “*deroga alla deroga*”: nello specifico, una deroga all'*opt-out* effettuato dagli Stati membri all'introduzione degli articoli 9 e/o 11 della direttiva²⁵.

Inoltre, la tesi proposta subisce un *vulnus* nel caso, che qui si ritiene possibile, in cui lo Stato membro non abbia dato attuazione agli artt. 9 e/o 11 della direttiva OPA ma, ciò nonostante, abbia imposto una disciplina nazionale sostanzialmente analoga, anche solo in parte, alle previsioni contenute in tali disposizioni, da esso non formalmente attuate: in questo caso, la società assoggettata alla legge di detto Stato si troverebbe nella situazione identica a quella a cui, in ipotesi, le regole si applichino in forza di *opt-in* statale ma, a differenza di quest'ultima, potrebbe anche avvalersi della regola di reciprocità (preclusa, invece, a quest'ultima secondo la tesi qui criticata).

Si è, altresì, autorevolmente osservato che la tesi qui criticata sarebbe irragionevole in quanto, essendo la clausola di reciprocità diretta ad incentivare le società ad adottare statutariamente le regole di passività e neutralizzazione – ciò in quanto, diversamente, essendo la clausola loro opponibile, potrebbero essere ostacolate nelle proprie iniziative di acquisizione – sarebbe illogico che tale clausola non possa fungere anche da

²⁴ Circa la necessità di privilegiare, tra le soluzioni possibili, quella che sia più fedele al testo ed alla finalità della direttiva si veda G. BENACCHIO, *Diritto privato della Comunità Europea*, Padova 1998, p. 28. Evidenzia come l'attività di interpretazione della norma comunitaria sollevi il problema dell'assenza di norme comunitarie sull'interpretazione A. LUPOI, *Gruppo bancario e unità d'impresa*, Milano 2003, per il quale problema può, tuttavia, essere superato avvalendosi dei criteri ermeneutici impiegati dalla Corte di Giustizia (tra i quali figurano, anzitutto, il criterio letterale, il criterio teleologico e quello finalistico).

²⁵ J. RICKFORD, *The emerging European Takeover Law from a British perspective*, cit., pp. 1397-1398.

incentivo per gli Stati membri ad adottare per via legislativa le medesime regole di passività e neutralizzazione²⁶. A ben vedere, si tratta di osservazione che attribuisce alla clausola in questione una funzione che, pur ripetutamente invocata, non risulta nelle intenzioni del legislatore (che privilegiava, per contro un'armonizzazione del sistema) e potendo, altresì, la clausola essere utilizzata in ottica puramente protezionistica.

Non può negarsi, piuttosto, come risulti scarsamente coerente con l'insieme delle opzioni riconosciute agli Stati membri la preclusione ad essi dell'introduzione della clausola di reciprocità, nell'ipotesi di loro *opt-in*, quando essa è, invece, prevista, da parte delle società, per l'ipotesi di *opt-out* dei medesimi²⁷: previsione che per la società si presenta come frutto di una scelta, oltretutto, *reversibile*. Analogo giudizio di scarsa coerenza, poi, sembra potersi muovere all'imposizione, giudicata “assurda”²⁸, a carico della società emittente, di un regime diverso a causa delle decisioni assunte dallo Stato in ordine all'applicazione degli articoli 9 e/o 11 della direttiva²⁹. Ma si tratta, in entrambi i casi, di mere valutazioni di pur discutibili scelte di politica legislativa, cui non pare possibile attribuire, di per sé sole, carattere decisivo nell'interpretazione del testo comunitario: interpretazione che, con molta probabilità, risulta agevolata dallo stesso tenore letterale della disposizione.

²⁶ Cfr. M. STELLA RICHTER, *op. ult. cit.*, p. 213.

²⁷ Così J. RICKFORD, *ibidem*, secondo cui “this strict interpretation is very arguably absurd”.

²⁸ Così J. RICKFORD, *ibidem*, ma anche A. VIANDIER, *OPA, OPE et autres offres publiques*, Levallois 2006, p. 337.

²⁹ Una simile conseguenza si era voluta giustificare con lo spirito liberale che aveva presieduto la redazione della direttiva: cfr. A. PIETRANCOSTA-A. MARECHAL, *op. cit.*, p. 4, secondo cui “L'objectif final des auteurs du projet de directive était, en effet, «la suppression de tous obstacles aux OPA transfrontalières dans l'Union européenne [...] et l'élimination progressive de tous les moyens de défense». Dans ce conditions, il est compréhensible qui il n'ait pas été jugé utile de prévoir un maintien des armes anti-OPA, lorsque l'Etat membre a transposé la directive, même sous réserve de réciprocité”.

3. La clausola di reciprocità ed i presupposti per la sua applicazione.

I presupposti per l'applicazione della clausola di reciprocità e, quindi, per l'eventuale disapplicazione della *passivity rule* e/o della regola di neutralizzazione, sono stati individuati solo in termini generali dalla direttiva OPA³⁰; per parte sua, il legislatore italiano ha sintetizzato tali presupposti nell'espressione, contenuta all'art. 104^{ter} t.u.f., secondo cui in tale caso l'offerta deve essere “*promossa da chi non sia soggetto a tali disposizioni [gli artt. 104 e 104bis, relativi alla *passivity rule* ed alla regola di neutralizzazione] ovvero a disposizioni equivalenti, ovvero da una società o ente da questi controllata*”, con la precisazione che “*In caso di offerta promossa di concerto, è sufficiente che a tali disposizioni non sia soggetto anche uno solo fra gli offerenti*”³¹.

Quanto alla concreta individuazione di tali presupposti, deve osservarsi che se non sembra sussistere alcuna difficoltà a stabilire se l'offerente sia soggetto alle disposizioni di cui agli artt. 104 e 104bis t.u.f.: *tali disposizioni*, proprio perché nella disponibilità dell'interprete, risultano per lo stesso agevolmente riscontrabili (ciò che accade nell'ipotesi di offerente italiano, nei cui confronti tali disposizioni trovano diretta applicazione secondo le

³⁰ Come sopra si è ricordato, l'art. 12, par. 3, direttiva OPA si è limitata a stabilire la possibilità per gli Stati membri di esonerare le società che applicano l'art. 9, parr. 2 e 3 e/o l'art. 11 “*se esse sono oggetto di un'offerta lanciata da una società che non applica gli stessi articoli o da una società controllata, direttamente o indirettamente, da quest'ultima...*”, lasciando così ai singoli Stati membri la valutazione la determinazione circa l'applicazione, da parte dell'offerente, delle disposizioni appena ricordate. Appare evidente come la scelta del legislatore comunitario, non solo non giovi ai singoli Stati membri, stante l'incertezza entro i quali essi si trovano costretti ad operare; ma nemmeno allo stesso mercato europeo, in quanto non offre un'uniforme impostazione al problema, con il conseguente rischio di comportamenti opportunistici da parte delle stesse imprese ivi operanti. La formulazione “vaga e ambigua” di tale clausola rappresenta per G. ROSSI, *Il mercato d'azzardo*, Milano 2008, p. 60, il “tasto dolente” della direttiva OPA.

³¹ Per la nozione di persone che agiscono di concerto, così come modificata dal d.lgs. n. 146 del 2007, si vedano: F. VENTURINI, *Difese, concerto e derivati nelle ultime modifiche alla disciplina OPA*, in *Soc.*, 2010, pp. 450-452; P. SERSALE, *Art. 109*, in AA.VV., *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino 2010, p. 185ss. Sull'acquisto di concerto, più in generale, cfr. P. GIUDICI, *L'acquisto di concerto*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 490ss.; P. FERRO-LUZZI, *Il «concerto grosso»; variazioni sul tema dell'o.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 665ss.

regole sopra ricordate); non altrettanto può dirsi, invece, allorché si tratti di accertare la sussistenza di *disposizioni equivalenti*, operazione che sembra richiedere un'attività di tipo *valutativo*.

Con il riferimento alle *disposizioni equivalenti* il legislatore italiano - come già, prima di lui, quello francese e quello spagnolo³² - ha impiegato un parametro, l'equivalenza, frequentemente utilizzato, per lo più a livello comunitario, nella disciplina di specifici ambiti del mercato finanziario³³ al fine di valutare se due normative - generalmente l'una comunitaria e l'altra di un paese terzo - possano essere considerate equivalenti, in ragione della necessità di individuare la legge applicabile a fenomeni di *cross border* ovvero di consentire, ovvero rendere possibili, comportamenti o pratiche operative³⁴.

Nel caso specifico, la valutazione di tale parametro, così come introdotto dalla disposizione di attuazione, presenta una finalità *abilitativa* o, comunque, *permissiva*, risultando essa preordinata a consentire alla società

³² Il richiamo all'*equivalenza* delle disposizioni è contenuto sia nell'art. L233-33 del *Code de commerce*, inserito dall'art. 13, loi n. 2006-387, sia nell'art. 60bis della *Ley del Mercado de Valores*, inserito dall'art. 8, ley 6/2007.

³³ Si vedano, ad esempio, le disposizioni in materia di vigilanza supplementare a livello conglomerale, di cui alla direttiva 2002/87/CE; di vigilanza sugli enti creditizi, di cui alla direttiva 2006/48/CE; di obblighi di trasparenza degli emittenti e di regole per l'aggregazione delle partecipazioni da parte dei gestori individuali e collettivi, di cui entrambe alla direttiva 2004/109/CE; di investimenti degli OICVM, di cui alla direttiva 85/611/CEE; di accordi di cooperazione tra Stati per lo scambio di informazioni, di cui alle direttive 85/611/CEE e 2006/48/CE.

³⁴ Con specifico riferimento alla valutazione di equivalenza tra normativa di paesi terzi e normativa comunitaria nella regolazione finanziaria si veda V. TROIANO, *Le clause di equivalenza nella regolazione finanziaria comunitaria*, in *Riv. trim. dir. econ.*, I, p. 258ss. In generale, sul funzionamento del principio di equivalenza, quale principio generale legato al carattere plurale dell'ordinamento europeo, composto di parti diverse ma sottoposte ad un parametro unitario di coerenza e di compatibilità, si veda L. TORCHIA, *Il governo delle differenze. Il principio di equivalenza nell'ordinamento europeo*, Bologna 2006, *passim*, la quale distingue tre possibili configurazioni del principio, a seconda che l'equivalenza sia predeterminata (ove sia direttamente la norma comunitaria a stabilire l'equivalenza fra realtà prima diverse e a sostituirle con una regola unica, com'è stato per la moneta unica, o nei casi di completa armonizzazione), presunta (ove essa sia presunta da una norma costituzionale, o in forza di un'armonizzazione minima o in forza del riconoscimento di una libertà che, diversamente, risulterebbe ostacolata, e viene specificata dalle normative secondarie) o prefigurata (ove si pongano in essere meccanismi di coordinamento con l'obiettivo di portare al ravvicinamento delle condizioni dei diversi Stati, in modo da rendere possibile la convergenza di regole, politiche e risultati).

emittente di disapplicare la *passivity rule* e/o la regola di neutralizzazione cui fosse eventualmente soggetta³⁵.

La disposizione nazionale, tuttavia, non indica alcun criterio funzionale ad una valutazione di equivalenza³⁶, limitandosi ad attribuire alla Consob l'assunzione della medesima valutazione; l'unica indicazione che si ricava da tale disposizione è che la valutazione debba essere assunta all'esito di un procedimento da concludersi entro venti giorni dalla presentazione, da parte dell'offerente o da parte dell'emittente, di apposita istanza i cui contenuti e le cui modalità dovrebbero essere disciplinate da disposizioni regolamentari ad oggi non ancora emanate³⁷.

Sembra potersi condividere l'opinione di chi ha ricondotto il parametro di equivalenza, pur se con riferimento all'impiego che ne viene fatto in ambito comunitario, alla categoria delle clausole generali, come tale

³⁵ Osserva V. TROIANO, *op. ult. cit.*, p. 270, che la clausola di equivalenza risulta preordinata, in ambito comunitario, ad una finalità *abilitativa* nella disciplina con cui il legislatore comunitario ha regolamentato le possibilità di investimento degli OICVM (ai sensi della direttiva 85/611/CEE), o la conclusione tra Stati membri e terzi in materia di scambio di informazioni (ai sensi della direttiva 85/611/CEE, art. 40, o della direttiva 2006/48/CE, art. 46).

³⁶ Si noti che, in relazione alla disciplina comunitaria, solo in taluni casi la Commissione ha adottato specifiche misure di esecuzione che consentono di effettuare il giudizio di equivalenza (cfr., ad esempio, gli artt. da 13 a 23 della direttiva 2004/10/CE): in tali casi, peraltro, si tratta di misure che hanno lo scopo di garantire un'uniforme applicazione dei principi oggetto del giudizio di equivalenza da parte degli Stati membri: cfr., sul punto, V. TROIANO, *op. cit.*, pp. 267-268.

³⁷ Va precisato che il documento di consultazione denominato “*Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*”, diffuso per le osservazioni il 6 ottobre 2010, prevede l'introduzione nel Regolamento Emittenti dell'art. 37^{quater}, secondo cui “1. Dalla data di comunicazione di cui all'articolo 37 fino al giorno successivo alla data di diffusione del comunicato dell'emittente, l'offerente o l'emittente può presentare alla Consob l'istanza di cui all'articolo 104-ter, comma 3, del Testo unico. L'istanza è corredata della documentazione di supporto utile ai fini della valutazione ed è trasmessa contestualmente in copia all'emittente ovvero all'offerente. Dell'avvenuta presentazione dell'istanza alla Consob è data comunicazione senza indugio al mercato. 2. Entro il termine di cinque giorni dalla ricezione della documentazione, il soggetto a cui è stata trasmessa l'istanza può fornire alla Consob le proprie osservazioni scritte, supportate da idonea documentazione. 3. La Consob delibera, con provvedimento motivato, entro venti giorni di calendario dalla data di presentazione dell'istanza. Qualora si renda necessario richiedere informazioni integrative ovvero ulteriore documentazione, tale termine è sospeso per una sola volta fino alla ricezione delle stesse”. Si noti, peraltro, che – così come previsto dalla delega contenuta nell'art. 104^{ter} t.u.f. – la disposizione in questione non indica i criteri di determinazione dell'equivalenza, lasciando così insoluti i dubbi qui proposti.

implicante un intervento valutativo dell'autorità chiamata ad effettuare la verifica³⁸; conclusione, però, che porta a rilevare come una simile tecnica normativa possa essere fonte di notevoli incertezze, dannose all'esigenza di sicurezza dei traffici propria dei mercati finanziari³⁹, qui accresciute dalla libertà statutaria che l'ordinamento riconosce alle società e dai dubbi circa il modo di intendere tale equivalenza: in senso letterale, sostanziale, totale o parzialmente prevalente⁴⁰.

A tale ultimo riguardo, pare potersi respingere l'ipotesi che l'equivalenza possa essere un'equivalenza solo letterale, quasi si trattasse di un "rinvio formale" agli artt. 104 e 104**bis** del t.u.f.; se così fosse, infatti, la previsione di *disposizioni equivalenti* si rivelerebbe inutile, risultando a ciò sufficiente la prima parte della disposizione, quella contenente il richiamo agli articoli di legge, e, soprattutto, la previsione di reciprocità potrebbe operare, paradossalmente, alle sole ipotesi di OPA tra società aventi sede legale in Italia: le uniche che consentono una comparazione letterale tra le

³⁸ V. TROIANO, *op. cit.*, p. 275, secondo cui in tali ipotesi "la verifica si estrinseca, sul piano delle concretezze, in un giudizio, a forte caratterizzazione tecnica, volto al riscontro di una comparazione (in termini di rispondenza a criteri generali) tra determinati assetti disciplinari".

³⁹ Cfr., ad esempio, con riferimento all'esigenza di specificare le clausole generali che costituiscono i criteri di comportamento degli intermediari abilitati alla prestazione dei servizi di investimento, ciò al fine di ridurre i rischi e l'imprevedibilità legati ad una loro applicazione giudiziale A. DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, p. 295.

Si osservi, peraltro, che l'Autorità Garante per la Concorrenza e per il Mercato, nel parere n. AS422-*Schema di decreto legislativo di attuazione della direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche d'acquisto*, cit., dopo aver evidenziato che "la condizione di reciprocità sembra porre notevoli problemi applicativi che, verosimilmente, si risolveranno in situazioni di grande incertezza" affermava che "Tali problemi - in larga parte legati alla nozione di "equivalenza" - appaiono incompatibili con la celerità e la certezza che è necessario assicurare in materia di OPA, specie nella fase di studio della sua fattibilità da parte del potenziale offerente. Tale incertezza si ritiene possa essere anche un ulteriore elemento idoneo a compromettere la capacità dei mercati italiani di sviluppare dinamiche efficienti e di attrarre capitali".

⁴⁰ In questi termini F. CAVAZZUTI, *E sull'opa Zapatero dà il buon esempio*, in <http://www.lavoce.info/articoli/pagina2892.html>. Peraltro, è nella stessa *relazione illustrativa*, cit., p. 5, che si legge che "Sul piano operativo la clausola di reciprocità presenta notevoli incertezze".

disposizioni di legge o di statuti in materia di *passivity rule* e regola di neutralizzazione⁴¹.

Pare più corretto ritenere che si debba trattare di un'equivalenza di tipo sostanziale, per la valutazione della quale il riferimento agli artt. 104 e 104**bis**, così come il riferimento alle relative clausole statutarie in materia di misure di difesa, se esistenti, costituisce, al tempo stesso, parametro e limite della medesima valutazione: in altri termini, il riferimento a tali disposizioni e clausole consente la verifica della sussistenza di previsioni legali o statutarie di analogo contenuto e, nel contempo, mantiene la valutazione all'interno degli elementi costitutivi delle fattispecie dagli stessi regolate, escludendo che la resistenza all'OPA in capo all'offerente si possa condurre sulla base dell'esame di altri aspetti della disciplina in materia di offerte o, addirittura, del grado di contendibilità allo stesso riconosciuto.

Sembra potersi affermare, pertanto, che tale equivalenza debba essere condotta sulla base di un giudizio di merito che, lungi dall'arrestarsi alla lettera delle disposizioni equivalenti, sia teso a verificare se, in concreto e nello specifico caso, alla luce delle regole – di legge e di statuto⁴² - a cui è assoggettata la società offerente (ovvero la sua controllante o, ancora, la società che agisca di concerto) e di quelle a cui è assoggettata la società emittente, la società emittente potrebbe realizzare alle medesime condizioni, in punto di difesa, un'offerta a carico della società offerente (ovvero della sua controllante o, ancora, della società che agisca di concerto)⁴³.

⁴¹ Comparazione che potrebbe risultare difficile, anche in queste ipotesi, allorché ci si trovasse in presenza di modelli convenzionali di *passivity rule* (si veda, a riguardo, il cap. III, parte II, par. 9).

⁴² Non sembra condivisibile il riferimento operato da M. SASSANO, *op. cit.*, p. 118, alla “valutazione e comparazione degli statuti”, con esclusione, quindi, della valutazione e comparazione della legge: riteniamo, invero, che sia proprio la legge, in prima battuta, a dover essere fatta oggetto della verifica. Se, infatti, tale verifica si dovesse concludere nel senso dell'equivalenza tra le disposizioni applicabili, per legge, all'emittente e quelle applicabili, sempre per legge, all'offerente, potrebbe non essere necessaria alcuna valutazione e comparazione degli statuti (tale potrebbe essere l'ipotesi della società italiana e della società offerente che applichino, per legge, la sola *passivity rule*).

⁴³ Per A. MORELLO, *op. cit.*, p. 166, n. 44, la valutazione si risolve in “un'operazione di «*sottrazione giuridica*» tra il contenuto dello statuto concreto della società bersaglio ed il

Un tale giudizio, per il quale nell'ipotesi di OPA transfrontaliera la Consob potrà far ricorso alla collaborazione dell'autorità di vigilanza dello stato in cui ha Sede l'offerente⁴⁴, si conclude con una *determinazione* che, in caso di esito positivo, ha natura di provvedimento di autorizzazione: è, infatti, solo all'esito di una determinazione di equivalenza che può darsi luogo la rimozione, da parte dell'emittente, di eventuali ostacoli, legislativi o statutari, all'adozione di misure di difesa.

Rimane il dubbio se l'intervento della Consob, cui è stata espressamente attribuita la valutazione di equivalenza in ragione di una sua maggiore idoneità⁴⁵, sia necessario o solo eventuale⁴⁶ e se tale valutazione sia consentita anche ad altri soggetti. Nel senso dell'eventualità dell'intervento della Commissione sembra propendere l'attivazione del procedimento solo

contenuto dello statuto concreto della società offerente, all'esito della quale *non* troverà (*rectius*: potrà non trovare) applicazione – limitatamente, beninteso, a quella scalata – tutto ciò che *di più o di più* gravoso (a livello di regole limitative della libertà di difesa) ci sarà nello statuto concreto della società bersaglio e cioè quelle regole limitative al potere di contrastare un'offerta che non si rintracciano nello statuto concreto della società offerente”.

⁴⁴ Invero, benché l'art. 104^{ter} non contenga alcuna specifica previsione sul punto, una simile eventualità deve ritenersi possibile e, com'è nel caso di autorità di vigilanza di altro Stato membro, persino dovuta, in forza della generale previsione dell'art. 4 t.u.f.

⁴⁵ È quanto si legge nella *Relazione illustrativa allo schema di decreto legislativo di attuazione della direttiva 2004/25/CE*, p. 5, secondo cui “...si propone nel testo di affidare alla Consob la valutazione dell'equivalenza fra gli statuti della società emittente e offerente: sembra questa l'unica alternativa a rimettere la valutazione sulla reciprocità ai soli azionisti di maggioranza per il tramite degli amministratori”. Afferma M. SASSANO, *Art. 104-ter*, in AA.VV., *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino 2010, p. 117, che l'attribuzione alla Consob sarebbe “soluzione coerente anche con la norma della direttiva che fissa i criteri per la ripartizione delle competenze tra le Autorità di Vigilanza dei singoli Stati membri, ossia l'art. 4”, in quanto, come si è detto sopra, il 2° co., lett. a) di tale disposizione fa rientrare nella competenza dell'Autorità dello Stato membro nel quale la società emittente ha la propria sede legale le questioni relative alle “*condizioni in presenza delle quali l'organo di amministrazione della società emittente può compiere atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta*”. A ben vedere, però, la disposizione richiamata dall'A., come peraltro dalla stessa affermato, è volta a ripartire la competenza tra diverse autorità di vigilanza, escludendo così i possibili conflitti, positivi o negativi, che potrebbero insorgere allorché entrambe si riconoscessero competenti ovvero incompetenti in ordine ad una medesima questione; non è, invece, disposizione che attribuisce, essa stessa, quella competenza.

⁴⁶ Ciò a differenza, ad esempio, di quanto accade nell'ordinamento francese, in cui l'intervento dell'autorità di vigilanza è previsto come eventuale, come si evince dall'art. L233-32 del *Code de commerce*, secondo cui “*Toute contestation portant sur l'équivalence des mesures fait l'objet d'une décision de l'Autorité des marchés financiers*”.

su istanza di parte, sia essa l'offerente ovvero l'emittente, nonché la mancata previsione di conseguenze derivanti dalla sua mancata presentazione: eventualità, peraltro, che si presenta poco probabile, stante il riconoscimento della legittimazione ad entrambi i soggetti interessati dall'offerta. Quanto, invece, alla possibilità che altri soggetti conoscano dell'equivalenza, essa sembra potersi ammettere limitatamente alle ipotesi di intervento dell'autorità giudiziaria, sia essa amministrativa, nel caso in cui sia chiamata a pronunciarsi sulla legittimità del provvedimento della Commissione; sia essa civile, com'è nell'eventuale accertamento della legittimità degli atti compiuti dalla società emittente o di responsabilità dei suoi stessi amministratori⁴⁷.

4. L'adozione delle misure di difesa.

La sussistenza dei presupposti per l'applicazione della clausola di reciprocità non attribuisce, di per sé sola, alla società emittente la facoltà di assumere misure di difesa dall'OPA derogando al modello di regolamentazione dalla stessa adottato: al pari di quanto già previsto dalla direttiva⁴⁸, infatti, il 4° co. dell'art. 104^{ter} t.u.f. stabilisce che “*Qualsiasi misura*

⁴⁷ Giudizio che potrebbe non richiedere istruttoria, nemmeno documentale: il caso è quello dell'equivalenza tra disposizioni normative in ipotesi di OPA transfrontaliera, risolubile sulla base del principio *iura novit curia*; come oramai pacifico, infatti, “l'accertamento della legge straniera deve essere compiuto d'ufficio dal giudice e, pertanto, le norme di diritto straniero richiamate da quelle di diritto internazionale privato, vengono inserite nell'ordinamento interno e sono conseguentemente assoggettate al trattamento processuale proprio delle norme giuridiche, trovando in conseguenza piena applicazione riguardo ad esse l'art. 113 c.p.c., che attribuisce in via esclusiva al giudice il potere di individuare le norme applicabili alla fattispecie dedotta in giudizio” (CASS. 12 novembre 1999, n. 12538).

⁴⁸ Cfr. art. 12, par. 5, direttiva OPA, secondo cui “5. *Qualsiasi misura applicata secondo quanto disposto dal paragrafo 3, è soggetta all'autorizzazione dell'assemblea generale degli azionisti della società emittente, la quale deve essere concessa non anteriormente a 18 mesi prima che l'offerta sia resa pubblica ai sensi dell'articolo 6, paragrafo 1*”. Il 4° co. dell'art. 104^{ter} t.u.f. prevede, altresì, che “*Fermo quanto disposto dall'articolo 114, l'autorizzazione prevista dal presente comma è tempestivamente comunicata al mercato secondo le modalità previste ai sensi del medesimo articolo 114*”.

*idonea a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta adottata dalla società emittente in virtù di quanto disposto al comma 1 deve essere espressamente autorizzata dall'assemblea in vista di una eventuale offerta pubblica, nei diciotto mesi anteriori alla comunicazione della decisione di promuovere l'offerta ai sensi dell'articolo 102, comma 1*⁴⁹.

L'operatività della clausola di reciprocità, pertanto, non è né automatica, né continuativa: non è automatica in quanto essa richiede, come appena visto, la previa delibera di autorizzazione delle misure idonee a contrastare l'offerta; non è continuativa, potendosi affermare che le società che intendano avvalersi stabilmente di tale clausola debbano rinnovare ogni diciotto mesi la relativa delibera.

L'efficace funzionamento di tale clausola pone la questione del grado di analiticità richiesto alla delibera di autorizzazione che, stante il tenore della disposizione, riferita a *qualsiasi misura*, identificata con la sua *idoneità a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta* senza ulteriore determinazione circa il momento in cui essa viene assunta, sembra essere richiesta sia per la deroga alla *passivity rule*, sia per la deroga alla regola di neutralizzazione.

A riguardo, il necessario punto di partenza per una risposta al quesito è rappresentato dalla circostanza che una simile delibera viene ad essere assunta prima della comunicazione, da parte dell'offerente, della decisione di promuovere l'offerta – comunicazione prevista dall'art. 102 t.u.f. - e,

⁴⁹ Per L. PLATTNER-A. DEL GUERRA, *Nuova Opa: misure difensive e poteri regolamentari e di vigilanza*, in *Dir. prat. soc.*, 2008, p. 20, la *ratio* di questa previsione risiederebbe nell'esigenza di evitare che “un'applicazione eccessivamente rigorosa della clausola di reciprocità potesse nuocere alle minoranze azionarie che, in caso di offerta pubblica di acquisto promossa da un offerente soggetto a regole meno rigide di quelle dell'emittente, si sarebbero trovati a dover subire l'eventuale attuazione di misure difensive da parte del *management* senza possibilità di deliberare la relativa attuazione”. La giustificazione, a ben vedere, risulta solo in parte condivisibile nell'ipotesi in cui si ritenga, come qui si ritiene, che l'autorizzazione sia richiesta tanto per la deroga alla *passivity rule*, quanto per la deroga alla regola di neutralizzazione: in tale ipotesi, allora, la *ratio* sembra piuttosto potersi individuare nella volontà di rimettere agli azionisti la scelta di derogare al modello di regolamentazione prescelto allorché non sussistano le condizioni di identità o di equivalenza cui fa riferimento l'art. 104^{ter} t.u.f.

quindi, in un momento in cui non solo non si conosce il contenuto dell'offerta, ma nemmeno l'esistenza della stessa.

L'aspetto cronologico appena evidenziato, principale oggetto di critiche alla disposizione⁵⁰, non può che assumere, da un punto di vista logico, carattere essenziale per una prima, pur parziale, risposta al quesito: tale aspetto, infatti, consente di escludere che alla delibera di preventiva autorizzazione all'adozione di misure difensive possa essere richiesto – quantomeno nell'ipotesi di disapplicazione della *passivity rule* - un grado di analiticità comparabile con quella di autorizzazione all'adozione delle misure stesse. Diversamente ragionando, infatti, si ridurrebbe sensibilmente il margine applicativo della clausola di reciprocità, rimesso a circostanze contingenti all'offerta o, peggio, condizionato dallo stesso offerente, che conosce in anticipo le misure difensive disponibili in ragione delle forme obbligatorie di pubblicità cui deve sottostare la delibera. Inoltre, com'è stato osservato, in ipotesi di individuazione puntuale di tutti i dettagli operativi e finanziari delle future difese la competenza dell'assemblea risulterebbe maggiormente ridotta rispetto a quella a sua disposizione quando è chiamata ad autorizzare alcune tipiche misure difensive, come l'acquisto di azioni proprie o l'aumento di capitale delegato, il che sarebbe incongruente⁵¹.

Rimane, quindi, da stabilire se, all'opposto, tale delibera possa avere un contenuto generico.

Sembra doversi escludere una risposta affermativa con riferimento alla delibera che autorizzi la disapplicazione della regola di neutralizzazione, potendosi individuare in anticipo la tipologia di limitazione o di diritto

⁵⁰ Ritiene che la disposizione sia di difficile comprensibilità F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino 2010, pp. 371-372, secondo cui la relativa portata dovrà essere chiarita nel corso del tempo, in quanto “non si comprende come sia possibile che intervenga l'approvazione dell'assemblea, in relazione ad una decisione da adottare in un momento in cui l'offerta non solo non sussiste, ma potrebbe non essere stata neppure concepita”.

⁵¹ Così F.M. MUCCIARELLI, *L'attuazione della Direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 469.

speciale in relazione a cui, in assenza di reciprocità, si voglia sospendere la previsione di inefficacia.

Quanto all'ipotesi di disapplicazione della *passivity rule*, sembra potersi fare un discorso diverso, ammettendo che la delibera di autorizzazione possa risolversi in un rinvio al contenuto dell'art. 104^{ter} t.u.f. e, quindi, in un riferimento alla stessa disapplicazione della regola⁵²: la tesi che richiede all'assemblea l'individuazione delle specifiche misure che eventualmente saranno adottate e la fissazione degli elementi essenziali "come il valore massimo delle nuove azioni da emettere in caso di aumento delegato o il valore massimo delle azioni da riacquistare, potendo però rimettere agli amministratori la scelta in concreto degli altri elementi dell'operazione"⁵³, espone la società al rischio di un mancato livellamento delle condizioni tra i due contendenti (o tra i due ordinamenti cui essi appartengono); rischio, quest'ultimo, che la stessa previsione di reciprocità, a fronte di una pluralità di modelli di regolamentazione delle misure di difesa, ha inteso far venir meno.

5. Le ipotesi di applicazione della clausola: dall'OPA transfrontaliera all'OPA domestica.

Alla definizione dei presupposti necessari per l'applicazione della clausola di reciprocità può seguire una prima identificazione delle ipotesi in

⁵² In questo senso anche A. MORELLO, *Scalate ostili e misure difensive*, cit., p. 166 e, in particolare, n. 47, secondo cui "La parafrasi della norma di legge (o il rinvio a questa) individua il *contenuto minimo* della delibera di consenso *ex art. 104^{ter} Tuf*", pur restando ferma la possibilità, per i soci, di arricchire il contenuto dell'autorizzazione in parola con informazioni di migliore dettaglio; precisa, infatti, l'A. che "l'assemblea convocata *ex art. 104^{ter}* sarà, infatti, libera di fornire ulteriori elementi di contenuto chiarendo, ad esempio, quali sono le operazioni che gli amministratori sono autorizzati a compiere per *contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta*, riducendo, così, il numero delle azioni di contrasto concretamente attuabili ai sensi della c.d. *clausola di reciprocità*".

⁵³ F.M. MUCCIARELLI, *L'attuazione della Direttiva opa nell'ordinamento italiano*, cit., p. 469.

cui essa è destinata ad operare; ipotesi che, come si è visto, sono state dapprima limitate all'eventualità di un'OPA transfrontaliera e, attualmente, per il riconosciuto carattere derogabile della regolamentazione delle misure di difesa e la molteplicità dei modelli ammessi, estese sino a ricomprendere anche il caso di OPA domestica, promossa da un offerente italiano.

Cominciando dalla prima delle due eventualità appena indicate – l'OPA transfrontaliera – va osservato come la prima ipotesi di applicazione della clausola di reciprocità sia quella di un'offerta promossa da un offerente con sede in uno Stato comunitario, quando la legge del relativo Paese di costituzione non abbia adottato la *passivity rule* e/o la regola di neutralizzazione (*opt-out* statale), così come previste dalla direttiva OPA, e l'offerente stesso non le abbia introdotte statutariamente (*opt-in* statuario).

Tale ipotesi, per la quale potrà quindi essere invocata la reciprocità, non differisce da quella di OPA transfrontaliera promossa da un offerente non comunitario, per la quale, considerato il riparto di competenze introdotto dal legislatore italiano e riguardante solo “*le offerte pubbliche di acquisto o di scambio, aventi ad oggetto titoli di società regolate dal diritto di uno Stato comunitario, e strumentali o successive all'acquisizione del controllo secondo il diritto della società emittente*”⁵⁴ si può immaginare che continuino a trovare applicazione i criteri in vigore prima dell'attuazione della direttiva OPA e, quindi, la disciplina italiana. In considerazione di ciò, risulterà applicabile la clausola di reciprocità nel caso in cui l'ordinamento cui appartiene l'offerente o, eventualmente, il suo stesso statuto non contengano previsioni equivalenti alla *passivity rule* o alla regola di neutralizzazione, così come previste dagli artt. 104 e 104**bis** t.u.f.⁵⁵.

⁵⁴ Così l'art. 101**ter**, 2° co., t.u.f.

⁵⁵ La soluzione lascia aperta sia la possibilità, di fatto assai rara, che l'offerta non venga disciplinata da alcun ordinamento, sia quella, più frequente, di un'applicazione cumulativa di disciplina di due ordinamenti diversi: possibilità, quest'ultima, che risulta potenzialmente foriera, oltre che di un aumento di costi per le società interessate (tenute all'osservanza di due diversi procedimenti), di veri e propri conflitti di disciplina, allorché essa coinvolga ordinamenti che presentano soluzioni inconciliabili. Ad un simile rischio la

Indubbie complessità, quantomeno da un punto di vista operativo, sembra porre anche l'eventualità di un'OPA domestica, in considerazione delle opzioni riconosciute dal quadro normativo risultante all'esito degli interventi realizzati con il d.l. 29 novembre 2008, n. 185 (convertito in l. 28 gennaio 2009, n. 2) ed il d.lgs. 25 settembre 2009.

Se, infatti, sono di facile individuazione le ipotesi in cui lo statuto dell'offerente abbia derogato alla previsione legale della *passivity rule* e/o non abbia introdotto la regola di neutralizzazione, per volontà o per legge, com'è per le società cooperative, non altrettanto può dirsi per quelle, a priori non ulteriormente specificabili, di offerente che abbia derogato solo parzialmente alla *passivity rule* o abbia introdotto autonomamente solo talune delle previsioni concernenti la regola di neutralizzazione. In questi casi, la possibilità di ricorrere alla clausola di reciprocità passa attraverso il giudizio di equivalenza di cui si è detto, con le inevitabili incertezze che esso può avere per le parti dell'offerta.

Vi è poi l'ipotesi di soggetti ai quali la legge ha riconosciuto un modello di regolamentazione delle misure di difesa contrassegnato da caratteri di

prassi tenta di porre rimedio attraverso due tipi di restrizioni introdotte nel documento di offerta: una prima restrizione riguarda il novero degli oblati ed ha lo scopo di escludere i residenti in paesi che prevedono criteri di applicazione delle proprie norme sull'OPA tendenzialmente universali; questa prima forma di restrizione si attua, di fatto, mediante l'introduzione nei documenti di offerta delle diciture secondo cui l'offerta non verrà diffusa ad azionisti residenti in determinati Stati, ovvero adesioni che rispettino solo determinati limiti. Una seconda forma di restrizione è costituita da una limitazione della diffusione del documento d'offerta ed ha lo scopo di escludere i mercati dei paesi con pretese di applicazione universalistica (quali solitamente gli USA, il Canada, l'Australia ed il Giappone); questa seconda forma di restrizione si attua, di fatto, inserendo il divieto di pubblicizzare, diffondere o presentare, anche individualmente o via internet o posta elettronica, sul territorio di tali paesi o da parte di residenti in tali paesi, il documento d'offerta stesso e tutti i comunicati relativi all'offerta. La prima di tali restrizioni, tuttavia, pone un problema di compatibilità con il principio di parità di trattamento, già contenuto nell'art. 3, par. 1, lett. a), direttiva OPA, ed affermato dall'art. 103, 1° co, t.u.f. secondo cui "L'offerta è rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari dei prodotti finanziari che ne formano oggetto". La seconda di tali restrizioni, a differenza della prima, non introduce alcuna discriminazione tra i titolari del prodotto finanziario oggetto di OPA in ragione di fattori quali la residenza o la cittadinanza, ma viene ritenuta valida purché l'offerente non si rifiuti di acquisire titoli da residenti nei paesi esclusi, posto che, se così fosse, si ricadrebbe nella prima delle restrizioni in questione. Cfr. sul punto F.M. MUCCIARELLI, *Problemi aperti in tema di offerte pubbliche d'acquisto*, cit., p. 394ss.

specialità: il riferimento è alle società privatizzate, per le quali – come si è visto - operano sia il gradimento del Ministero dell'Economia all'acquisto di partecipazioni rilevanti sotto forma di potere di veto alla loro assunzione, sia i tetti azionari ed all'esercizio del diritto di voto, sino ad un massimo del 5% del capitale, destinati a decadere allorché il limite sia superato per effetto di un'OPA “*a condizione che l'offerente venga a detenere, a seguito dell'offerta, una partecipazione almeno pari al settantacinque per cento del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza*”⁵⁶. A riguardo, pare potersi affermare che, nonostante quest'ultima previsione operi, da un punto di vista sostanziale, in termini equivalenti alla regola di neutralizzazione, non altrettanto sembrerebbe potersi dire per il diritto di veto attribuito al Ministero dell'Economia, diritto che opera come forma di limitazione alla circolazione delle azioni: in conseguenza di ciò, la regola di reciprocità sembrerebbe consentire alla società emittente di derogare alla *passivity rule* e/o alla regola di neutralizzazione in ipotesi di OPA promosse da società privatizzate.

Maggiormente controversa, invece, è l'ipotesi di soggetti che per loro natura non siano assoggettabili alla *passivity rule* o alla regola di neutralizzazione: il riferimento è, ad esempio, ad un'OPA lanciata da una S.p.A. non quotata, da una s.r.l. o da una società di gestione di un fondo comune di investimento nei confronti di una società che applichi tanto la *passivity rule* quanto la regola di neutralizzazione.

Sul punto, va osservato come la direttiva, nell'individuare le ipotesi in cui far valere la reciprocità, si riferisca, senza ulteriori precisazioni, all'OPA promossa da “*società*” non soggetta alla *passivity rule* e/o alla regola di neutralizzazione⁵⁷ e che la relativa disciplina di attuazione, quale risultante

⁵⁶ Cfr., sul punto, il cap. III, parte II, par. 16.

⁵⁷ Così, in particolare, l'art. 13, par. 3, della direttiva OPA, con una formulazione che riprende il tenore letterale del suo ventunesimo Considerando. Si noti che la previsione è, sul punto, più restrittiva rispetto alla definizione generale di “*parti dell'offerta*”, contenuta

dall'art. 104^{ter} t.u.f., risulti aver ampliato tale presupposto soggettivo, riferendosi semplicemente a “*chi*” promuova l’offerta: in considerazione di ciò, sembra potersi affermare che nei confronti dei soggetti di cui si è appena detto possa essere opposta la regola di reciprocità⁵⁸.

La conclusione da ultimo proposta consentirebbe di ritenere operante la regola di reciprocità anche nell’ipotesi, pur poco probabile, di offerta promossa da una persona fisica: vero è che, a riguardo, potrebbe sollevarsi il dubbio di un’attuazione della direttiva, da parte del legislatore italiano, oltre i limiti allo stesso concessi, rappresentati dal riferimento all’offerta lanciata da “*una società*”. In realtà, rientrando la regola di reciprocità nell’ambito delle opzioni riconosciute agli Stati membri, al pari della stessa attuazione della *passivity rule* e della regola di neutralizzazione, sembra potersi replicare nel senso della legittimità della scelta compiuta, estranea alle scelte legislative da compiersi *nella direttiva*, ma pur sempre consentite *al di fuori* di essa.

6. La regola da disapplicare.

Un’ulteriore questione, non risolta dal legislatore italiano, benché potenziale elemento di incertezza nelle offerte, attiene all’operatività della clausola di reciprocità nell’ipotesi in cui l’offerente soggiaccia, in tutto o in parte, solo alla *passivity rule* ovvero solo alla regola di neutralizzazione, non già ad entrambe: in tali ipotesi, infatti, ci si chiede se la disapplicazione

nell’art. 2, par. 1, lett. *f*) della direttiva, la quale si riferisce invece a “*l’offerente, i membri dell’organo di amministrazione dell’offerente, se l’offerente è una società...*”, con ciò ammettendo, implicitamente, l’ipotesi di offerente diverso dalla società.

⁵⁸ Nel senso dell’operatività della regola nei confronti di questi soggetti è anche F.M. MUCCIARELLI, *Art. 104^{ter}*, in *La disciplina dell’offerta pubblica d’acquisto*, cit., p. 109, secondo cui “In questa maniera, si potrebbe scongiurare il pericolo di non potere opporre la reciprocità alle opa proposte da fondi sovrani esteri”.

debba investire solo la regola non applicata dall'offerente, ed eventualmente in che misura, o possa estendersi ad entrambe le regole⁵⁹.

Secondo una prima opinione, il principio espresso dalla direttiva OPA sembrerebbe consentire alla società emittente di non applicare quella regola alla quale l'offerente, a sua volta, non risulta assoggettato in ragione dell'ordinamento giuridico vigente nel suo Paese d'origine: in tal modo, si realizzerebbe “una sorta di bilanciamento delle norme applicabili” tra l'offerente e la società emittente⁶⁰.

Secondo una diversa opinione, per contro, la disapplicazione da parte dell'emittente della sola regola non applicata dall'offerente porterebbe a conseguenze paradossali nell'ipotesi in cui, da un lato, alla società offerente si applichi solo la *passivity rule*, ma non anche la regola di neutralizzazione, ed essa abbia a disposizione un gran numero di difese preventive; dall'altro, il diritto della società emittente preveda entrambe le regole e, al contempo, non consenta, o consenta in misura limitata, clausole statutarie di misure preventive: in tale ipotesi, si è detto, non verrebbe garantito “un duello ad armi pari”, proprio in virtù delle forti limitazioni presenti rispetto alle misure preventive, e l'effetto complessivo sarebbe quello di favorire le società aventi la sede legale in paesi che legittimano le difese preventive, per cui la concorrenza tra ordinamenti incentiverebbe la scelta proprio per degli ordinamenti che più ostacolano le scalate⁶¹.

⁵⁹ La questione è stata definita già a livello legislativo, quantomeno nell'aspetto relativo alla regola da disapplicare, in Spagna: gli artt. 28, 5° co., e 29, 5° co, del *Réal Decreto*, hanno infatti riconosciuto alle società emittenti di disapplicare solo la stessa disposizione anti-difesa non applicata dall'offerente. Per un commento alla disciplina di recepimento della direttiva OPA in Spagna cfr. C. DE CARDENAS SMITH-C. COSTA ANDRADE, *Adoption of the directive on takeovers in the Iberian market*, in *European Lawyer*, 2006-2007, pp. 52-53; C. PAREDES-D. RIANO, *The implementation of Takeover Directive in Spain*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2008, p. 200ss.

⁶⁰ In questi termini A. ANGELILLIS-C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva*, cit., p. 1158.

⁶¹ Così F.M. MUCCIARELLI, *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'opa*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 838.

A ben vedere, tale ultima soluzione, certamente dagli esiti pratici maggiormente incerti⁶², non trova riscontro nella lettera della norma nazionale e, ancor prima, comunitaria, e risulta difficilmente superabile in via interpretativa. Sembra doversi ammettere, allora, la disapplicazione della sola regola non applicata dall'offerente, pur all'esito della valutazione di equivalenza di cui si è detto.

Ulteriore e differente problema è, invece, rappresentato dalla possibilità per l'emittente di disapplicare solo parzialmente la *passivity rule* e/o la regola di neutralizzazione, nell'ipotesi in cui l'ambito di applicazione di tali regole sia per esso più limitato rispetto che per l'offerente⁶³. Alla questione sembra potersi dare risposta positiva in quanto la totale disapplicazione risulterebbe contraria all'intento riequilibratore della regola, risolvendosi, di fatto, nell'attribuzione di un ingiustificato vantaggio all'emittente.

⁶² Oltre che, come obiettato da A. ANGELILLIS-C. MOSCA, *op. ult. cit.*, p. 1159, dai costi più elevati, “dovendosi di volta in volta valutare la concreta situazione in cui versa l'offerente per stabilire se esso si «muove» in un contesto che prevede «armi pari» rispetto alla *target*”.

⁶³ Ciò che accade, ad esempio, nel caso in cui l'offerente abbia scelto un modello convenzionale e parzialmente derogatorio di *passivity rule* e/o, laddove ritenuto ammesso, di regola di neutralizzazione ovvero nel caso in cui, pur avendo entrambe le parti esercitato tali opzione, il contenuto derogatorio del primo sia maggiore rispetto a quello del secondo.

CONSIDERAZIONI FINALI

1. - A conclusione del presente lavoro sembrano doverose alcune considerazioni finali sull'assetto nazionale di disciplina delle misure di difesa, così come definito per effetto degli interventi di attuazione della direttiva OPA; considerazioni che si ritiene di far necessariamente precedere da quelle relative alla stessa direttiva, quale cornice al cui interno è collocato l'assetto disciplinare esaminato.

Va premesso come, nonostante il dichiarato obiettivo di “*creare un contesto chiaro e trasparente a livello comunitario per quanto riguarda i problemi giuridici da risolvere nel caso di offerte pubbliche d'acquisto*” (3° Considerando, prima parte), la direttiva OPA rappresenti, con riferimento alla disciplina delle misure di difesa, un esempio di *minimum standards*. Come lasciavano presagire le posizioni assunte dai singoli Stati membri nel corso del lungo dibattito che ne ha preceduto l'emanazione, la direttiva OPA non ha realizzato una piena armonizzazione delle discipline nazionali con riferimento a tale disciplina, limitandosi ad esprimere taluni principi generali e la preferenza per un modello di regolamentazione delle misure di difesa che, rapportato a tali principi, può considerarsi come quello più idoneo a garantirne l'applicazione. Al di fuori di tali principi, rimane pur sempre il regime delle scelte opzionali, consacrato nel testo finale del provvedimento, il quale può essere considerato come il riconoscimento ai singoli Stati membri della loro legittimazione a dar corso a regolamentazioni delle misure di difesa differenti rispetto a quella indicata e, nel contempo, come la presa d'atto, da parte del legislatore comunitario, del mancato conseguimento dell'obiettivo di una massima armonizzazione.

La disciplina delle misure di difesa dall'OPA ostile, in altri termini, è ancora lungi dall'essere una disciplina comune, sempre che la piena

armonizzazione di tale disciplina sia possibile – ciò anche in considerazione della diversità delle strutture proprietarie, ancor prima che della diversità del diritto societario tra i singoli Stati membri o, più in generale, di quella sussistente tra gli ordinamenti giuridici (com'è d'emblema la difficoltà a regolare le “partecipazioni potenziali”) - e, comunque, sempre che essa costituisca ancora un obiettivo primario per il legislatore comunitario.

Alla mancanza di una piena armonizzazione della disciplina delle misure di difesa consegue, com'è prevedibile, la difficoltà di realizzare l'ulteriore obiettivo della creazione di un contesto giuridico favorevole al mercato del controllo societario, tale cioè da “*prevenire distorsioni nei processi di ristrutturazione societaria a livello comunitario causate da diversità arbitrarie nelle culture di regolamentazione e di gestione*” (3° Considerando, seconda parte). In questo caso, poi, ad aggravare la difficoltà di creare un simile contesto non è solo la possibilità per ciascuno Stato membro, ancor prima che per ciascuna società, qualora ammesso, di adottare una regolamentazione delle misure di difesa diversa da quella proposta nella direttiva; ma è la stessa possibilità offerta a ciascuno Stato membro e, quindi, anche a quello che, esercitando l'*opt in*, abbia attuato il modello considerato virtuoso, di recepire la regola di reciprocità: una tale regola, come si è visto, nel consentire allo Stato di esonerare le società che applichino la *passivity rule* e la regola di neutralizzazione – vale a dire i capisaldi del modello proposto dalla direttiva – nell'ipotesi di offerta lanciata da soggetto che non le applichi, introduce una possibilità di scostamento in termini peggiorativi dal modello indicato dalla direttiva e, quindi, una deviazione dall'obiettivo del conseguimento di un contesto giuridico unitario, anche in relazione a quegli ordinamenti che avessero scelto di dare, anche solo in parte, attuazione al modello. In definitiva, la regola di reciprocità consente anche gli Stati più virtuosi, in nome di una “parità delle armi” tra i contendenti dell'offerta, la possibilità, all'occorrenza, di rinunciare ad esserlo.

2. - È ancora presto per dire se la differenza di regolamentazione delle misure di difesa, così come attualmente sussistente tra gli Stati membri, possa essere in grado di determinare una competizione tra gli ordinamenti e se tale competizione possa favorire una *race to the top*, verso il modello indicato dalla direttiva, che verrebbe ad essere adottato nel lungo periodo, ovvero - all'opposto - possa dar luogo ad una *race to the bottom*, verso la soluzione regolamentare considerata più favorevole, con l'effetto di scaricare su altri il costo della propria scelta egoistica.

Non sembra favorire una *race to the top* la possibilità di far valere la regola di reciprocità, di cui si è detto sopra in ordine ai suoi possibili effetti sul piano della creazione di un contesto giuridico unitario: una simile regola, sebbene si presti ad una funzione di tipo sanzionatorio, secondo una logica per così dire compensativa - funzione che si realizza nei confronti delle società che adottino modelli non virtuosi nell'ipotesi in cui lancino offerte nei confronti di società che adottino modelli virtuosi - convive con l'istinto protezionistico dei singoli Stati membri, in taluni casi maggiore rispetto all'intento di favorire politiche di acquisizione su scala transfrontaliera - intento che dovrebbe fungere da incentivo all'adozione di tali modelli - o, comunque, con l'istinto al ripensamento delle scelte di regolamentazione compiute, in un'ottica di mera opportunità da parte della società emittente esposta all'offerta, sia essa domestica o transfrontaliera. Nell'assunto di un mercato efficiente, che premia le società che abbiano compiuto scelte virtuose mediante afflusso di capitale alle medesime, la regola di reciprocità si pone, oltretutto, in contrasto con i legittimi diritti di tutela degli azionisti investitori - il riferimento è, in primo luogo, agli azionisti di minoranza - i quali vedono mutata la regolamentazione delle misure di difesa della società in cui hanno scelto di investire - e, quindi, la loro possibilità di interagire nella decisione di ostacolare l'offerta - sulla base di un elemento, la regolamentazione dell'offerente, che non solo è estraneo alla loro decisione

di investire, ma anche a quello di rimanere in società. La regola, pertanto, potrebbe avere l'effetto di disincentivare l'ingresso di nuovi investitori e, nel contempo, indebolire il mercato di riferimento.

Analogamente, non sembra favorire una *race to the top* nemmeno il carattere reversibile che, in presenza di mancato recepimento da parte dello Stato del modello di regolamentazione privilegiato dalla direttiva, viene espressamente riconosciuto alle scelte di regolamentazione adottate dalle società che tale modello applichino per statuto (ipotesi di *opt out* statale e *opt in* statutario) o, come accade in Italia, che vi possano derogare per statuto (*opt in* statale riconosciuto come derogabile). Un tale carattere, invero, può consentire di utilizzare il modello virtuoso a seconda della necessità della società: è possibile immaginare, infatti, che la società che non voglia vedersi opporre la reciprocità quale ostacolo ad una programmata acquisizione di società virtuosa possa adottare, all'occorrenza, il modello di regolamentazione indicato dalla direttiva, salvo poi rettificarlo venuta meno la necessità e proprio in virtù del carattere reversibile della propria scelta regolatoria. Vero è che molto dipenderà, sul punto, dal livello di cultura finanziaria e dall'efficienza di mercato di ciascun ordinamento: tuttavia, in assenza di livelli uniformi, si tratta di rischio che non può dirsi completamente assente.

L'art. 20 della direttiva OPA contiene una clausola di revisione, stabilendo che entro maggio 2011 la Commissione esamini la medesima direttiva "*alla luce dell'esperienza acquisita nell'applicarla*" e, se necessario, proponga "*una revisione, che comprenda un esame delle strutture di controllo e barriere alle offerte pubbliche d'acquisto non coperte dalla presente direttiva*". Il ritardo con cui molti Stati membri, tra cui l'Italia, hanno recepito la direttiva, ancor più che lo scarso numero di operazioni di acquisizione ostili, non consente di disporre di un'esperienza sufficiente per procedere ad un esame compiuto. Il lungo dibattito che ha preceduto la stessa direttiva, però, potrebbe rappresentare, per parte sua, un'esperienza tale da consigliare di cominciare

a discutere rapidamente di una proposta di revisione e, ancor prima, di esaminare le strutture di controllo e le barriere che non sono state dalla stessa disciplinate.

3. – Nel passare all’attuazione della direttiva OPA in Italia, non sembra potersi prescindere dal singolare contegno tenuto dal legislatore nazionale, manifestato attraverso un rapido susseguirsi di diverse scelte di regolamentazione delle misure di difesa, né tantomeno dagli intenti che l’hanno di volta in volta animato.

Come evidenziato dall’esame diacronico della disciplina nazionale scelto per la trattazione contenuta nel presente lavoro e tralasciando in questa sede la prima esperienza di regolamentazione – non tanto perché avvenuta, al pari di quella del 1998, al di fuori della direttiva OPA, quanto perché rimasta isolata, nella previsione della passività assoluta, dalle scelte compiute nell’intero contesto europeo – la disciplina delle misure di difesa è oscillata tra atteggiamenti di favore alle OPA ed altri di aperto contrasto. Come si è visto, nella scelta di dare ingresso alla *passivity rule* si è passati da una forma di passività temperata inderogabile, quale quella introdotta dal t.u.f. nel 1998 e confermata dalla disciplina di prima attuazione della direttiva OPA contenuta nel d.lgs. n. 229 del 2007; ad un’assenza di passività, prevista con disposizione derogabile contenuta nella disciplina cd. anticrisi del d.l. n. 185 del 2008; ad una passività temperata, anch’essa prevista con disposizione derogabile, contenuta nel d.lgs. n. 146 del 2009. Quanto alla regola di neutralizzazione, invece, si è passati da un regime obbligatorio ed inderogabile, quale quello contenuto nel d.lgs. 229 del 2007, ad uno statutario e solo eventuale, introdotto dalla disciplina anticrisi del d.l. 185 del 2008 e tutt’ora in vigore.

Le diverse e talora opposte scelte che si sono succedute in Italia non possono che essere figlie di una mutevolezza degli obiettivi di volta in volta

perseguiti dal legislatore nazionale, mutevolezza sui cui effetti positivi nei confronti del mercato finanziario sembra lecito dubitare, non fosse altro per la velocità che l'ha contraddistinta: il rapido susseguirsi di opposte scelte regolatorie, invero, può essere considerato esso stesso un limite di funzionamento del mercato e venir per lo più percepito dagli stessi investitori come un fattore di instabilità e di rischio.

Al di là di ciò, l'individuazione di tali obiettivi non può trascurare come a giustificazione di un simile contegno e, in particolare, della tendenziale chiusura alle OPA ostili manifestata con il *revirement* del 2008, siano state invocate le condizioni di eccezionalità dello stesso mercato, caratterizzato dai noti effetti della crisi finanziaria e, nello specifico, da un eccessivo ribasso dei corsi azionari, in grado di agevolare le stesse scalate ostili nei confronti delle società quotate italiane. Ma tale giustificazione, ricorrente nei lavori preparatori agli interventi normativi, esplicita solo in parte gli obiettivi di *policy*. Si potrebbe pensare, infatti, che quand'anche il ribasso dei corsi azionari avesse agevolato le scalate, non si sarebbe verificato che l'effetto auspicato da una disciplina che, sino a quel momento, si era dichiaratamente espressa nel senso della contendibilità degli assetti proprietari.

A meno di non voler pensare ad un legislatore propenso a favorire la contendibilità nelle ordinarie condizioni di mercato, in Italia notevolmente ingessato al mutamento degli assetti del controllo, per limitarla nel momento di massima mobilità di tali assetti, sembra doversi ammettere, allora, che tale chiusura sia stata dettata non tanto dall'intento di ostacolare le scalate ostili, ma – nell'incertezza del quadro economico - da quello di mantenere lo *status quo*. E poiché lo *status quo* era rappresentato dalla concentrazione del controllo delle imprese italiane in capo ad azionisti italiani, pare potersi concludere che l'obiettivo perseguito sia stato, di fatto, quello di ostacolare le scalate ostili proposte da soggetti stranieri nei confronti delle imprese. L'ingessamento dell'intero mercato del controllo

societario, realizzato mediante il disincentivo a tutte le scalate, ivi comprese quelle realizzate da altre società quotate italiane, altro non sarebbe che il mezzo, forse non troppo occulto, per realizzare una misura, quale quella volta a contrastare le scalate alle società italiane da parte di soggetti stranieri, che altrimenti si sarebbe potuta considerare discriminatoria nei confronti di questi ultimi.

Indubbiamente il contesto di crisi finanziaria ha legittimato l'adozione di provvedimenti eccezionali, com'è avvenuto nel settore bancario, in cui sono state consentite condotte, come gli aiuti di Stato, altrimenti vietate; si potrebbe, però, agevolmente replicare osservando la diversa natura degli interessi in gioco: la stabilità del sistema finanziario, da un lato, ed il mantenimento del controllo, dall'altro, il che equivale a dire un interesse di valenza pubblica, nel primo caso, in contrapposizione ad un interesse di natura privata, nel secondo. Anche considerando l'esistenza di un interesse al mantenimento della cd. italianità del controllo, si tratterebbe pur sempre di un interesse che non sembra possa essere perseguito a scapito dell'interesse degli azionisti di minoranza: ciò, quantomeno, al di fuori delle ipotesi di controllo di società che operano in settori ritenuti strategici per l'economia nazionale, per le quali, come si è visto, si applicano comunque modelli di regolamentazione speciali delle stesse misure di difesa.

4. – Si è visto come l'attuale quadro normativo italiano, così come risultante all'esito degli interventi legislativi esaminati, lasci alle singole società la decisione circa la possibilità di derogare al modello di regolamentazione delle misure di difesa dallo stesso predefinito: modello, quest'ultimo, che nel corso del presente lavoro si è denominato legale - ciò in contrapposizione a quello in deroga, denominato convenzionale - il quale prevede, da un lato, la *passivity rule* quale regola dispositiva, derogabile

anche solo in parte, dall'altro, la possibilità di dare ingresso alla regola di neutralizzazione.

Una volta riconosciuta alla regolamentazione delle misure di difesa natura non imperativa e, quindi, legittimata la possibile coesistenza di una pluralità di modelli, appare condivisibile, sotto il profilo della tecnica legislativa, la scelta – limitata, tuttavia, alla sola *passivity rule* – di strutturare la regola prevista dal modello legale in termini dispositivi, vale a dire prevedendone la normale applicazione, salva la deroga da parte delle singole società: invero, in un sistema di riconosciuta libertà statutaria, quale quello risultante in Italia dalla riforma delle società di capitali, l'individuazione di un modello di regolamentazione delle misure di difesa applicabile di *default* potrebbe avere un ruolo importante nell'indirizzare le società verso la soluzione ritenuta migliore dal legislatore, lasciando nel contempo alla singola società la possibilità, ma anche i costi, di adottare scelte diverse, che verrebbero debitamente pubblicizzate al mercato. Pur coerente a questo contesto, suscita qualche perplessità la possibilità di una deroga parziale alla *passivity rule*, probabile fonte di incertezze applicative e, in ultima analisi, più di costi che di benefici, in considerazione del contenzioso che potrebbe sorgere in relazione ad opzioni che, allo stato, risultano prive di indicazioni interpretative.

5. – Sotto un diverso profilo, quale è quello di politica legislativa, la scelta del legislatore italiano, fermi i dubbi sollevati in ordine al recepimento della clausola di reciprocità ed al carattere reversibile connaturato alle diverse scelte statutarie, induce alcune riflessioni sulla sua capacità di tutelare i diritti degli azionisti di minoranza in caso di adozione di modelli convenzionali e di incidere, sempre in tale ipotesi, negativamente sul grado di contendibilità delle società italiane.

Quanto ai diritti degli azionisti di minoranza, in particolare, il dubbio sorge in relazione all'eventualità in cui, mediante l'adozione di un modello convenzionale, si scelga di attribuire agli amministratori la scelta di decidere in merito all'offerta prescindendo dal passaggio assembleare. In ordine a tale ipotesi, deve osservarsi come la possibilità di dare ingresso a modelli convenzionali tesi a riconoscere agli amministratori più ampi margini di manovra in pendenza di offerta, fino all'ipotesi da ultimo indicata, non valga a mutare il regime degli obblighi sugli stessi incumbenti: obblighi che, pertanto, non subiscono alcuna attenuazione per effetto della proposizione dell'offerta. Se si considera, poi, che nella definizione dell'interesse sociale, quale limite dell'operato dell'organo amministrativo, sembra con convinzione affermarsi per le società quotate anche l'interesse dell'azionista alla massimizzazione del valore della propria partecipazione, si è portati a concludere nel senso della scarsa incidenza che, quantomeno in astratto, può avere sugli interessi degli azionisti di minoranza lo spostamento della competenza a decidere dell'offerta dall'assemblea agli amministratori, vale a dire a quei soggetti che, meglio di ogni altro, sono in grado di apprezzare l'opportunità di resistere all'offerta. Una conferma in tal senso sembrerebbe derivare dall'espressa esclusione dal novero degli atti e delle operazioni vietate agli amministratori, nel caso in cui si applichi la *passivity rule*, della ricerca di altre offerte.

Il problema all'adozione del modello opposto a quello tradizionalmente adottato, piuttosto, sembrerebbe essere un altro, vale a dire quello dell'immediata trasposizione di un modello straniero nel contesto, giuridico ed economico, italiano. Non pare potersi trascurare, infatti, che nell'ordinamento in cui lo spostamento di competenza in ordine alla decisione sull'offerta è da più tempo radicato – ci si riferisce agli Stati Uniti – gli interessi degli azionisti di minoranza sono garantiti da una serie di contrappesi che, allo stato, non sembrano altrettanto sviluppati in Italia: come a suo tempo evidenziato dall'*High Level Report* predisposto in vista

della redazione del testo finale della direttiva OPA, nel caso di modello americano l'ampia libertà concessa agli amministratori di società nel reagire ad un'offerta ostile è bilanciata dalle forti pressioni, a cui in generale essi sono soggetti, a gestire la società nell'esclusivo interesse degli azionisti; pressioni provenienti dal mercato dei capitali, dagli amministratori non esecutivi, dalle banche di investimento, da una stampa attenta ed indipendente, dagli avvocati che formano il *plaintiff bar* e dagli investitori istituzionali. Pur se la considerazione potrebbe essere estesa, per differenti ragioni, anche all'applicazione del modello britannico – modello traslato in una realtà, quale quella italiana, priva di un azionariato diffuso - forte è il rischio che la possibilità di introdurre modelli analoghi a modelli stranieri non si accompagni anche l'esame del contesto in cui essi sono destinati ad operare.

Ed il contesto italiano offre l'occasione per una riflessione sul secondo aspetto sopra enunciato, relativo alla capacità della scelta normativa concretamente operata dal legislatore nazionale di incidere negativamente sul grado di contendibilità delle società italiane nel caso di adozione di modelli convenzionali.

Sul punto, quale premessa di metodo, pare potersi affermare come la scelta del modello di regolamentazione delle misure di difesa non sia in grado di determinare, di per sé sola, la contendibilità delle società quotate e, quindi, la facilità della loro acquisizione: con tale scelta, invero, concorrono diversi fattori, quali, ad esempio, l'esistenza di una disciplina dell'OPA obbligatoria, il regime fiscale applicabile alle imprese, quello del mercato del lavoro e, come già anticipato, lo stesso rischio di instabilità nella regolamentazione. Fatta questa premessa, non sembra che, nel caso di specie, la regolamentazione convenzionale possa avere, sotto questo profilo, effetti difformi rispetto a quella del modello legale: com'è noto, infatti, la stessa applicazione della *passivity rule* risente della circostanza che in Italia gli assetti proprietari sono concentrati e non diffusi, circostanza

che, unita ad una tendenziale apatia degli azionisti di minoranza, riduce notevolmente l'incidenza che l'apporto che questi ultimi, riuniti in assemblea, possono dare alla decisione di resistere all'offerta (ancor più a seguito del venir meno del *quorum* assembleare richiesto nella disciplina antecedente le modifiche del 2008) e, più in generale, di contrapporsi al socio di riferimento. Quanto alla regola di neutralizzazione, essa presenta un ambito di applicazione che, come si è evidenziato nel corso del presente lavoro, risulta piuttosto limitato, sicché anche la sua adozione non sembra risultare decisiva nell'apertura degli assetti di controllo.

6. – Infine, un'ultima considerazione va riservata all'attuale disciplina sotto il profilo delle certezze che gli interventi con la stessa realizzati saranno in grado di assicurare al mercato.

Una prima valutazione deve farsi in ordine alle questioni già note, sorte nella passata esperienza e sulle quali la disciplina di attuazione della direttiva OPA ha fornito una propria soluzione. Il riferimento va alla regolamentazione della decorrenza della *passivity rule*, alla ricerca del cavaliere bianco ed alla disciplina degli atti deliberati prima dell'offerta, ma destinati ad avere esecuzione nel corso della stessa: si tratta di questioni sulle quali, come si è visto, è intervenuto dapprima il legislatore comunitario e successivamente, in attuazione delle relative previsioni, anche il legislatore italiano. La soluzione data alle questioni anzidette, pur se in alcuni casi difforme alle interpretazioni o alle scelte normative previgenti e pur se risulta ancora perfettibile - ciò che sembra possa avvenire, in taluni casi, per via regolamentare (si pensi, ad esempio, alle questioni legate alla decorrenza della *passivity rule*) - non può che deporre nel senso di una maggior certezza del quadro normativo delle offerte: tale maggior certezza non potrà che agevolare gli operatori (*in primis*, gli amministratori della società emittente) e, più in generale, lo stesso mercato. A fronte di tale certezza, tuttavia, rimane

la possibilità che a tali questioni possa essere data una diversa regolamentazione in via statutaria, in virtù dell'ampia possibilità di deroga, anche parziale, riconosciuta alla disciplina della *passivity rule*: ciò che potrebbe significare un ritorno all'incertezza non solo per l'emittente, che tale disciplina decidesse di darsi, ma anche per il potenziale offerente che si apprestasse ad eseguire la scalata.

Una seconda valutazione, invece, deve farsi in ordine alle questioni che, in contrapposizione a quelle già note alla precedenza, si possono definire "nuove": il riferimento va, nello specifico, alle questioni legate alla regola di neutralizzazione ed alla clausola di reciprocità, le quali, pur confinate nel terreno dell'eventualità, sono destinate a divenire attuali alla prima occasione in cui operino tali regole.

Come più volte segnalato, si tratta di regole la cui applicazione pratica è destinata a sollevare questioni tutt'altro che secondarie, stante la loro capacità di incidere su aspetti determinanti la riuscita di un'offerta, quale il costo complessivo dell'operazione, com'è per la quantificazione dell'indennizzo, e la gestione delle misure di difesa da parte degli amministratori, com'è per la regola di reciprocità; questioni pratiche per le quali non è difficile immaginare un ricorso non solo all'autorità di vigilanza, ma anche a quella giudiziaria, con gli inevitabili effetti dilatori che lo stesso comporta.

E se per la regola di neutralizzazione l'impatto risulta attenuato dalla circostanza che essa opererà solo se prevista nello statuto, non altrettanto sembra potersi affermare per la regola di reciprocità, il ricorso alla quale sembra essere agevolato non solo dal suo recepimento da parte del legislatore nazionale, ma anche da una tendenza al protezionismo ed alla conservazione degli assetti proprietari esistenti che riecheggia con sempre maggior frequenza nel nostro sistema economico.

BIBLIOGRAFIA

- A. ANGELILLIS - C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della Commissione Europea*, in *Riv. soc.*, 2007, 1106;
- F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio di titoli*, in *Soc.*, 1992, 589;
- F. ANNUNZIATA, *Verso una nuova proposta di direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche d'acquisto*, in *Riv. soc.*, 1996, 137;
- F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino 2008;
- F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino 2010;
- F. ANNUNZIATA, *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle "partecipazioni potenziali": verso quali disclosures?*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 584;
- L. BARBIERA, *Riflessi della legge sulle offerte pubbliche aventi ad oggetto valori mobiliari sulla libertà contrattuale dei soggetti interessati alle offerte e sull'autonomia statutaria delle s.p.a. quotate nei mercati regolamentati*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 1995, I, 577;
- T. BAUMS – K. SCOTT, *Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the U.S. and Germany*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 17, 2005, 58;
- L.A. BEBCHUK, *The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy*, 12, *Delaware Journal of Corporate Law*, 1987, 911
- L.A. BEBCHUK-A. COHEN, *"Firms" Decisions Where to Incorporate*, 46 *J.L. & Econ.*, 383, 2003;
- L.A. BEBCHUK-A. FARREL, *Federalism and corporate law: the race to protect managers from takeovers*, in *Columbia law review*, 1999, 1168;
- G. BENACCHIO, *Diritto privato della Comunità Europea*, Padova 1998;

- M.V. BENEDETTELLI, «Corporate governance», *mercati finanziari e diritto internazionale privato*, in *Riv. int. priv. proc.*, 1998, 713;
- M.V. BENEDETTELLI, *Offerte pubbliche d'acquisto e concorrenza tra ordinamenti nel sistema comunitario*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2007, I, 551;
- A. BENOCCI, *Il mercato [comune?] del controllo societario tra presente e futuribile, Riflessioni intorno alla direttiva 2004/25/CE sull'opa europea*, Pisa 2005;
- E. BERLANDA, *La disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto*, in *Riv. soc.*, 1995, 880;
- T. BIANCHI, *Opa, difficile dire se è ostile o no*, in *Il Sole 24 Ore*, 23 aprile 1999;
- A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 488;
- A. BLANDINI, *Art. 123-bis*, in AA.VV., in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino 2010, 248;
- F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano, 1992, 182
- F. BONELLI, *Gli amministrazione di s.p.a.*, Milano 2004, 225;
- A. BORGIOLO, *La responsabilità degli amministratori per danno diretto ex art. 2395 c.c.*, in *Giur. comm.*, 1981, II, 703;
- G. BOSI, *Art. 101-ter*, in *La disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto, Commentario sistematico* a cura di E. Pederzini, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 54;
- G. BOSI, *Note introduttive: Il procedimento d'offerta*, in *La disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto, Commentario sistematico* a cura di E. Pederzini, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 62;
- G. BOSI, *Art. 102*, in *La disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto, Commentario sistematico* a cura di E. Pederzini, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 68;
- S. BRAGANTINI, *L'OPA e la direttiva da buttare*, in <http://www.lavoce.info/articoli/pagina2833.html>;

- S. BRAGANTINI, *Troppa protezione fa male*, in *Il Corriere della Sera*, 29 novembre 2008, 43;
- C. BRESCIA MORRA, *Nuove regole sull'opa: un passo indietro*, in <http://www.nelmerito.com>, 30 ottobre 2008;
- G. CAPO, *Art. 102*, in AA. VV., in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino 2010, 33;
- S. CAPPIELLO, *Le difese dalle offerte pubbliche di acquisto tra regolamentazione e autonomia statutaria*, in AA.VV., *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di G. Ferri jr e M. Stella Richter jr, Milano 2010, 215;
- V. CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea della società per azioni*, Milano 1985;
- F. CAPRIGLIONE, *Relazioni con le imprese bancarie dei paesi terzi*, in AA.VV. *Diritto bancario comunitario*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Torino 2002, 177;
- F. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009), Il caso italiano*, Padova 2009;
- G. CARCANO, *Opa ostili e acquisto «difensivo» di azioni proprie negli Stati Uniti*, in *Riv. soc.*, 1988, 1239
- G. CARLI, *Cinquantanni di vita italiana*, Bari 1993.
- F. CASAMASSA, *Art. 6 d.lgs n. 229/2007*, in AA.VV., in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino 2010, 272;
- F. CASAMASSA, *Art. 7 d.lgs n. 229/2007*, in AA.VV., in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino 2010, 285;
- G. CASTELLANO, *Le offerte pubbliche di acquisto: i problemi non risolti dalla legge di riforma*, in *Giur. comm.*, 1975, I, 5;
- F. CAVAZZUTI, *E sull'opa Zapatero dà il buon esempio*, in <http://www.lavoce.info/articoli/pagina2892.html>;
- M. CERA, *Offerte di acquisto o di vendita e sollecitazione del pubblico risparmio*, in *Informazione e pubblicità nell'offerta al pubblico di valori mobiliari*, a cura di Autieri, Milano 1991, 113;

- F. CHIAPPETTA, *Art. 104, Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, 2, Padova 1998, 967;
- F. CHIAPPETTA-R. RISTUCCIA, *Ma quando inizia il “gioco dell’opa”?*, in *Giur. comm.*, 2000, 18;
- M. COLANGELO, “Golden share”, *diritto comunitario e i mercanti di Venezia*, in *Foro it.*, 2009, 5, 221;
- G.E. COLOMBO, *La cessione dei pacchetti di controllo: considerazioni per una discussione*, in *Riv. soc.*, 1978, 1443;
- R. COSTI, *Privatizzazioni e diritto delle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 77;
- R. COSTI, *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. comm. Int.*, 1998, 65;
- R. COSTI, *Tutela degli interessi e mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1998, 769;
- R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino 2010;
- R. COSTI-L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, VIII, Padova 2004;
- G. COTTINO, *Le società. Diritto commerciale*, 1, t. 2, Padova 1999;
- G. COTTINO, *Diritto societario*, Padova 2006;
- M. CUCINOTTA, *La sentenza della Corte di Giustizia 26 marzo 2009 (causa C-326/07): problematiche rilevanti e implicazioni de jure condendo*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2009, II, 229;
- R. D’AMBROSIO, *Artt. 102-112*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria, Commentario al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano 1998, 589;
- B. DAUBER LIEB – M. LAMANDINI, *The new proposal of a directive on company law concerning takeover bids and the achievement of a level playing field*, working paper Parlamento Europeo, 2002;

- P. DAVIES, *Gower and Davie's Principles of Modern Company Law*, London 2008;
- DE BLASIO, *La legge italiana sulle O.P.A. e le normative europee ed USA*, Milano 1994;
- C. DE CARDENAS SMITH-C. COSTA ANDRADE, *Adoption of the directive on takeovers in the Iberian market*, in *European Lawyer*, 2006-2007, 5;
- P. DE GIOIA CARABELLESE, *Opa e irrevocabilità dell'impegno dell'offerente*, in *Contratti*, 2000, 499;
- P. DE GIOIA CARABELLESE, *Artt. 104-104-bis*, in AA.VV., *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino 2010, 61;
- A.A. DE MARCO, *OPA: la passivity rule ed il momento iniziale del procedimento di offerta nella contrastante interpretazione della dottrina e della giurisprudenza*, in *Dir. banca, merc. fin.*, 2000, I, 139;
- I. DEMURO, *La necessaria oggettività per l'esercizio dei poteri previsti dalla golden share*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 4, 629;
- I. DEMURO, *La nomina delle cariche sociali nelle società a partecipazione pubblica dopo le censure della giurisprudenza comunitaria*, in AA.VV., *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di G. Ferri jr e M. Stella Richter jr, Milano 2010, 165;
- G. DE ROSA, *La Corte di Giustizia condanna i criteri di esercizio della golden share*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2009, 5, 1649;
- E. DESANA, *Art. 104. Autorizzazione dell'assemblea*, in COTTINO, *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, Torino 1999, 22;
- E. DESANA, *Opa e decorrenza della passivity rule: note a margine di una recente vicenda*, in *Giur. it.*, 2000, 1759;
- E. DESANA, *Opa e tecniche di difesa, Dalle misure difensive "successive" a quelle "preventive"*, Milano 2003;
- A. DE ALDISIO, *Nuove regole comunitarie sulle acquisizioni di banche: verso il tramonto della separazione banca-industria?*, in *Banca, impresa, società*, 2008, 3;

- G. DI MARCO, *Opa comunitaria: un nuovo passo verso l'integrazione dei mercati finanziari*, in *Soc.*, 2004, 1170;
- G. DI MARCO, *La nuova proposta di disciplina delle Opa nell'Unione Europea*, in *Società*, 1996, 137;
- F. DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano 2003;
- D. DOMBEY, "Watered – down EU Takeover Directive is a Missed Opportunity for Open Markets", in *Financial Times*, 20 marzo 2003;
- V. EDWARDS, *The directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On?*, in *ECFR*, 2004, 437;
- L. ENRIQUES, *Art. 212, Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, 3, Padova 1998, 1873;
- L. ENRIQUES, *Quale disciplina per le acquisizioni ostili? Alcuni modelli teorici e la soluzione italiana*, in *Merc. conc. regole*, 1999, 177;
- L. ENRIQUES, *In tema di difese contro le opa ostili: verso assetti proprietari più contendibili o più piramidali?*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 108;
- L. ENRIQUES, *Le proposte del Gruppo di Alto Livello di esperti in diritto societario in tema di opa*, in *Giur. comm.*, 2002, I., 115 ;
- L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutele degli investitori. La disciplina dell'opa obbligatoria*, Bologna 2002;
- L. ENRIQUES, *L'irrelevanza del diritto comunitario derivato in materia di società*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, II, 380;
- L. ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell'Unione Europea*, in *Riv. soc.*, 2010, 657;
- F. H. ESTERBROOK – D. R. FISCHER, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, in *94 Harvard Law Review*, 1981, 1161;
- F. H. ESTERBROOK – D. R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporation Law*, Harvard 1991;

- E. FAMA – M. JENSEN, *Separation of ownership and Control*, in 26 *Journal of Political Economics*, 1983, 301;
- F. FERRARA-F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano 2009;
- G. FERRARINI, *A chi la difesa delle società bersaglio?*, in *Mercato, conc., regole*, 2000, 140;
- G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000, 737;
- G. FERRARINI, *Shareholder Value and the Modernisation of European Corporate Law*, *Working Paper CE.DI.F*, 2000, 35;
- G. FERRARINI, *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. soc.*, 2002, 462;
- G. FERRARINI, «Un'azione-un voto»: un principio europeo?, in *Riv. soc.*, 2006, 24;
- G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, Torino 2007;
- P. FERRO-LUZZI, *Il «concerto grosso»; variazioni sul tema dell'o.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 665;
- M. FOSCHINI, *Il diritto del mercato finanziario*, Milano 2008;
- L. FURGIELE, *Operazioni sulle proprie azioni e riorganizzazione dell'investimento*, in AA.VV, *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di G. Ferri jr e M. Stella Richter jr, Milano 2010, 137;
- F. GALGANO, *Diritto commerciale, Le società*, 2, Bologna 2006;
- M. GATTI, *La società target in pendenza di offerta pubblica d'acquisto*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 599;
- M. GATTI, *Le azioni con voto subordinato all'effettuazione di un'opa e l'«autorizzazione di conferma»*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 511;
- M. GATTI, *OPA e struttura del mercato societario*, Milano 2004;
- M. GATTI, *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, II, 416;
- R.J. GILSON-B.S. BLACK, *The Law and Finance of Corporation Aquisitions*, New York 1995;

- R.J. GILSON, *Unocal Fifteen Years Later*, Working Paper n. 177, Columbia Law School, 2000;
- P. GIUDICI, *L'acquisto di concerto*, in *Riv. soc.*, 2001, 490;
- L.C.B. GOWER, *Principles of Modern Company Law*, London 1997;
- A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società*, Milano 2007;
- P. G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 795;
- M.C. JENSEN-W.H. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, 3 *J. Fin. Ec.*, 1976, 305;
- H. LA NABASQUE, *Les mesures de défense anti-OPA depuis la loi du 31 mars 2006*, in *Rev. Soc.*, 2006, 237;
- M. LAMANDINI, *Equity markets, markets efficiency and contestability of control in a trans-Atlantic perspective. The regulatory conundrum of the ownership structure in an internationally integrated financial market in the wake of directive 2004/25/CE in takeover bids*, 2007;
- M. LAMANDINI, *Legiferare "per illusione ottica"? OPA e reciprocità italiana*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 240;
- A. LANZA, *La grande «vaporiera» del conte Bastogi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1971, I, 450;
- G. LEMME, *Opa ostili su società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, I, 95;
- R. LENER-A. GALANTE, *Offerta pubblica di acquisto (voce)*, in *Digesto delle discipline privatistiche, Sezione Commerciale*, X, Torino 1994, 314;
- R. LENER, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, II, 241;
- R. LENER, *OPA (Offerta pubblica di acquisto) (voce)*, in *Digesto delle discipline privatistiche, Sezione Commerciale, Aggiornamento*, I, Torino 2000, 520;
- R. LENER, *Basta passività, difendiamo l'italianità! L'OPA obbligatoria dinanzi alla crisi dei mercati*, in *Analisi giur. econ.*, 2009, 53;

- R. LENER, *C'è una ratio per i limiti all'acquisto di azioni proprie?*, in AA.VV., *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di G. Ferri jr e M. Stella Richter jr, Milano 2010, 125;
- B. LIBONATI, *La faticosa «accelerazione» delle privatizzazioni*, in *Giur. comm.*, I, 1995, 20;
- M. LISANTI, *L'abrogazione della l. n. 149/1992 fra il testo unico della finanza e la prossima direttiva UE sulle opa*, in *Corr. giur.*, 1998, 455;
- M. LISANTI, *Quale tutela per gli azionisti di minoranza?*, in *Mercato, conc., regole*, 2000, 152;
- L. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston-Toronto 1983;
- L. LOWENSTEIN, *Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation*, in *Col. law. rev.*, 1983, 258;
- A. LUPOI, *Gruppo bancario e unità d'impresa*, Milano 2003;
- A. LUPOI, *Total return equity swap*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, 2, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino 2011, 1423;
- J. R. MACEY, *State Anti – Takeover Legislation and the National Economy*, in *Wisconsin law review*, 1988, 480;
- J.R. MACEY, *Corporate Governance, Quando le regole falliscono*, trad. it., Torino 2010;
- R. MAGLIANO, *I nodi irrisolti della tredicesima direttiva società: dall'armonizzazione alla concorrenza tra ordinamenti*, in *Dir. comm. int.*, 2005, 283;
- R. MAGLIANO, *La regola di neutralizzazione e le deviazioni dal principio di proporzionalità tra rischio e potere: ancora dubbi sulla compatibilità comunitaria della legislazione italiana sui poteri speciali*, in *Dir. comm. int.*, 2010, 61;
- C. MALBERTI, *Poteri di rappresentanza*, in *Amministratori*, a cura di F. Ghezzi, *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano 2005, 171;

- C. MALBERTI–F. GHEZZI–M. VENTORUZZO, *Sistemi di amministrazione e di controllo*, in *Amministratori*, a cura di F. GHEZZI, *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano 2005, 3;
- H. G. MANNE, *Some Theoretical Aspects of Share Voting. An essay in Honour of Adolf A. Berle*, in *64 Col. law. Rev.*, 1964, 1427;
- H.G. MANNE, *Mergers and the market for corporate control*, in *73 Journ. Pol. Ec.*, 1965, 110;
- P. MARCHETTI, *L'offerta pubblica di acquisto in Italia*, in *Riv. soc.*, 1971, 1155;
- P. MARCHETTI, *D.lgs. 58/1998. L'incidenza sulla disciplina delle assemblee: primi commenti*, in *Soc.*, 1998, 557;
- R. MARRIS, *La teoria economica del capitalismo manageriale*, trad. it. Einaudi, Torino 1972;
- M. MARTINI, *The New Italian Law on Takeover Bids*, in *Quad. Finanza, Consob*, n. 32, 1999, 7;
- S. MEZZACAPO, *Law & Economics dei c.d. "Fondi Sovrani" d'investimento nell'ordinamento comunitario e nazionale*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2009, I, 55.;
- S. MICOSSI, *La direttiva MIFID e la nuova struttura dei mercati regolamentati, Intervento al convegno "Dieci anni di Testo Unico della Finanza: bilanci e prospettive"*, Roma, Università di Tor Vergata, 29 ottobre 2008, in www.assonime.it;
- A. MIGNOLI, *Riflessioni critiche sull'esperienza italiana dell'opa: idee, problemi, proposte*, in *Riv. soc.*, 1986, 1;
- G. MINERVINI, *Contro il diritto speciale delle imprese pubbliche privatizzate*, in *Riv. soc.*, 1994, 740;
- G. MINERVINI, *Tre pareri in tema di O.P.A.*, in *Contr. impr.*, 1995, 545;
- G. MINERVINI, *Opa. Quorum e maggioranze per approvare le «azioni di contrasto»*, in *Studi in memoria di P. De Vecchis*, Roma 1999, II, 617;
- P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out*, Milano 1991;

- P. MONTALENTI, *La legge italiana sulle offerte pubbliche: prime riflessioni*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 831;
- P. MONTALENTI, *Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 329;
- P. MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 1999, I, 159;
- M. MONTANARI, *Gestione dell'impresa e offerta pubblica di valori mobiliari*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 737;
- M. MONTANARI, *L'esercizio dell'impresa durante l'offerta pubblica di titoli*, Torino 1997.
- A. MORELLO, *Scalate ostili e misure difensive: dalla Direttiva OPA al Decreto 146/09*, in *Soc.*, 2010, 158;
- C. MOSCA, *Autorizzazione dell'assemblea*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico delle finanze d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Commentario a cura di Marchetti e Bianchi*, I, Milano 1999, 259;
- F.M. MUCCIARELLI, *Combinazioni aziendali e passivity rule*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2000, I, 223;
- F.M. MUCCIARELLI, *I poteri degli organi delle società-bersaglio nella legge tedesca sull'opa*, in *Banca borsa tit. credito*, 2002, I, 659;
- F.M. MUCCIARELLI, *Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto, Le difese successive contro offerte pubbliche d'acquisto di società quotate*, Milano 2004;
- F.M. MUCCIARELLI, *Il principio di reciprocità nella direttiva comunitaria sull'opa*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 830;
- F.M. MUCCIARELLI, *L'attuazione della Direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 448;
- F.M. MUCCIARELLI, *Problemi aperti in tema di offerte pubbliche d'acquisto transfrontaliere*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2009, I, 382;
- F.M. MUCCIARELLI, in A.A.VV., *Banche e mercati finanziari*, a cura di F. Vella, Torino 2009, 419;

- F.M. MUCCIARELLI, *Norme antiscalata: tanta confusione e qualche vero pericolo*, in <http://www.lavoce.info/articoli/pagina2125.html>;
- F.M. MUCCIARELLI, *Società privatizzate: un castello inespugnabile*, in <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1000216.html>;
- F. M. MUCCIARELLI, *Art. 104*, in *La disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto*, *Commentario sistematico* a cura di E. Pederzini, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 99;
- G. NICCOLINI, *Le offerte pubbliche d'acquisto (O.P.A.)*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, II, 607;
- M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA. VV., *Il nuovo ordinamento delle società*, a cura di S. Rossi, Milano 2003;
- G. NUNZIANTE, «*Takeover bids*», in *Riv. dir. civ.*, 1960, I, 420;
- T.I. OGOWEWO, *The underlying themes of tender offer regulation in the United Kingdom and the Unites States of America*, in *Journal of Business Law*, 1996, 463;
- A. OLIVIERI, *Assonime: «Eliminare le norme anti-Opa»*, in *Il Sole 24 Ore*, 28 luglio 2009, 33;
- G. OPPO, *Artt. 122-123*, *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, 2, Padova 1998, 1129;
- G. OPPO, *Diritto privato e interessi pubblici*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, I, 41;
- G. OPPO, *La privatizzazione dell'impresa pubblica: profili societari*, *ivi*, 1994, I, 771;
- G. OPROMOLLA, *La nuova normativa italiana sulle OPA e le misure difensive contro le OPA ostili. Cosa cambia?*, in *Soc.*, 2007, 1441;
- G. OPROMOLLA, *Art. 101-ter*, in AA.VV., *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino 2010, 16;
- T. PAPADOPULOS, *Legal Aspects of The Breakthrough Rule of the European Takeover Bid Directive*, in SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1510964>;

- R. PARDOLESI-A. PORTOLANO, *All'ombra delle piramidi, Appunti su Opa, governo societario e concorrenza tra ordinamenti*, in *Merc. conc. regole*, 2001, 67;
- C. PAREDES-D. RIANO, *The implementation of the Takeover Directive in Spain*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2008, 200;
- E. PEDERZINI, *Art. 212*, in *Testo unico della finanza (d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, *Commentario* diretto da Campobasso, 3, *Sanzioni*, Torino 2002, 1623;
- E. PEDERZINI, *Profili contrattuali delle offerte pubbliche d'acquisto*, Milano 2004;
- R.R. PENNINGTON, *Relazione sulle offerte pubbliche di acquisto di titoli a fine di controllo e sulle altre offerte pubbliche*, in *Riv. soc.*, 1975, 730;
- A. PICCIAU, *Art. 123*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, *Commentario* a cura di Marchetti e Bianchi, I, Milano 1999, 917;
- G. PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano 1999;
- A. PIETRANCOSTA-A. MARÉCHAL, *Transposition de la directive OPA: des incertitudes entourant le recours à la «clause de réciprocité»*, in *Lexbase Hebdo*, 2005, 189;
- V. PINTO, *L'impugnabilità delle delibere a carattere gestorio del consiglio di amministrazione di società per azioni: «cui prodest?»*, in *Giur. comm.*, 2001, II, 154;
- L. PLATTNER-A. DEL GUERRA, *Nuova Opa: misure difensive e poteri regolamentari e di vigilanza*, in *Dir. prat. soc.*, 2008, 20;
- M. POLO, *Concorrenza e OPA nell'industria bancaria*, in *Mercato, conc. regole*, 1999, 255;
- G.B. PORTALE-U. TOMBARI, *Opa transnazionale e decentramento delle strutture di governance*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2002, I, 295;
- A. PORTOLANO, *Un'analisi economica della passivity rule nel Testo unico della finanza*, in *Merc. conc. regole*, 2000, 39;

- G. PRESTI, *Opa: nuove regole in attesa di una riforma legislativa?*, in *Soc.*, 2000, 655;
- G. PRESTI, *La riforma e le società quotate*, in AA. VV., *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, a cura di M. Rescigno e A. Sciarrone Alibrandi, Milano 2004;
- G. PRESTI-M. RESCIGNO, *La decorrenza della passivity rule tra delegificazione e sindacato giurisdizionale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2000, II, 130;
- C. RABITTI BEDOGNI, *Opa e mercato*, Roma 1999;
- C. RABITTI BEDOGNI, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, in AA.VV., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di S. Amorosino, Milano 2008, 283;
- R. RAZZANTE, *La direttiva Opa e la sua attuazione*, in AA.VV., *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino 2010, 297;
- F. REGALDO, *Le tecniche difensive nelle opa ostili*, *Riflessioni comparatistiche*, Torino 2004.
- D. REGOLI, *Offerte pubbliche d'acquisto e comunicato agli azionisti*, Torino 1996;
- D. REGOLI, *Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo dei soci in pendenza di opa*, in *Riv. soc.*, 2000, 793;
- M. RIGOTTI, *L'opa Credito Romagnolo*, in *Riv. soc.*, 1996, 158;
- J. RICKFORD, *The emerging European Takeover Law from a British perspective*, in *European Business Law Review*, 2004, 1379;
- A.A. RINALDI, *Coordinamento fra autorità dei mercati finanziari nell'evoluzione della normativa italiana e internazionale*, *Soc.*, 2007, 821;
- G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie*, Padova 1996;
- R. RORDORF, *I poteri degli azionisti di minoranza nel testo unico sui mercati finanziari*, in *Scritti di diritto societario in onore di Vincenzo Salafia*, Milano 1998, 155;

- E. ROSATI, *La nuova disciplina delle tecniche di difesa nelle opa ostili*, in *Soc.*, 2009, 567;
- G. ROSSI, *Privatizzazioni e diritto societario*, in *Riv. Soc.*, 1994, 385;
- G. ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. soc.*, 2006, I, 1;
- G. ROSSI, *Il mercato d'azzardo*, Milano 2008;
- R. SACCHI, *Autonomia statutaria, competizione fra ordinamenti e giurisprudenza comunitaria*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 69.
- V. SALAFIA, *Il procedimento per il lancio di una Opa*, in *Soc.*, 1999, 393;
- C. SALOMÃO FILHO-M. STELLA RICHTER, *Note in tema di offerte pubbliche d'acquisto, ruolo degli amministratori ed interesse sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1993, I, 113;
- C. SAN MAURO, *La disciplina della golden share dopo la sentenza della corte di giustizia C-326/07*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2009, II, 198;
- F. SANTONASTASO, *Dalla "golden share" alla "poison pill": evoluzione o involuzione del sistema? Da una prima lettura del 381°-384° comma dell'art. 1, l. 23 dicembre 2005, n. 266*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 383;
- V. SANTORO, *Commento all'art. 2351*, in AA. VV., *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino 2003;
- D. U. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano 2003;
- M. SASSANO, *Art. 104-ter*, in AA.VV., *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino 2010, 112;
- L. SCIPIONE, *La direttiva europea in materia di OPA: profili generali e aspetti comparatistici*, in *Riv. dir. impr.*, 2005, 163;
- L. SCIPIONE, *La nuova disciplina dell'opa europea: un'ipotesi di regolamentazione minimale*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2005, I, 22;
- L. SCIPIONE, *Le regole in materia di misure difensive tra vecchia e nuova disciplina dell'opa*, in *Soc.*, 2009, 581;
- F. SEATZU, *Le opa nel diritto internazionale privato*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 734;

- S. SEMINARA, *Testo unico della finanza (d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, *Commentario* diretto da Campobasso, 3, *Sanzioni*, Torino 2002, 1509;
- P. SERSALE, *Art. 109*, in AA.VV., *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino 2010, 185;
- P. SFAMENI, *La disciplina europea dell'opa: il Consiglio dei Ministri dell'Unione Europea approva all'unanimità un testo di compromesso*, in *Riv. soc.*, 2003, 1351;
- P. SFAMENI, *La nuova direttiva europea sulle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2004, 1002;
- D. SICLARI, *Norme d'emergenza sui mercati finanziari e stato d'eccezione "conservativo"*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2010, I, 163;
- L. SPAVENTA, *La disciplina dell'Opa in Italia: i risultati di un test*, in *Merc. conc. regole*, 1999, 245;
- P.A. SPITALERI, *La disciplina delle offerte pubbliche*, in A. PATRONI GRIFFI – M. SANDULLI – V. SANTORO, *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino 2000, 643;
- M. STELLA RICHTER JR, *Novo e novissimo regime dell'acquisto delle proprie azioni*, in AA.VV., *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di G. Ferri jr e M. Stella Richter jr, Milano 2010, 91.
- M. STELLA RICHTER JR, *A proposito della direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche di acquisto e dei suoi interpreti*, in AA.VV., *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di G. Ferri jr e M. Stella Richter jr, Milano 2010, 203;
- A. STABILINI, *Italy: passive aggression*, in *European Lawyer*, 2010, 92, 38;
- A. STABILINI – A. TOFFOLETTO, «Contendere» il controllo è in linea con il sistema, in *Il Sole 24 Ore*, 14 novembre 2003, 30;
- J. STEIN, *Efficient Capital Markets, Insufficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1989, 661;
- L. A. STOUT, *Are Takeover Premiums Really Premiums? Market Price, Fair Value and Corporate Law*, in *The Yale Law Journal*, 1990, 99, 1245;

- M. TOLA, *La direttiva europea in materia di opa: prime riflessioni*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2005, I, 490;
- U. TOMBARI-G. NARDONE, *Passivity rule: un ritorno al passato repentino?*, in <http://www.nelmerito.com>, 7 ottobre 2009;
- L. TORCHIA, *Il governo delle differenze, Il principio di equivalenza nell'ordinamento europeo*, Bologna 2006;
- V. TROIANO, *Le clausole di equivalenza nella regolazione finanziaria comunitaria*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2009, I, 258;
- M. TRONCOSO REIGADA, *Razionalità ed efficienza delle misure anti-opa*, in *Contr. impr. Europa*, 2009, 328;
- A. TUCCI, *La deleghe di voto nelle public companies statunitensi*, in *Riv. dir. comm. int.*, 1998, 385;
- A. TUCCI, *La costituzione e i quorum*, in R. LENER-A. TUCCI, *L'assemblea nelle società di capitali*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da M. Bessone, XVII, Torino 2000;
- A. TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale e "supervisione degli azionisti"*, *L'esperienza italiana a confronto con la disciplina delle public companies nordamericane*, Milano 2003;
- A. TUCCI, *Patti parasociali e governance nel mercato finanziario*, Bari 2005;
- A. TUCCI, *Limiti alla circolazione delle azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino 2006, I, 617;
- A. TUCCI, *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto. Rimedi e tutele*, Milano 2008;
- A. TUCCI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in AA.VV. *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, Padova 2010, t. 2, 911;
- G.M. UBERTAZZI, *L'offerta al pubblico nel diritto internazionale privato*, in *Giur. comm.*, 1975, II, 346;
- F. VELLA, *La passivity rule nella legge italiana sulle offerte pubbliche di acquisto e gli effetti sul mercato del controllo societario*, in *Banca, impr., soc.*, 1993, 217;

- F. VELLA, *Art. 16*, in *Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1997, 340;
- F. VELLA, *La nuova passivity rule nella disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto: alla ricerca di un difficile equilibrio*, in *Banca, impresa, società*, 2000, 159;
- F. VELLA, *Art. 104*, in *Testo unico della finanza (d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, *Commentario* diretto da Campobasso, 2, *Emittenti*, Torino 2002, 887;
- M. VENTORUZZO, *Respinta dal parlamento europeo la tredicesima direttiva sull'opa*, in *Riv. soc.*, 2001, 955;
- M. VENTORUZZO, *Validità delle deliberazioni del consiglio*, in *Amministratori*, a cura di F. GHEZZI, *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano 2005, 299;
- M. VENTORUZZO, *Europe's Thirteen Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economics Ends*, in 41 *Texas Int. L.J.*, 2006, 171;
- F. VENTURINI, *Difese, concerto e derivati nelle ultime modifiche alla disciplina OPA*, in *Soc.*, 2010, 443;
- A. VIANDIER, *OPA et OPE et autres offres publiques*, Levallois 2006;
- M.L. VITALI, *I lavori per il recepimento della direttiva opa nel Regno Unito: prime considerazioni*, in *Riv. soc.*, 2006, 530;
- M.L. VITALI, *I lavori per il recepimento della Tredicesima direttiva sull'opa nel Regno Unito: regola della passività, regola della neutralizzazione e principio di reciprocità*, in *Riv. soc.*, 2006, 839;
- R. WEIGMANN, *La nuova legge sulle offerte pubbliche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1992, I, 428;
- R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche d'acquisto*, in *Trattato delle società per azioni* a cura di G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino 1993, 10, t. 2, 315;
- R. WEIGMANN, *La nuova disciplina delle opa*, in *Aa.Vv.*, *La riforma delle società quotate*, a cura di F. Bonelli, V. Buonocore, F. Corsi, R. Costi, P.

Ferro Luzzi, A. Gambino, P.G. Jaeger, A. Patroni Griffi, Milano 1998,
197;

- R. WEIGMANN, *Offerte pubbliche d'acquisto* (voce), in *Enc. giur. Treccani*,
vol. XXI, Roma 2001;

ABSTRACT

Il lavoro è volto ad approfondire la disciplina delle misure di difesa dall'offerta pubblica d'acquisto ostile in Italia a seguito del recepimento della direttiva 2004/25/CE. Il primo capitolo, dopo un breve inquadramento del fenomeno, muove dai diversi approcci disciplinari dell'offerta pubblica d'acquisto ostile e dai due diversi modelli, quello americano e quello inglese, che caratterizzano le opzioni di fondo nella gestione delle misure di difesa, con l'intento di farne emergere caratteristiche e rischi. Il secondo capitolo opera una ricostruzione delle scelte compiute dal legislatore italiano, dapprima con la l. n. 149 del 1992, quindi, con il testo unico dell'intermediazione finanziaria (d.lgs. n. 58 del 1998), ispirato al modello inglese, pur se contestualizzato alla realtà degli assetti proprietari domestici. Il terzo capitolo, nella sua prima parte, dà conto delle opzioni riconosciute dalla direttiva 2004/25/CE e di quelle concretamente adottate, in tre distinte scansioni temporali, dal legislatore italiano (d.lgs. 229 del 2007, d.l. 185 del 2008 e d.lgs. n. 146 del 2009); nella sua seconda parte, invece, si propone di esaminare sia il modello legale ordinario, insieme alle principali questioni dallo stesso sollevate, sia le variabili disponibili per una sua deroga convenzionale, sino alla soluzione limite del riconoscimento di un autonomo spazio di manovra a favore dell'organo amministrativo. Il quarto capitolo, infine, stima gli effetti della coesistenza in Italia di una pluralità di modelli e della loro interazione nelle ipotesi di scalata ostile: l'esame muove dall'ipotesi di scalata transfrontaliera, originariamente immaginata come unica ipotesi di coesistenza e di interazione di diversi modelli nell'ambito di un'offerta proposta nei confronti di una società italiana, per tornare a quella domestica, nella quale oggi si possono presentare analoghi problemi. Nell'ambito dei due possibili scenari, il lavoro mette in luce presupposti, effetti ed aspetti critici della clausola di reciprocità.

ABSTRACT

The aim of this study is to give an in-depth examination of the discipline of defence measures with regard to hostile takeover bids in Italy as a result of the implementation of the 2004/25/CE directive. The first chapter, after a brief introduction to the topic, has the specific intent of examining the characteristics and risks emerging firstly from a study of the various disciplinary approaches of hostile takeover bids and then from an analysis of two different models, the American model and the English model, that describe the key options available in managing defence measures. The second chapter offers an overview of the choices made by the Italian Legislator, firstly by l. n.149 in 1992, then by the consolidated act on financial intermediation (d.lgs. n. 58 in 1998), taking the English model as its inspiration, but contextualized within the structure of domestic ownership. The first part of the third chapter gives an account of the options recognized by the 2004/25/CE directive and those which have actually been adopted, in three distinct time phases, by the Italian Legislator (d.lgs. 229 in 2007, d.l. 185 in 2008 and d.lgs. n. 146 in 2009); the second part however, proposes an examination of the ordinary legal model and the main questions arising from it, as well as an in-depth look at the possible variables for consensus on an exception to the rule, to arrive at the most extreme solution that recognizes an autonomous space of manoeuvre in favour of the administrative board. Finally, the fourth chapter evaluates the effects of the co-existence within Italy of a plurality of models and their interaction in hostile takeover bids: the examination moves from looking at the hypothesis of a cross-border bid, originally conceived as a single hypothesis of coexistence and interaction of diverse models within the framework of a proposed public tender offer for an Italian company, to return to the domestic framework, where the same problems arise today.

An exploration of the two scenarios brings to light the assumptions, the effects and critical aspects of the reciprocity clause.