

**DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E MANAGEMENT**

**Cattedra di Diritto Societario**

**LE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO: EVOLUZIONE  
NORMATIVA ITALIANA ED ANALOGIE E DIFFERENZE CON IL  
MODELLO ANGLOSASSONE**

**RELATORE**

**Chiar.mo Prof.  
Alessio Di Amato**

**CANDIDATO**

**Raffaella Solimeno  
Matr. 655501**

**CORRELATORE**

**Chiar.mo Prof.  
Giuseppe Niccolini**

**ANNO ACCADEMICO 2014-2015**

# *INDICE*

<b>INDICE.....</b>	<b>1</b>
--------------------	----------

<b>INTRODUZIONE.....</b>	<b>4</b>
--------------------------	----------

### CAPITOLO PRIMO

#### **Evoluzione normativa della disciplina sull'Opa**

1.1 I primi interventi normativi degli anni '70 e '80.....	11
1.2 La legge n.142 del 1992.....	15
1.3 Il T.U.F. ....	22
1.4 La direttiva 2004/25/CE e la successiva regolamentazione Consob.....	34
1.5 I recenti interventi legislativi e la futura evoluzione della Normativa.....	59

### CAPITOLO SECONDO

#### **L'offerta pubblica di acquisto nell'ordinamento italiano**

2.1 Le diverse tipologie di offerte pubbliche di acquisto...	76
2.2 Gli obblighi informativi e lo svolgimento dell'offerta....	87
2.3 Il divieto di contrastare l'offerta.....	95
2.4 Danno da omessa OPA obbligatoria.....	107
2.5 La disciplina della <i>passivity rule</i> .....	112

### CAPITOLO TERZO

#### **Il modello anglosassone: similitudini e differenze rispetto all'ordinamento italiano**

3.1 Il modello americano e quello inglese.....	120
3.2 L'OPA obbligatoria nel modello inglese.....	126
3.3 La <i>passivity rule</i> britannica.....	130

<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>139</b>
-------------------------	------------

<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>149</b>
--------------------------	------------

# ***INTRODUZIONE***

Le offerte pubbliche di acquisto sono delle operazioni di notevole rilievo nel panorama globale in quanto capaci di modificare assetti proprietari di società influenti. Il legislatore si è dovuto, pertanto, misurare con tale istituto cercando di definire delle linee guida che fossero quanto più chiare possibili così da permettere una corretta gestione delle OPA. Sicuramente, nel corso degli anni la disciplina normativa ha subito moltissime modifiche, rispondendo all'esigenze mutevoli del panorama mondiale, caratterizzato dalla nascita ed evoluzione di società non più statali ma addirittura transfrontaliere e che necessitavano, quindi, di "regole" che fossero quanto più elastiche possibili e facilmente adattabili a diversi contesti. Ruolo principale in tale ambito è stato svolto dalla Consob, che nel corso degli anni ha tentato di allineare le esigenze statali con quelle degli altri Paesi, al fine di aiutare il legislatore nella gestione delle controversie. La normativa italiana ha faticato ad emergere in modo incisivo, scontrandosi con la prima OPA solo nel 1971 e ha tentato, negli anni successivi, di fornire delle leggi che si allineassero con quelle degli altri Stati, in particolare con la Gran Bretagna e con gli Stati Uniti, molto più pronti nella gestione di tale istituto. L'evoluzione normativa italiana, seppur con un po' di difficoltà, si è sviluppata negli anni successivi raggiungendo un picco nel 2004, anno in cui è stata recepita la direttiva 2004/25/CE, che ha tentato di inquadrare in modo chiaro le offerte pubbliche di acquisto. La sua entrata in vigore, in realtà, ha segnato il definitivo tramonto del proposito di creare nel panorama europeo una disciplina uniforme delle offerte pubbliche d'acquisto, sollevando sul piano normativo 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.

Il presente lavoro intende dar conto di una simile evoluzione e così, il primo 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. La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto rappresenta indubbiamente uno degli ambiti nei quali il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) interviene in maniera più radicale, apportando, rispetto alla legislazione previgente, innovazioni di grande rilievo. Al complesso, e non

facilmente intellegibile, sistema introdotto dalla L. 18 febbraio 1992, n. 149, il Testo Unico sostituisce una disciplina che tende sia a semplificare le regole, sia a renderne più trasparenti presupposti e finalità. Nel primo senso milita, innanzitutto, l'alleggerimento delle norme primarie, al quale si accompagna un ampio rinvio alla disciplina regolamentare, che spetta alla Consob formulare; in secondo luogo, la semplificazione delle regole in materia di OPA obbligatoria, che si realizza mediante la previsione di una disciplina generale, rappresentata dall'offerta successiva totalitaria, e l'eliminazione, tra le altre, della figura della cosiddetta OPA "incrementale" la cui *ratio*, nel sistema previgente, non risultava chiarissima. Sotto il profilo delle finalità che la disciplina dell'OPA persegue, il Testo Unico ribadisce da un lato, in termini chiari, quella di assicurare adeguata trasparenza alle operazioni di offerta, e di assicurare il regolare svolgimento delle operazioni; dall'altro, quella di assicurare adeguata tutela alle minoranze in primis (ma non soltanto) in ipotesi del trasferimento del controllo societario.

In quest'ultima prospettiva il Testo Unico conferma come l'OPA obbligatoria rappresenti in via principale uno strumento per assicurare la tutela delle minoranze azionarie in caso di cessione di una partecipazione "rilevante" al capitale degli emittenti quotati, sebbene a tale finalità se ne accompagnino altre, diverse, come mostra chiaramente il caso dell'OPA residuale, e dell'innovativo istituto del "diritto di acquisto".

L'opera che il legislatore ha dovuto affrontare nel disciplinare la materia dell'OPA non era, peraltro, agevole. Non poche erano le lacune ed i dubbi interpretativi che offrivano le norme recate dalla L. n. 149/1992, la cui disciplina consentiva di raggiungere soltanto in parte le finalità pur declamate (si pensi, per tutti, alla disciplina della c.d. "OPA successiva", che non

consentiva di realizzare appieno il principio della parità di trattamento). Analoghe zone d'ombra presentava la disciplina della c.d. offerta incrementale, il cui avvio veniva a ricollegarsi all'acquisto di partecipazioni non necessariamente tali da "incorporare" un premio di maggioranza. La pervasiva disciplina legislativa lasciava inoltre pochissimo spazio per la previsione di casi di esonero o di deroga, con conseguente generalizzazione ad ipotesi non effettivamente rilevanti di istituti altrimenti previsti per il perseguimento di ben specifiche finalità. L'Autorità di controllo si era così trovata a dover ricorrere ad interpretazioni spesso coraggiose, talvolta operando ai limiti estremi dei propri poteri, al fine di colmare le vistose lacune della norma primaria.

In sede di revisione della disciplina, peraltro, il legislatore nazionale si confrontava con un quadro comunitario frammentario e non univoco.

In questo quadro, il legislatore del Testo Unico ha avuto dunque il coraggio di realizzare un intervento radicale, anche indipendentemente dai ritardi del legislatore comunitario, peraltro confidando molto nella capacità di adattamento e di interpretazione delle Autorità amministrative competenti, alle quali viene affidato un ampio spazio sia in sede di applicazione, sia in sede di completamento, per il tramite di norme secondarie della disciplina di rango legislativo. Ed in materia di OPA, infatti, il legislatore attua un ampissimo rinvio al potere regolamentare della Consob limitandosi a formulare un elenco, peraltro non esaustivo, di materie nelle quali la commissione è chiamata ad intervenire. L'Autorità di controllo vede così ampliarsi i propri poteri e campi di intervento in una materia di rilevanza centrale non soltanto per il mercato finanziario ma per il sistema economico nel suo complesso.

Oltre alla nuova impostazione, più sopra richiamata, tra gli elementi più significativi sui quali si articola la nuova disciplina occorre non trascurare quantomeno i seguenti profili:



- a) la riformulazione della cosiddetta “passivity rule”, ossia della disciplina che regola i casi e le modalità con le quali la società oggetto dell’offerta può eventualmente tentare di contrastare l’esito dell’offerta stessa; in questo senso il Testo Unico tenta di realizzare un più equo contemperamento di interessi tra quelli, da un lato, dell’offerente e quello, dall’altro, della società oggetto di offerta, rimettendo, in sostanza, il giudizio in merito all’adozione di tecniche di difesa alla decisione degli azionisti, rappresentati da una maggioranza “qualificata”;
- b) la radicale revisione della fattispecie di OPA obbligatoria il cui nucleo centrale viene ad articolarsi, innanzitutto, attorno alla figura dell’OPA successiva di cui vengono peraltro chiarite assai meglio, rispetto alla disciplina previgente, le finalità e le regole. Per l’avvio dell’offerta viene così fissata una soglia unica, pari al 30% delle azioni ordinarie abbandonando il complicatissimo sistema introdotto dalla L. n. 149/1992 che conduceva all’applicazione di diverse soglie di rilevanza dell’offerta in relazione agli assetti proprietari delle diverse società.

Non era, forse, nelle previsioni del legislatore che la disciplina sarebbe stata sottoposta a pochissimo tempo dalla sua emanazione, a prova di resistenza tanto rilevanti quanto quelle che si sono poi effettivamente realizzate. Le notevolissime operazioni che si sono svolte hanno sottoposto la nuova legislazione a fortissime tensioni, ed hanno costretto le nuove regole spesso di fonte regolamentare, al confronto con casi concreti difficili e complessi. Dalle battaglie che si sono consumate sono emerse implicazioni importanti ed interpretazioni rese su campo da un’Autorità di controllo chiamata ad uno sforzo relevantissimo.

Il secondo capitolo, invece, analizza più da vicino quella che è la disciplina dell’offerta pubblica di acquisto nell’ordinamento italiano, dapprima classificando le diverse tipologie di offerte pubbliche di acquisto in OPA

volontaria, obbligatoria e ostile, poi soffermandosi sugli obblighi informativi derivanti dalla volontà di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio analizzando compiutamente il nuovo articolo 36 dell'attuale regolamento Consob che statuisce a tal riguardo l'obbligo dell'offerente di dar luogo alla pubblicità della comunicazione e quindi a dare senza indugio alla Consob, all'emittente ed al mercato, un comunicato che deve indicare gli elementi essenziali dell'offerta, le finalità, le garanzie offerte e le partecipazioni già detenute dall'offerente; così procedendo, viene trattato il divieto di contrastare l'offerta sottolineando come il legislatore del '98 rinunci all'elencazione di specifiche categorie di atti vietati, limitandosi ad utilizzare un criterio teleologico, facendo riferimento, genericamente, a tutte le "operazioni che possono contrastare gli obiettivi dell'offerta", per poi analizzare, per il tramite di della giurisprudenza, il danno da omessa OPA obbligatoria. Infine - sempre nell'ambito del capitolo secondo - la disciplina della *passivity rule*, la quale trova origine nell'esigenza di bilanciare i poteri esistenti all'interno delle società quotate, conferendo ai soci il potere di valutare l'opportunità di "accettare" un'offerta proveniente da un terzo offerente, ovvero adottare delle misure difensive, definite dal TUF come "qualsiasi atto od operazione che possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta".

Il terzo, capitolo, infine 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, con l'intento di far emergere 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. In particolare, la seconda parte del capitolo tratta della disciplina anglosassone e della *passivity rule* britannica, facendo emergere similitudini e differenze rispetto alla disciplina nostrana.

# ***CAPITOLO PRIMO***

*EVOLUZIONE NORMATIVA DELLA  
DISCIPLINA SULL'OPA*

## **1.1 I PRIMI INTERVENTI NORMATIVI DEGLI ANNI '70 ED '80**

La questione OPA si è imposta in Italia a partire dal 1971, anno nel quale un gruppo straniero lanciò un'offerta di acquisto sulla Finanza Bastogi. L'operazione fu mossa da Michele Sindona, banchiere coinvolto in diverse attività criminali, affiliato al clan di Cosa Nostra e "amico" della famiglia Gambino, statunitense. Importò, infatti, a Piazza Affari proprio dalla Borsa di Wall Street diversi strumenti finanziari quali, appunto, le OPA e anche le private equity. La sua attività di banchiere si sviluppò a partire dal 1961, anno in cui acquista la sua prima banca, la Banca Privata Finanziaria, a cui seguirono diverse acquisizioni future. L'attribuzione a lui di operazioni illecite gli fu già riconosciuta pochi anni dopo il 1961, precisamente nel 1967, anno in cui l'Interpol statunitense riconobbe la sua implicazione in attività di riciclaggio di denaro sporco derivante dalla vendita di stupefacenti e droghe varie. Il suo desiderio di potere fu supportato, inoltre, dal Cardinale Giovanni Battista Montini, che fu successivamente eletto Papa con il nome di Paolo VI; emblema di ciò fu infatti l'immissione della Banca del Vaticano in quella di Sindona. Da quel momento in poi l'attività del banchiere fu rappresentata da continue acquisizioni ed incorporazioni di altre banche nel tentativo di diventare il più grande banchiere di quei tempi ed ottenere quanta più ricchezza possibile. Proprio durante quegli anni, dunque, prese piede il desiderio di Sindona di lanciare un'offerta pubblica di acquisto su Finanza Bastogi. L'operazione iniziò il 13 Settembre di quell'anno e tenne il mercato finanziario con il fiato sospeso per diversi giorni. A questa, però, si opposero diverse figure di spicco di quegli anni, tra cui Enrico Cuccia, presidente di Mediobanca, il

governatore della Banca d'Italia Guido Carli ed il Ministro del Tesoro Emilio Colombo. Le titubanze in merito all'operazione mossa da Michele Sindona, derivarono sia dalla poca liceità dell'operazione mossa da quest'ultimo, sia dalla scarsa normativa di riferimento della stessa, che invece si presentava abbastanza complessa ed innovativa e che era destinata a determinare dei fortissimi impatti nel mercato finanziario su cui si svolgeva. Un aneddoto abbastanza emblematico spiega gli stati d'animo che coinvolsero gli attori di quella operazione; un agente di cambio in pensione racconta infatti che: "Eravamo tanto agitati, in tensione, sorpresi dalla novità che molti di noi la notte prima non avevano dormito. Il 13 settembre don Michele a Milano non si fece vedere. Le sue segretarie impazzirono per rintracciarlo: tutti lo volevano, agenti di cambio, banchieri, uomini politici. Sindona, però, fu irrintracciabile fino al tardo pomeriggio. Era a Roma, si seppe dopo, in pellegrinaggio presso amici potenti a chiedere sostegno alla sua iniziativa per contrastare l'opposizione che la Banca d'Italia, governata da Guido Carli, e il ministero del Tesoro, diretto dal democristiano Emilio Colombo, gli avevano montato contro. Per sette giorni l'OPA Bastogi fu sul filo del rasoio. Offriva 2.800 lire per azione, Sindona, mille e più lire oltre la quotazione iniziale. E all'inizio fu una valanga di vendite che i difensori della Bastogi riuscirono solo in parte ad arginare. Sindona, al quinto giorno, sembrava destinato alla vittoria: o così credevano i giornali. Poi la sorpresa di Enrico Cuccia, d'accordo allora con Eugenio Cefis: la fusione nella Bastogi dell'Italpi che annacquò le azioni fino ad allora rastrelate da Sindona e ne vanificò l'Opa".<sup>1</sup>

"Il carattere "ostile" dell'offerta alimentò un atteggiamento di diffidenza e fece passare in subordine i profili tecnici e la sua reale essenza

---

<sup>1</sup> La Repubblica.it, *Uova di pietra e valzer nel salotto*, 1990

economica e giuridica, contribuendo ad atteggiamenti di aprioristica ostilità verso tale meccanismo acquisitivo”<sup>2</sup>.

La prima offerta di pubblico acquisto mise in luce la gravità della mancanza di una specifica disciplina, nonostante la dottrina avesse segnalato sin dagli anni cinquanta la rilevanza del fenomeno del trasferimento delle partecipazioni di controllo ed auspicato intervento del legislatore.

Il Comitato della Borsa di Milano, all’indomani di detta vicenda, adottò un codice di comportamento che, in quanto schema di regolamentazione di natura ed efficacia meramente negoziale, mostrò evidenti limiti e manifestò l’impraticabilità della strada dell’autodisciplina, che ha dato, invece, buoni risultati in Gran Bretagna. Nello stesso anno fu presentata in Parlamento la prima proposta di legge avente ad oggetto la disciplina dell’offerta pubblica di acquisto.

L’art.18, L. 7 giugno 1974, n. 216 aveva già introdotto una regolamentazione pur sommaria e lacunosa dell’OPA e, nel testo originario, concerneva le sole offerte aventi ad oggetto azioni o obbligazioni convertibili. “La norma configurava l’offerta pubblica di acquisto quale forma di sollecitazione del pubblico risparmio, introduceva le prime regole della filosofia dell’informazione, allo scopo di assicurare la trasparenza dell’attività degli operatori e del mercato, stabilendo una disciplina che ne privilegiava la funzione di mobilitazione del risparmio”<sup>3</sup>.

Le modifiche successive e l’ampliamento della nozione di valore mobiliare hanno progressivamente accentuato il profilo della sollecitazione del pubblico risparmio, al punto da far considerare l’OPA

---

<sup>2</sup> F.Di Sabato, *Manuale delle società*, Milano 1987, p. 326.

<sup>3</sup> F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino 2012, pp. 123 ss.

essenzialmente come una *species* di tale ampio *genus*. Conseguenze di tale opzione sono state, da un canto, l'ampliamento della nozione di OPA, suscettibile di identificare, pur con ambiguità ed incertezze, le più diverse forme di sollecitazione del pubblico risparmio; dall'altro, la limitazione della disciplina ai soli casi in cui essa lo coinvolge. Inoltre, è risultata attenuata la differenza tra offerte di vendita e di acquisto, benché la prima solleciti un investimento e la seconda ponga fine ad un investimento precedente. La regolamentazione concerneva eminentemente la prima fattispecie, con imprecisioni in ordine alla seconda e scarsa attenzione agli ulteriori profili dell'OPA.

La prospettiva scelta aveva, quindi, determinato carenze della disciplina proprio sugli aspetti che richiedevano regole specifiche e puntuali. La Consob aveva tentato di porvi rimedio mediante la formulazione di "raccomandazioni" ed "inviti", rivelatisi inidonei, perché privi di valore cogente. Ardui erano stati, altresì, gli sforzi della dottrina per conciliare funzionalità dell'offerta e tutela degli interessi coinvolti dall'operazione, in base alle norme dettate dal codice civile, in particolare dell'art. 1336, Codice civile. Ed infatti, se la norma codicistica rendeva difficile negare all'offerente la facoltà di revocare la proposta, essa addirittura impediva di realizzare il principio di parità di trattamento e, quindi, di tutelare gli azionisti di minoranza. La stessa difficoltà di qualificare l'offerta come "pubblica", nel caso fosse diretta ad un numero ristretto di destinatari, rendeva, infine, ancora più problematica l'applicabilità della pur scarsa disciplina esistente.

## 1.2 LA LEGGE N.149 DEL 1992

In merito ai provvedimenti adottati dal legislatore italiano in materia, va senza dubbio analizzata la 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 Bastogi<sup>4</sup>”, di

---

<sup>4</sup> 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, *Cinquantanni 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 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*, pp. 1159 - 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*



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"<sup>5</sup>. 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 Bastogi, da un fallito tentativo di autoregolamentazione, ad opera del medesimo Comitato Direttivo, "attraverso la redazione di un Codice di comportamento"<sup>6</sup>, nonché da un incessante susseguirsi in sede legislativa

---

*grande «vaporiera» del conte Bastogi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1971, I, p. 450ss1160, secondo cui, sul piano procedurale, tale offerta era stata promossa a condizioni conformi.

<sup>5</sup> Così si legge nella la Relazione della 6<sup>a</sup> 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".

<sup>6</sup> 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,

di iniziative mai giunte a conclusione; ciò, perlomeno, se si eccettua la scarsa 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 emittente.

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, 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 assoluta, coinvolgendo, 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 assemblea<sup>7</sup>.

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

---

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”.

<sup>7</sup> 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.

modificare in maniera significativa l'attivo o il passivo della società o che li inducessero ad assumere impegni senza contropartita.

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 vietati.

“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 riguardo, ovvero alle eventuali iniziative giudiziali assunte dalla società emittente con lo scopo di creare un clima di ostilità, ma nulla di più”<sup>8</sup>.

“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 amichevole<sup>9</sup> - costituiva una scelta isolata nel panorama europeo, all'interno del quale anche i modelli di regolamentazione maggiormente liberisti avevano riconosciuto, seppur con significativi temperamenti,

---

<sup>8</sup> 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.

<sup>9</sup> 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.

l'ammissibilità di tecniche difensive”.

Tuttavia, il modello così adottato, benché sostanzialmente accettato dagli attori del mercato, non era rimasto immune da critiche in dottrina, sia per la scelta di politica legislativa compiuta, sia per la tecnica impiegata al fine dell'individuazione dei divieti con esso proposti.

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 gli studi economici ed i dati empirici raccolti all'esito della diffusione oltreoceano delle OPA avevano già allora contribuito a mettere in discussione.

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 emittente<sup>10</sup>, di deliberare modificazioni dell'atto costitutivo o dello statuto – divieto probabilmente ispirato dall'obiettivo di evitare interventi sul capitale o sulla struttura della società (come trasformazioni o fusioni) in pendenza di offerta - 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

---

<sup>10</sup> 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: sul punto P. Montalenti, secondo il quale, il 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.

del suo successo”.

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

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 patrimonio<sup>11</sup>.

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

---

<sup>11</sup> 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 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.

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

“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'atto”<sup>12</sup>.

“In conclusione, il modello prescelto dal legislatore presentava aspetti di criticità non trascurabili, principalmente dovuti alla scarsa chiarezza della formulazione della relativa previsione normativa, tale da pregiudicare la corretta applicazione in caso di OPA”. 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 emittente”, 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 intransigente.

---

<sup>12</sup> Sul punto F.Vella, *La passivity rule*, 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.

### 1.3 IL T.U.F.

A seguito del recepimento con D. Lgs. 23 luglio 1996, n. 415 delle direttive 93/22/CEE del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari e 93/6/CEE relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento, "in applicazione degli artt. 8 e 21, L. 6 febbraio 1998 n. 52 che conferiva al Governo la delega per il riordino delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, veniva emanato il D. Lgs. 34 febbraio 1998, n. 58"<sup>13</sup>.

Poiché la delega di cui alla L. n. 52 del 1996 conferiva al Governo il potere di emanare un Testo unico con valore non solo compilativo, ma anche normativo-innovativo, il legislatore delegato poté operare una ampia modifica del regime di alcuni istituti, tra cui appunto l'offerta pubblica di acquisto.

Le modifiche al regime dell'OPA furono introdotte, secondo quanto recita il Servizio Studi del Parlamento, per porre rimedio ad alcune disfunzioni riscontrate nella disciplina della L. n. 149 del 1992 ("tra cui la eccessiva elevatissime della soglia per far scattare l'obbligo del lancio dell'OPA ed il problema della mancata disciplina delle offerte concorrenti")<sup>14</sup>.

Dunque, nella parte IV del Testo unico, che contiene le norme relative agli emittenti titoli quotati, al Titolo II, recante "Appello al pubblico risparmio", il Capo II (artt. Da 102 a 112) è dedicato alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto applicabili a tutte le offerte pubbliche su ogni

---

<sup>13</sup> In "Le Società", n.5, 1998, numero nomografico, commenti di vari Autori alle maggiori novità introdotte dal Testo Unico, tra i quali P.Anello-S.Rizzini Bisinelli, D.Lgs. 58/98. Sollecitazione all'investimento e offerta pubblica d'acquisto, pp. 542 ss.

<sup>14</sup> E.Berlanda, *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in <<*Riv. Soc.*>>, 1995, pp. 879 ss.

tipologia di prodotto finanziario; la Sezione II (artt. Da 105 a 112) detta le disposizioni per le ipotesi di offerta pubblica obbligatoria, relativa alle offerte pubbliche su azioni ordinarie di società quotate nei mercati regolamentati italiani.

Poiché la nuova disciplina normativa prevede un ampio settore di deregolamentazione, demandando alla Consob l’emanazione di regolamenti applicativi (art. 112), “la stessa Consob in data 1° luglio 1998 ha emanato, con delibera n. 11520<sup>15</sup>, un primo Regolamento degli emittenti, recante tra l’altro la disciplina applicativa dell’OPA”; in un momento successivo, la normativa regolamentare è stata novellata con delibera 14 maggio 1999, n. 11971 (senza, tuttavia, apportare sostanziali modifiche alle norme dettate dal precedente reg. n. 11520 di OPA).

Per dare conto sinteticamente delle differenze principali tra la disciplina della L. n. 149 del 1992 e del D. Lgs. n. 58 del 1998 è opportuno chiarire quanto segue.

In primo luogo, sotto il profilo sistematico, la nuova disciplina distingue le ipotesi di offerta pubblica di acquisto dalla disciplina dell’”appello al pubblico risparmio”, laddove nella disciplina precedente (combinato disposto delle norme di cui alla L. n. 216 del 1974 e alla L. n. 149 del 1992) la fattispecie dell’offerta pubblica di acquisto era riguardata come una sottospecie della figura più generale della “sollecitazione al pubblico risparmio”.

Più concretamente il legislatore del Testo Unico individua nelle due fattispecie dell’OPA e dell’appello al pubblico risparmio profili diversi di interessi da tutelare, tenuto conto che l’OPA è essenzialmente per l’investitore uno strumento di smobilizzo (e quindi di realizzazione di

---

<sup>15</sup> In “*Le Società*”, n.11, 1998, con commento di G.Romagnoli, *Le norme su OPA e OPS nel regolamento Consob sugli emittenti*, p. 1253



capitali immobilizzati), mentre l'appello al pubblico risparmio è una modalità per provocare l'investimento (e quindi l'immobilizzo di liquidità).

In secondo luogo, la disciplina speciale dell'OPA, la cui applicazione nella legge del 1992 era limitata alle operazioni di acquisizione di titoli di società quotate che permettessero l'esercizio del diritto di voto in assemblea ordinaria, viene resa generalmente applicabile a tutti gli strumenti finanziaria ed a tutte le società.

“Una tale estensione della disciplina generale dell'OPA (anche alle operazioni su titoli non quotati) è stata ampiamente criticata<sup>16</sup>, in quanto considerata eccessivamente rigorosa e ingiustificatamente lesiva dell'autonomia negoziale dei privati senza la possibilità dell'identificazione di alcun interesse pubblico da tutelare che ne fornisca una motivazione”. A tal riguardo sono stati tra l'altro sollevati dubbi sulla legittimità della norma per un eventuale eccesso di delega.

Va ancora sottolineato che la L. n. 149 del 1992, all'art. 10, prevedeva quattro ipotesi di OPA:

- a) L'OPA preventiva, che era obbligato a lanciare chiunque intendesse acquisire il controllo di una società quotata;
- b) L'OPA “incrementale” o del “semi-controllo”, che era obbligato a lanciare chi possedeva la metà delle azioni che garantivano il controllo delle società e intendeva aumentare detta partecipazione in una misura considerata rilevante (aumento di un quinto dei titoli posseduti o del due per cento del capitale);
- c) La c.d. OPA successiva, il cui obbligo scattava per chi avesse acquistato il controllo od il “semi-controllo” di una società quotata senza utilizzare l'OPA preventiva; in questo caso

---

<sup>16</sup> F. Carbonetti, *La nuova disciplina delle OPA*, in <<*Riv. Soc.*>>, 1998, p. 1335

- l'acquirente aveva l'obbligo di lanciare l'OPA successiva per un quantitativo di titoli almeno pari a quelli già acquistati, e per un prezzo non inferiore alla media ponderata dei prezzi di acquisto;
- d) L'OPA residuale, che il soggetto controllante aveva l'obbligo di lanciare sulla totalità dei titoli qualora il flottante si fosse ridotto sotto una soglia minima, rendendo impossibile garantire corrette negoziazioni borsistiche.

La nuova normativa in materia di OPA contenuta nel Testo unico, che va a sostituire quella di cui alla L. n. 149 del 1992 abrogandola espressamente, prevede comunque quattro ipotesi di OPA:

- a) OPA preventiva totalitaria o parziale;
- b) OPA successiva;
- c) OPA incrementale della partecipazione tra il trenta e il cinquanta per cento;
- d) OPA residuale.

Tuttavia, salvo per l'ipotesi dell'OPA residuale, le altre fattispecie risultano diverse da quelle di cui alla L. n. 149 del 1992.

Sostanzialmente, nella definizione delle regole di comportamento della società oggetto di OPA, il legislatore del '92 non aveva avuto esitazioni nel costringere questa ad una situazione di assoluta passività.

Secondo l'art. 16 della l. 149/92, dopo la pubblicazione del prospetto informativo e per tutta la durata dell'offerta, era fatto divieto, alla società emittente dei titoli che ne formavano oggetto, di deliberare modificazioni dell'atto costitutivo o dello statuto.

Gli atti che violano il divieto erano sanzionati con la nullità.

Inoltre, gli amministratori dovevano 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 contropartita.

La formulazione della norma non sembrava lasciare dubbi circa la “decisa” e “palese” scelta per uno dei contendenti, e cioè in favore dell’aggressore, attraverso l’imposizione di vincoli di cui i primi commentatori del provvedimento hanno rilevato l’eccessiva rigidità.

Obiettivo del legislatore era, probabilmente, quello di evitare interventi sul capitale, o sulla struttura della società (la trasformazione e la fusione), volti a neutralizzare OPA aggressive, obiettivo che, però, si è tradotto in un divieto generale la cui portata appare eccessiva.

In sostanza, se “l’atto costitutivo riproduce le regole che governano la struttura organizzativa della società, la complessa articolazione di tale struttura avrebbe richiesto una più specifica indicazione delle operazioni di modifica vietate, evitando così un eccessivo “ingessamento” delle società, come lo stesso legislatore ha dovuto in parte ammettere”<sup>17</sup>.

Per quanto concerne le operazioni proibite dal 4° comma dell’articolo *de quo*, era preclusa agli amministratori la facoltà di avvalersi del consenso dei soci, senza alcuna distinzione tra autorizzazione preventiva o successiva al lancio dell’offerta, ma anche senza alcuna distinzione in ordine all’oggetto del consenso stesso.

Se anche l’assemblea avesse inteso dare direttive agli amministratori al fine di porre in essere tutte le misure ritenute idonee a contrastare un’offerta ostile, misure non necessariamente consistenti in interventi sul capitale, gli amministratori si sarebbero trovati costretti, onde non incorrere in sanzioni, a disattendere tali direttive.

---

<sup>17</sup> C. Angelici, *Società per azioni e in accomandita per azioni*, in <<Enc. Dir.>>, Milano 1990, p. 1036

In effetti, un vincolo così rigoroso è sempre stato aspramente contrastato, in quanto fondato sull'assunto, non dimostrato, che il "congelamento" dei poteri dei soci fosse una condizione essenziale e necessaria per il corretto funzionamento dei rapporti tra offerente e società bersaglio, e per il rispetto delle finalità che il legislatore intendeva perseguire.

Appare chiaro, dunque, che dalla regola della immutabilità di statuto e atto costitutivo, e dalla contemporanea esclusione di qualsiasi funzione degli organi assembleari, derivava una esaltazione del ruolo degli amministratori, a cui erano imputati "in esclusiva" la responsabilità e il difficile compito di "districarsi" tra i limiti imposti dal 4° comma dell'articolo *de quo*.

Sulla carta, l'unica tecnica difensiva consentita alla società target dalla legge de qua era rappresentata dalla possibilità di diffondere un comunicato in cui esporre "ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta, nonché la propria valutazione al riguardo", ai sensi dell'art. 27, comma 3°, della stessa.

"Ecco, quindi, che – come già ampiamente illustrato - la disciplina italiana delle offerte pubbliche di acquisto è stata oggetto di profonda rimediazione con l'abrogazione della L. n. 149/92, nel TUF, di una normativa che, sulla carta, avrebbe dovuto delegificare e snellire la materia"<sup>18</sup>.

Infatti, l'art. 104 del Testo Unico del '98 permette che la società bersaglio dell'offerta ponga in essere operazioni volte a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta stessa.

Pertanto, a tal fine, è richiesta una autorizzazione da parte di quegli stessi soggetti – gli azionisti – chiamati ad aderire all'offerta, e quindi posti nella condizione di usufruire direttamente dei benefici dell'offerta stessa.

---

<sup>18</sup> L.Picone, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 1999 p. 125

Occorre evidenziare che la competenza dell'assemblea in questo campo si applica sia alle materie che già *ex lege* sono riservate all'organo assembleare (si pensi a modificazioni statutarie), sia a materie per le quali è ordinariamente competente l'organo amministrativo (si pensi all'acquisto di partecipazioni).

Nel primo caso, la disposizione si caratterizza per il fatto che viene comunque richiesto il *quorum* deliberativo del 30% del capitale; nel secondo caso, la caratterizzazione è data dal fatto che gli amministratori devono necessariamente passare attraverso una deliberazione assembleare, adottata con la suddetta maggioranza qualificata.

La disposizione in esame, quindi, arricchisce la competenza dell'assemblea ordinaria, in aggiunta alle materie contemplate nell'art. 2364, comma 1, n. 4, c.c., e che l'organo amministrativo deve sottoporre obbligatoriamente all'assemblea, quando si sostanzia in tecniche anti-scalata di fronte ad un'OPA ostile.

Il legislatore precisa che l'assemblea può essere sia ordinaria, sia straordinaria, per le materie di rispettiva competenza (ordinaria, ad esempio, l'assemblea che delibera l'acquisto di azioni proprie, o la promozione di un'OA, o la cessione di una azienda o di una società controllata; straordinaria l'assemblea che delibera l'aumento di capitale, o la conversione delle azioni di risparmio in ordinarie).

Il sistema previsto dal legislatore del '98 permette quindi che una minoranza qualificata di quegli stessi soggetti che sono i destinatari dell'offerta (i soci della società oggetto di offerta) possa porre in essere tecniche di difesa, idonee a contrastare offerte ostili.

La *ratio* della norma è chiara: nel caso di scalata ostile, gli amministratori della società target si trovano di fronte ad una pluralità di interessi: da una parte vi è l'interesse dei soci attuali alla migliore valorizzazione della

società; dall'altra parte, vi è l'interesse dello scalatore, il quale potrebbe già essere un socio della società bersaglio, al successo dell'offerta; da ultimo, vi è l'interesse proprio degli amministratori, i quali, nel caso di scalata ostile, rischiano di perdere la propria posizione di potere all'interno della società.

Risulta chiaro, pertanto, che, sotto scalata, tutti i membri del consiglio di amministrazione versano in una situazione di conflitto di interessi, comportante, in caso di sua concretezza, un divieto degli amministratori di assumere decisioni ai sensi dell'art. 2391 c.c.

Ecco, quindi, che, da una parte si giustifica la necessità dell'intervento dell'assemblea per l'autorizzazione di operazioni che possano avere conseguenza negative in relazione all'offerta pubblica di acquisto; dall'altra parte, peraltro, occorre considerare l'eccessività della limitazione nei casi di contrasto di una normale operazione gestionale con gli obiettivi dell'offerta.

La scelta del legislatore, infatti, è stata criticata da parte della dottrina, evidenziandosi come, laddove la quota di controllo sia inferiore al 30%, la regola tuteli gli interessi dei minoritari, operando in funzione di diritto di blocco della minoranza che può impedire il ricorso a strumenti difensivi.

Laddove, invece, la quota di controllo sia superiore al 30%, è evidente che l'approvazione assembleare opera a tutela dell'*incumbent shareholder*.

Ed essendo di regola, in Italia, la quota media del controllo superiore al 30%, la norma si rivela, in definitiva, come strumento forte di prevenzione rispetto all'OPA ostile, e quindi, in definitiva, di ostacolo al ricambio del potere societario.

È stata – inoltre – ribadita la non opportunità di tale scelta legislativa, ove si riconosca all’OPA anche la funzione di favorire il mercato del controllo, e non soltanto quella di riconoscere un vantaggio economico agli azionisti minoritari in caso di trasferimenti concordati.

Ulteriore questione interpretativa di rilievo, che caratterizza il modello di regolamentazione del fenomeno adottato dal TUF., è rappresentata 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 è stata successivamente confermata anche in sede comunitaria, il 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 è stata parificata ad una clausola generale è 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<sup>19</sup>.

---

<sup>19</sup> 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](http://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

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"<sup>20</sup>, con esclusione, pertanto, delle dichiarazioni di scienza, degli atti di accertamento o delle espressioni di giudizi che di per sé non siano produttivi di effetti giuridici<sup>21</sup>; 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 atti.

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 OPA, 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

---

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.

<sup>20</sup> 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. 203 ss., e A. Falzea, *Fatto giuridico* (voce), *ivi*, XVI, Milano 1967, p. 941 ss..

<sup>21</sup> 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".



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 società<sup>22</sup>.

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

---

<sup>22</sup> 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".

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 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'assemblea, 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.

## **1.4 LA DIRETTIVA 2004/25/CE E LA SUCCESSIVA REGOLAMENTAZIONE CONSOB**

L'iter normativo per l'approvazione della direttiva n. 2004/25/CE è stato molto lungo ed irto di difficoltà, a causa della complessità della materia e soprattutto delle divergenti posizioni degli Stati membri in materia.

Fin dal 1985, nel Libro Bianco sul completamento del mercato interno, la Commissione aveva annunciato la proposta di una direttiva sul ravvicinamento delle legislazioni degli Stati membri in materia di OPA. Risale poi, al 1989 la prima proposta di tredicesima direttiva in materia di diritto delle società concernente le offerte pubbliche di acquisto. Si trattava di un testo ambizioso, in quanto proponeva una profonda armonizzazione della normativa sulle OPA, facendo affidamento sul clima economico favorevole; tuttavia, con il modificarsi della situazione economica, la proposta ha via via suscitato l'opposizione di alcuni Stati membri.

Seguirono una serie di consultazioni degli stessi Paesi membri, che portarono, nel 1996, ad una nuova proposta di direttiva, che si limitava, a differenza della precedente, a disciplinare solo i principi generali, lasciando alle normative nazionali la previsione delle regole di dettaglio. Su questa proposta fu raggiunto un accordo fra gli Stati membri<sup>23</sup>; Il Parlamento europeo riunito in sessione plenaria, tuttavia, respinse il testo di compromesso.

---

<sup>23</sup> In particolare, il 19 giugno 2000, il Consiglio adottò la sua posizione comune all'unanimità; nel dicembre 2000, il Parlamento europeo propose numerosi emendamenti che non hanno ottenuto il consenso del Consiglio; la procedura di conciliazione che ne seguì fu chiusa da un accordo raggiunto nell'ambito del comitato di conciliazione in data 6 giugno 2001.

In sostanza, l'esito sfavorevole si fondava sui timori suscitati dall'obbligo imposto ai dirigenti di una società target di ottenere l'autorizzazione degli azionisti prima di intraprendere qualsiasi misura di difesa contro l'offerta, e sulla confusione tra questo dovere di "neutralità" dei dirigenti e l'impossibilità per la società oggetto di offerta di difendersi e, dunque, sul timore di aprire le porte delle società europee alle società americane o di altri Paesi membri. La proposta era stata criticata anche sul piano tecnico, per la mancata definizione del prezzo "equo" dell'offerta obbligatoria e per non aver previsto le fattispecie di cessione obbligatoria (all'azionista che avesse raggiunto la quasi totalità del possesso delle azioni) e di riscatto obbligatorio (da parte del nuovo azionista quasi totalitario, in circostanze analoghe).

Il Consiglio europeo di Lisbona, tuttavia, iscrive la direttiva in esame, prevista dal Piano d'azione dei servizi finanziari, fra le misure prioritarie ai fini dell'integrazione dei mercati finanziari europei entro il 2005. Proprio per questo motivo, la Commissione ritiene opportuno presentare una nuova proposta sulle OPA transfrontaliere, avvalendosi della cooperazione di un gruppo di esperti ad alto livello in materia di diritto societario, da essa creato *ad hoc*, sotto la presidenza del professore Jaap Winter.

La nuova proposta persegue gli stessi obiettivi delle precedenti: l'integrazione dei mercati europei conformemente al Piano d'azione per i servizi finanziari; l'armonizzazione delle diverse normative nazionali tendente a favorire le ristrutturazioni di imprese; il rafforzamento della certezza giuridica delle operazioni di OPA transfrontaliere e la protezione degli azionisti di minoranza nel corso di tali operazioni.

In particolare, l'obiettivo, come risulta anche dal Rapporto Winter, è quello di accrescere la competitività e accelerare la circolazione del

controllo delle società quotate sui mercati azionari dell'Unione Europea, creando uguali prospettive di successo dell'OPA in tutti gli Stati membri; si argomenta, infatti, che i *takeover* creano ricchezza i) sfruttando le sinergie tra l'offerente e la società target e le economie di scala della dimensione europea; ii) consentendo agli azionisti di vendere le proprie azioni ad un prezzo superiore a quello di mercato; e iii) orientando il management delle società quotate alla creazione di valore per gli azionisti. Ne discenderebbe<sup>24</sup> l'opportunità di una scelta di *public policy* tesa a promuovere le OPA come strumento di ristrutturazione delle società europee e di miglioramento dell'efficienza dei mercati di capitali. Il 21 aprile 2004 il Parlamento europeo approva definitivamente la Direttiva<sup>25</sup>. L'obiettivo annunciato è quello di rendere equivalenti, a livello europeo, le misure di tutela dei soci, in particolare di minoranza, delle società con titoli negoziati su mercati regolamentati, in occasione del trasferimento del controllo sulle società stesse. "Ed infatti la nuova disciplina assicura la protezione degli azionisti di minoranza in caso di OPA, tramite l'obbligatorietà dell'offerta ed il prezzo equo; elimina le incertezze giuridiche relative alla legge applicabile e all'autorità competente per le OPA transfrontaliere; realizza una maggiore trasparenza nello svolgimento dell'operazione e, più in generale, istituisce un quadro di principi comuni e di requisiti generali che gli Stati membri devono attuare attraverso norme più dettagliate, conformemente ai rispettivi sistemi nazionali"<sup>26</sup>.

---

<sup>24</sup> Questa ricostruzione, tuttavia, non è esente da critiche: da un punto di vista economico, infatti, l'impostazione è criticabile perché l'evidenza empirica non offre sostegno alla tesi secondo cui la contendibilità del controllo migliora il valore delle imprese.

<sup>25</sup> Pubblicata in GUCE L 142/12 del 30 aprile 2004 e disponibile sul sito [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int).

<sup>26</sup> G.Faucegna, *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, Torino 2010, pp. 251 ss.

La Direttiva, in particolare, stabilisce misure di coordinamento delle disposizioni normative nazionali concernenti le OPA di titoli delle società comunitarie, quando anche solo una parte dei detti titoli è ammessa alla negoziazione in un mercato regolamentato in uno o più Stati membri (art. 1 della Direttiva). Ai sensi dell'art. 2 della Direttiva, per "titoli" si intendono i valori mobiliari trasferibili che conferiscono diritto di voto in una società; tuttavia, gli Stati membri hanno la facoltà di estendere l'applicazione della Direttiva anche ai titoli che conferiscono diritto di voto solo in determinate circostanze o che non lo conferiscono affatto (11° considerando). Sono esclusi dall'ambito di applicazione i fondi comuni di investimento ed i titoli emessi dalle Banche centrali degli Stati membri (art. 1, paragrafi 2 e 3 della Direttiva).

L'art. 3 della Direttiva enuncia una serie di principi ai quali devono conformarsi le norme nazionali di recepimento. Primo fra tutti, il principio della parità di trattamento per tutti i possessori di titoli di una società emittente, appartenenti alla stessa categoria, e della tutela, qualora una persona acquisisca il controllo della società, degli altri possessori. I destinatari dell'offerta, inoltre, devono ricevere in tempo utile tutte le informazioni necessarie a decidere con cognizione di causa; a tal fine, deve operare anche l'organo amministrativo della società emittente che, consigliando i possessori di titoli, è tenuto a presentare il suo parere in merito alle ripercussioni dell'offerta sull'occupazione, alle condizioni occupazionali ed alla sede dell'attività della società. Nelle sue funzioni, inoltre, lo stesso organo di amministrazione 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.

Un altro principio fondante la normativa in materia di OPA è previsto dalla lett. d) dell'articolo in parola, ai sensi della quale è proibita la

creazione di mercati fittizi per i titoli della società emittente, offerente o di qualsiasi società interessata all'offerta, suscettibili di dar luogo ad aumenti o cali artificiali delle quotazioni dei titoli e di turbare il normale funzionamento del mercato.

“Inoltre, poiché fra gli obiettivi della Direttiva vi è anche la tutela del mercato da informazioni inaffidabili, oltre che dai fenomeni di *insider trading*<sup>27</sup>, l'art. 3 prevede il principio per cui l'offerente può annunciare l'offerta solo dopo essersi assicurato di poter far fronte pienamente ad ogni impegno di pagamento del corrispettivo in contanti, se così prevede l'offerta, e dopo aver adottato tutte le misure ragionevoli per assicurare il soddisfacimento degli impegni relativi a corrispettivi di diversa natura”.

Infine, a tutela della società emittente intesa nel suo insieme, la Direttiva sancisce un principio generale che tutti gli Stati membri dovranno rispettare: così infatti statuisce la lett. f) del citato art. 3: “la società emittente non deve essere ostacolata nelle sue attività oltre un ragionevole lasso di tempo, per effetto di un offerta sui suoi titoli”.

I principi in esame, come è ovvio, rispecchiano i requisiti minimi della disciplina in materia di OPA; “tuttavia, il legislatore comunitario preferisce inserire un'apposita previsione (art. 3, paragrafo 2, lett. b della Direttiva), ai sensi della quale gli Stati membri possono stabilire condizioni supplementari o disposizioni più rigorose di quelle previste dalla Direttiva per disciplinare le offerte di cui trattasi”<sup>28</sup>.

Uno degli obiettivi della Direttiva, come detto, è di creare un contesto comunitario chiaro e trasparente in relazione ai problemi giuridici inerenti le OPA e di prevenire distorsioni nel processo di ristrutturazione

---

<sup>27</sup> Sul punto, *La nuova Direttiva europea sulle offerte pubbliche di acquisto*, in <Riv. soc.>>, 2004, p. 1001

<sup>28</sup> F.M. Mucciarelli, *L'attuazione della Direttiva OPA nell'ordinamento italiano*, in <<Giur. Comm>>, 2005, p. 830 ss.

societaria a livello comunitario causate dalla diversità delle regolamentazioni nazionali (3° considerando della Direttiva). A tal proposito, interviene la disciplina dettata dall'art. 4 della Direttiva in materia di competenza delle autorità di vigilanza e di diritto applicabile.

Ai sensi del primo paragrafo del suddetto articolo, gli Stati membri sono obbligati a designare la o le autorità cui compete il controllo di tutti gli aspetti dell'offerta e la vigilanza sul rispetto delle norme fissate in attuazione della Direttiva. "Il Legislatore comunitario lascia alla discrezionalità degli Stati membri la scelta del tipo di ente giuridico da designare: un'autorità pubblica oppure un organismo privato, come il *takeover panel* inglese"<sup>29</sup>. Ogni Stato membro, poi, informerà la Commissione di tale designazione e provvederà affinché l'autorità competente eserciti la funzione di vigilanza in modo imparziale ed indipendente da tutte le parti dell'offerta.

Quanto alle regole sulla competenza, l'art. 4, paragrafo 2 della Direttiva prevede, poi, una serie di criteri ai fini dell'individuazione dell'autorità cui spetta la vigilanza sull'offerta; in particolare: i) è competente l'autorità dello Stato in cui la società emittente ha la sede legale se i suoi titoli sono quotati nello stesso Stato membro; ii) se la società non è quotata nello Stato in cui ha la sede legale, la vigilanza compete all'autorità dello Stato membro in cui la società è quotata (o, in caso di titoli quotati in più Stati membri, quella dello Stato in cui la società è stata quotata per prima); nel caso in cui, però, i titoli della società emittente siano contemporaneamente quotati in più Stati, spetta alla stessa società determinare, nel primo giorno della negoziazione, a quale autorità di tali Stati competerà la vigilanza sull'offerta.

---

<sup>29</sup> G.Di Marco, *Il commento alla direttiva comunitaria sull'OPA*, in <<Le Società>>, 2004, 9, p. 1181



Tutte le autorità così designate, ai sensi dell'art. 4, paragrafo 4 della Direttiva, devono cooperare e scambiarsi informazioni, senza pregiudizio del segreto professionale<sup>30</sup>, e disponendo di tutti i poteri necessari per l'esercizio delle loro funzioni.

Quanto al diritto applicabile alle OPA transfrontaliere, il legislatore ha dovuto abbandonare l'originaria proposta di applicare un'unica legge; infatti non ha ritenuto possibile derogare alle regole di mercato del luogo di quotazione né ha voluto applicare agli azionisti un diritto societario ad essi sconosciuto. Alla luce di queste considerazioni, la Direttiva ha ritenuto applicabile la legge del luogo di quotazione per tutti gli aspetti inerenti all'offerta, quali il corrispettivo, la procedura da applicare, il contenuto del documento d'offerta, la divulgazione dell'offerta medesima; “invece, per le questioni di diritto societario, come la percentuale dei diritti di voto che conferisce il controllo, le deroghe all'obbligo di promuovere un offerta, le condizioni in cui l'organo amministrativo della società emittente potrà attuare misure difensive, si applicherà la normativa (e sarà competente la relativa autorità) dello Stato membro in cui la società emittente ha la propria sede”<sup>31</sup>.

Per garantire un'applicazione flessibile della Direttiva, nei limiti compatibili con i principi generali stabiliti dall'art. 3, paragrafo 1 della Direttiva, gli Stati membri possono derogare, o conferire alle loro autorità di vigilanza la facoltà di derogare, alle norme nazionali di attuazione della normativa comunitaria, per tener conto di circostanze determinate di livello nazionale, o in altre specifiche circostanze. Si tratta

---

<sup>30</sup> In particolare, l'art. 4, paragrafo 3 della Direttiva prevede l'obbligo per gli Stati membri di prescrivere l'obbligo al segreto professionale a tutte le persone che svolgono o abbiano svolto un'attività presso le loro autorità di vigilanza.

<sup>31</sup> A.Tucci, *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto. Rimedi e tutele*, Milano 2008, pp. 326 ss.

di una disposizione certamente criticabile, in quanto introduce la possibilità di indebolire ulteriormente la vincolatività della disciplina comunitaria; essa si rende tuttavia necessaria per far fronte alle nuove e diverse situazioni che, in ambiti in continua evoluzione come nel settore dei mercati finanziari, si manifestano con sempre maggiore frequenza.

Resta impregiudicato, infine, il potere degli Stati membri di designare le autorità, giudiziarie o meno, competenti a dirimere le controversie e a pronunciarsi sulle eventuali irregolarità dell'offerta; allo stesso modo, è sancita anche la facoltà degli Stati medesimi di determinare il diritto in materia di responsabilità delle autorità di vigilanza<sup>32</sup> o di regolamento delle controversie tra le parti di un'offerta.

L'obiettivo sotteso alla disciplina dettata all'art. 5 della Direttiva consiste nel garantire la protezione degli azionisti di minoranza in tutti i casi in cui una persona fisica o giuridica acquisisca, individualmente o di concerto, il controllo di una società con azioni negoziate sui mercati regolamentati. A tal fine, la Direttiva impone alle normative nazionali di introdurre, in capo alla suddetta persona fisica o giuridica, l'obbligo di promuovere un'OPA su tutte le azioni che conferiscano diritti di voto nell'assemblea ordinaria.

A differenza delle precedenti proposte, la Direttiva non tenta di definire la percentuale dei diritti voto a partire dalla quale il controllo possa essere considerato acquisito; infatti, le situazioni nazionali al riguardo risultano troppo divergenti. "Il paragrafo 3 dell'articolo in parola, pertanto, prevede che la suddetta percentuale e le modalità di calcolo

---

<sup>32</sup> A tal riguardo e per quanto concerne l'Italia, la sentenza della Cassazione, n. 3132/2001, che per prima ha aperto la strada al riconoscimento della responsabilità civile ex art. 2043 c.c. in capo ad un'autorità amministrativa indipendente quale la Consob.

siano determinate dallo Stato membro in cui ha sede la società emittente”<sup>33</sup>.

Altro requisito richiesto dalla Direttiva è che l’offerta sia promossa ad un prezzo equo. A differenza delle precedenti proposte, la Direttiva fornisce una definizione del suddetto prezzo: ai sensi dell’art. 5, paragrafo 4 della medesima Direttiva è considerato tale, salva espressa previsione di deroghe da parte delle autorità di vigilanza<sup>34</sup>, il prezzo massimo pagato dall’offerente, o da chi agisce di concerto con lui, per gli stessi titoli oggetto dell’offerta in un periodo che deve essere fissato in misura non inferiore ai sei mesi e non superiore ai dodici mesi antecedenti l’offerta stessa. Qualora, nel periodo tra la pubblicazione dell’offerta e la sua accettazione, l’offerente acquisti titoli ad un prezzo superiore a quello dell’offerta, sarà necessario adeguare l’offerta al prezzo massimo pagato.

Il paragrafo 5 dell’articolo in esame, infine, disciplina la natura del corrispettivo da offrire: l’offerente può offrire titoli, contanti o una combinazione di entrambi. È tuttavia richiesto il corrispettivo in contanti, almeno come alternativa, quando i titoli non sono liquidi o qualora l’offerente abbia acquistato in contanti, anche di concerto, titoli che conferiscono una percentuale maggiore o pari al 5% di diritti di voto in periodo determinato dagli Stati membri, in conformità a quanto statuito nel suddetto paragrafo 4 dell’art. 5.

Affinché sia garantita la trasparenza dell’intero svolgimento dell’OPA nell’ambito dell’Unione Europea, la Direttiva introduce diverse disposizioni, fra cui l’obbligo di rendere immediatamente pubblica la

---

<sup>33</sup> M.V. Benedettelli, *La disciplina internazionale privata*, in <<Le offerte pubbliche di acquisto>>, a cura di M. Stella Richter Jr., Torino 2011, pp. 17-47

<sup>34</sup> La ratio della possibilità di deroga alla definizione del prezzo equo consiste nell’evitare che un’applicazione rigida della regola a casi singoli possa condurre a risultati ingiustificati. A titolo di esempio, il prezzo può essere modificato se è stato concordato tra l’acquirente ed un venditore; se i prezzi di mercato sono stati influenzati da eventi eccezionali o per permettere il salvataggio di un’impresa in difficoltà.

decisione di promuovere un'offerta e di informare l'autorità di vigilanza, al fine di limitare la possibilità di abuso di informazioni privilegiate (art. 6, paragrafo 1 e 12° considerando della Direttiva). Inoltre, affinché i possessori dei titoli siano adeguatamente informati sul contenuto dell'offerta, il secondo comma dell'articolo 6 della Direttiva prevede l'obbligo della redazione e della pubblicazione di un tempestivo documento d'offerta contenente le informazioni necessarie per permettere una decisione consapevole al riguardo. Il paragrafo 3, inoltre, elenca il contenuto minimo del documento d'offerta; in particolare, in esso devono essere indicati il contenuto dell'offerta, l'identità dell'offerente, il corrispettivo offerto, la percentuale o il numero massimo e minimo dei titoli che l'offerente si impegna ad acquisire, le condizioni dell'offerta, le intenzioni dell'offerente in relazione ai programmi futuri della società emittente, il termine per l'accettazione e l'ordinamento nazionale cui è soggetto il contratto. Prima che il documento d'offerta sia reso pubblico, l'offerente deve trasmetterlo all'autorità di vigilanza; qualora il documento in esame sia stato sottoposto all'approvazione preliminare delle autorità di vigilanza e poi da esse approvato, è riconosciuto anche negli altri Stati membri sui cui mercati sono quotati i titoli della società emittente.

Quanto al termine per l'accettazione dell'offerta, gli Stati membri non possono prevederne una durata inferiore a due settimane né superiore a dieci settimane a decorrere dalla data di pubblicazione del documento di offerta<sup>35</sup>. Sono possibili deroghe in casi specifici previsti dagli Stati

---

<sup>35</sup> Si ricordi che, ai sensi dell'art. 40, 2° comma del regolamento Consob, n. 11971/1999 in materia di emittenti, il periodo di adesione è concordato con la società di gestione del mercato tra un minimo di quindici ed un massimo di venticinque giorni, salvi i casi di OPA non obbligatoria ex artt. 106, 4° comma e 107 Tuf (in cui il suddetto periodo sarà compreso, come noto, fra i venticinque ed i quaranta giorni) e la possibilità per la

membri o dalle autorità di vigilanza da essi autorizzate affinché la società emittente possa convocare un'assemblea generale per l'esame dell'offerta (art. 7 della Direttiva).

Apposita disposizione, infine, è dedicata alla pubblicità dell'offerta, volta a garantire la trasparenza e l'integrità dei mercati dei titoli interessati: ai sensi dell'art. 8 della Direttiva, infatti, gli Stati membri devono prescrivere, per qualsiasi informazione o documento di cui al precedente art. 7, forme di pubblicità idonee ad assicurarne l'immediata ed agevole conoscenza da parte dei possessori dei titoli e dei rappresentanti dei lavoratori della società emittente e dell'offerente.

Sempre al fine di garantire un'efficiente disciplina informativa dell'offerta e di rispondere alla preoccupazione delle società che possono essere oggetto di un'offerta pubblica di acquisto, l'art. 10 della Direttiva stila un elenco di informazioni in materia di trasparenza che le società stesse devono pubblicare nella relazione sulla gestione<sup>36</sup>. Si tratta, in particolare, di informazioni sulle strutture e disposizioni che potrebbero ostacolare l'assunzione e l'esercizio del controllo della società da parte di un offerente.

I punti nodali della Direttiva e sui quali si è sviluppata la più accesa opposizione sono, senza dubbio, rappresentati dalla *cd. Neutrality rule* (nota anche come *Passivity rule*) relativa ai doveri di astensione dell'organo amministrativo (art. 9 della Direttiva) e dalla *cd. Breakthrough rule* relativa alla neutralizzazione automatica delle misure difensive (art. 11 della Direttiva).

---

Consob, sancita dalla stesso art. 40, 2° comma, di prorogarne la durata fino ad un massimo di cinquantacinque giorni.

<sup>36</sup> Si noti che, ai sensi del paragrafo 3 dell'art. 10 della Direttiva, l'organo di amministrazione di una società con titoli quotati in un Stato membro deve presentare una relazione esplicativa all'assemblea generale annuale degli azionisti sulle informazioni previste dal paragrafo 1.

Per evitare atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, la Direttiva ha ritenuto necessario limitare i poteri dell'organo amministrativo della società emittente in ordine al compimento di atti e di operazioni di carattere straordinario, senza ostacolare indebitamente la stessa società nella sua normale attività.

L'art. 9 della Direttiva, in particolare, obbliga gli Stati membri ad assicurare che l'organo amministrativo si astenga dall'adottare misure difensive tali da compromettere il successo dell'offerta se non senza l'autorizzazione preventiva dell'assemblea generale degli azionisti. La Commissione, nella Relazione alla proposta di direttiva, ha evidenziato la *ratio* di una disposizione così discussa, sebbene adottata già da alcuni ordinamenti nazionali<sup>37</sup>, sottolineando l'importanza di garantire che la sorte della società emittente, in presenza di un'offerta concreta volta ad acquisirne il controllo, sia decisa dai suoi proprietari. La Direttiva non definisce le misure suscettibili di far fallire un'offerta, ma indica a titolo esemplificativo l'ipotesi di emissione di azioni che possano avere l'effetto di impedire all'offerente, in maniera durevole, di acquisire il controllo della società target; il legislatore comunitario, peraltro, esclude espressamente che fra le misure difensive rientri la ricerca di altre offerte, che anzi sono fatte esplicitamente salve dall'articolo in parola.

Quanto al periodo in cui vige la *cd. Passivity rule*, esso è compreso tra il momento in cui l'offerta è resa pubblica ai sensi dell'art. 6, paragrafo 1 della Direttiva e finché il risultato dell'offerta medesima non sia reso pubblico ovvero l'offerta decada. Per le decisioni adottate prima del suddetto periodo ma non ancora attuate in tutto o in parte, l'assemblea dei soci deve comunque provvedere all'approvazione o alla ratifica di quelle non rientranti nelle normali attività della società e la cui attuazione

---

<sup>37</sup> Quanto all'ordinamento italiano, l'art. 104 Tuf.

possa contrastare il raggiungimento degli obiettivi dell'offerta. Le norme nazionali, inoltre, devono prescrivere all'organo amministrativo della società obiettivo di pubblicare un documento contenente un suo parere motivato sull'offerta, inclusa la sua opinione sugli effetti della stessa su tutti gli interessi della società e, in particolare, sull'occupazione e sui piani strategici dell'offerente per la società emittente.

Altrettanto discussa e non condivisa da tutti gli Stati membri è la “regola della neutralizzazione” dettata dall'art. 11 della Direttiva. La previsione ivi contenuta risponde alla preoccupazione avanzata da alcuni Stati membri, che lamentano, all'interno dell'Unione, la mancanza di condizioni concorrenziali per l'acquisto delle società, a causa dei persistenti ostacoli posti dal diritto societario di alcuni Stati membri. Pertanto, proprio al fine di addivenire ad un “level playing field” per le OPA, il suddetto articolo 11 si sofferma sulle diverse restrizioni giuridiche che possono essere considerate barriere alle offerte di cui trattasi.

In particolare, è prevista l'inopponibilità all'offerente delle restrizioni al trasferimento di titoli previsti dallo statuto della società emittente o da accordi contrattuali tra la società medesima ed i possessori di titoli (o tra possessori di titoli) conclusi dopo l'adozione della Direttiva. Sono del pari inefficaci le restrizioni al diritto di voto (statutarie o contrattuali) nell'assemblea generale che decide su misure di difesa eventuali ai sensi dell'art. 9 della Direttiva; inoltre, nella medesima assemblea, i titoli a voto plurimo conferiscono un solo voto. “La Commissione riconduce la *ratio* della norma alla necessità che, conformemente al principio di cui al citato art. 9, i possessori dei titoli si esprimano sull'offerta in assoluta libertà e con cognizione di causa”<sup>38</sup>.

---

<sup>38</sup> F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino 2012, pp. 96 ss.

Infine, l'articolo in esame prescrive la non applicabilità delle restrizioni al trasferimento dei titoli e ai diritti di voto di cui ai precedenti paragrafi 2 e 3 dello stesso, così come di qualsiasi altro diritto straordinario degli azionisti relativo alla nomina o revoca degli amministratori e previsto dallo statuto della società emittente, qualora l'offerente, a seguito dell'offerta, detenga una percentuale del capitale con diritto di voto pari o superiore al 75%; nella medesima ipotesi, i titoli a voto plurimo conferiscono un unico voto nella prima assemblea generale che segue la chiusura dell'offerta convocata dall'offerente per modificare lo statuto societario ovvero revocare o nominare i membri dell'organo di amministrazione<sup>39</sup>.

Al riguardo, tuttavia, si noti che, come attentamente sottolineato dalla stessa Commissione, la soppressione dei diritti elencati nell'articolo in parola solleverebbe dubbi di legittimità costituzionale in alcuni ordinamenti giuridici e, ad avviso di alcuni, potrebbe essere considerata una forma illegittima di espropriazione privata, contraria alla Carta dei diritti umani. Per risolvere la suddetta questione, il legislatore comunitario ha dunque previsto l'obbligo di riconoscere un equo indennizzo per qualsiasi perdita subita dai titolari di tali diritti ed è fatto rinvio agli Stati per la determinazione delle condizioni e modalità di pagamento.

Tutte le misure in esame sono finalizzate a tutelare il diritto degli azionisti di decidere sull'offerta, liberandoli dai vincoli statutari o contrattuali che impediscono il voto o il trasferimento dei titoli stessi e garantiscono che l'offerente possa esercitare i diritti di controllo nella

---

<sup>39</sup> Si noti, al riguardo, l'esplicito riconoscimento effettuato dall'art. 11 della Direttiva del diritto dell'offerente di convocare, al fine suddetto, un'assemblea generale a breve termine, purché non prima di due settimane dalla sua notifica.



prima assemblea successiva all'esito positivo dell'offerta. Norme di questo tipo già esistono in alcuni Paesi membri<sup>40</sup>.

Quanto, poi, all'art. 12 della Direttiva, a differenza dei precedenti, non è stato proposto dalla Commissione, che anzi lo ha criticato ed osteggiato duramente; la sua adozione, peraltro, è stata posta come *conditio sine qua non* all'adozione dell'intera Direttiva da parte degli Stati membri e del Parlamento. La disposizione in parola ha ad oggetto l'applicabilità delle norme più discusse dell'intera disciplina comunitaria; concede, infatti, ai Paesi membri la facoltà di non esigere che le società con sede nel loro territorio applichino le norme contenute nell'art. 9, paragrafi 2 e 3 (principio di neutralità) e/o quelle sancite dall'art. 11 della direttiva (regola di neutralizzazione).

Resta salva, tuttavia, la facoltà delle società con sede nello Stato in cui è prevista tale eventuale riserva di applicare gli articoli in esame, purché la decisione sia legittimamente adottata dall'assemblea generale, a maggioranza qualificata, e sia notificata a tutte le autorità di vigilanza degli Stati membri nei quali siano quotati i suoi titoli (art. 12, paragrafo 2 della Direttiva).

Il terzo paragrafo del suddetto art. 12, inoltre, concede agli Stati membri la facoltà di esonerare le società dall'applicazione degli articoli 9 e 11 della Direttiva, qualora risultino essere 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, introducendo in tal modo il principio di reciprocità.

---

<sup>40</sup> Il Tuf, in particolare, prevede che gli azionisti che intendano aderire ad un'OPA, possono recedere senza preavviso dai patti parasociali (art. 123 del Tuf, in tal caso, il recesso produce effetto solo con il perfezionamento del trasferimento delle azioni). Inoltre, in occasione dell'OPA sono sospesi i limiti alle partecipazioni reciproche (art. 121 del Tuf, ai sensi del quale, la disciplina delle partecipazioni reciproche non si applica se i limiti ivi statuiti siano superati a seguito di un'OPA diretta a conseguire almeno il 60% delle azioni ordinarie).

Infine, non si può non accennare alla disciplina relativa al diritto e all'obbligo di acquisto contenuta negli artt. 15 e 16, la cui assenza nelle precedenti proposte è stata oggetto di dure critiche. Il legislatore comunitario preferisce, pertanto, esplicitare la necessità di riconoscere all'offerente, nel caso in cui acquisti una rilevante percentuale di titoli della società emittente a seguito di un'OPA<sup>41</sup>, il diritto di acquistare i restanti titoli (cd. *right of squeeze-out*) e di prevedere, nelle medesime circostanze, il relativo diritto degli azionisti di minoranza di venderglieli (cd. *right of sell-out*).

In particolare, l'art. 15 della Direttiva prevede il suddetto dispositivo di cessione obbligatoria ad un prezzo equo qualora l'offerente detenga almeno il 90% dei diritti di voto della società emittente oppure quando abbia acquistato o si sia impegnato ad acquistare, a seguito dell'accettazione dell'offerta, almeno il 90% del capitale che conferisce il diritto di voto della società emittente ed il 90% dei diritti di voto oggetto dell'offerta.

Il successivo art. 16 riconosce, come contropartita del diritto creato ex art. 15 e a vantaggio dei possessori di titoli in minoranza, un diritto di riscatto obbligatorio, in base al quale questi ultimi, alle stesse condizioni di quelle previste dal suddetto art. 15, possono esigere che l'offerente acquisti i loro titoli ad un giusto prezzo.

Certo, resta da chiedersi perché le OPA debbano essere oggetto di una direttiva comunitaria, e la materia non debba piuttosto essere lasciata agli Stati membri in base al principio di sussidiarietà; la domanda trova risposta non appena si consideri che la creazione di imprese con operatività transnazionale (imprese cross-border) è un passaggio

---

<sup>41</sup> Per la precisione, l'art. 15, paragrafo 1 della Direttiva si esprime nei seguenti termini: "a seguito di un'offerta indirizzata a tutti i possessori di titoli della società emittente e riguardante la totalità dei loro titoli.

necessario per la piena funzionalità di un mercato unico integrato a livello europeo.

I takeovers rappresentano uno dei principali strumenti per la realizzazione di tali imprese, data la differenza che le integrazioni aziendali transfrontaliere tradizionalmente riscuotono presso stakeholders locali e potere politico: ne consegue, quindi, che un'armonizzazione a livello comunitario delle regole che disciplinano i takeovers, al fine di neutralizzare eventuali atteggiamenti protezionistici, è strumentalmente connessa all'obiettivo del mercato unico europeo.

D'altronde, un riscontro empirico di questo legame si trae, dalla storia dei diversi tentativi di emanazione di una direttiva comunitaria in materia, come precedentemente illustrato.

A seguito del recepimento in Italia della Direttiva 2004/25/CE, avvenuto con il Decreto Legislativo 19 novembre 2007, n. 229, Consob ha varato una nuova regolamentazione secondaria volta, da un lato, a dare attuazione alle deleghe previste in materia dal Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (il "**TUF**") e, dall'altro, a rendere coerente il proprio Regolamento 11971 del 14 maggio 1999 (il "**Regolamento Emittenti**") con le novellate previsioni legislative.

L'intervento regolamentare di Consob, adottato a seguito di una duplice fase di consultazione con il mercato e animato dai dichiarati obiettivi di rafforzamento della tutela degli azionisti di minoranza e di miglioramento dell'efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario, ha costituito, peraltro, l'occasione per affrontare anche questioni emerse nell'esperienza applicativa della disciplina sulle OPA, per tener conto dell'analisi comparata della regolamentazione vigente in materia nei principali paesi europei.

“In considerazione dell'ampiezza dell'intervento, nonché del carattere di assoluta novità di numerose previsioni, al fine di consentire un graduale adeguamento alle nuove disposizioni è stato previsto un regime transitorio che ne ha previsto un'entrata in vigore in diverse fasi”<sup>42</sup>.

Di seguito una sintetica disamina delle novità introdotte di maggior rilievo.

- **Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie:** inclusione degli strumenti finanziari derivati nel computo della partecipazione rilevante per l'OPA obbligatoria.

In attuazione della delega prevista al comma 3-bis dell'art. 105 del TUF, secondo la quale Consob è chiamata a stabilire con regolamento i casi e le modalità con cui gli strumenti finanziari derivati detenuti debbono essere computati nel calcolo della partecipazione (pari al 30%, ovvero al 5% nel caso dell'OPA da consolidamento) rilevante ai fini dell'obbligo di lanciare un'offerta pubblica acquisto (le "**Partecipazioni OPA**"), l'Autorità ha ritenuto debbano essere inclusi tutti gli strumenti finanziari, detenuti anche indirettamente, che conferiscono una cd. "posizione lunga" sul titolo sottostante (che viene definita dalla medesima autorità come la posizione finanziaria in cui il contraente ha un interesse economico positivamente correlato all'andamento del sottostante).

Ai fini del calcolo della partecipazione rilevante, si terrà conto del numero totale di titoli sottostanti al contratto derivato ovvero, qualora tale numero di titoli sia variabile, si farà riferimento al quantitativo massimo previsto dallo strumento finanziario.

Tale scelta regolamentare, criticata durante la fase di consultazione per l'ampiezza dell'ambito applicativo, è stata comunque mantenuta in sede di redazione finale del nuovo Regolamento Emittenti. Tuttavia l'Autorità

---

<sup>42</sup> M.Gatti, *OPA e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, 2004, p.184

ha, da un lato, preannunciato la propria intenzione di rendere tale disciplina complementare a quella della trasparenza sulle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120 del TUF (e, pertanto, di avviare al più presto una consultazione con il mercato su tale tematica) e, dall'altro, ne ha parzialmente mitigato la portata tramite la previsione di alcune eccezioni alla regola generale.

Le previsioni in materia sono volte a determinare la rilevanza delle azioni proprie ai fini del calcolo delle Partecipazioni OPA con l'obiettivo di contemperare due contrapposte esigenze: da un lato, evitare che tali azioni siano utilizzate come strumento elusivo della disciplina dell'OPA obbligatoria e, dall'altro, consentire alla società un utilizzo "legittimo" delle stesse, e cioè di poter ricorrere all'acquisto di azioni proprie quando ciò sia nell'interesse della società e dei soci.

#### **- Azione di concerto**

A seguito di uno degli ultimi interventi normativi del Governo italiano sulla disciplina dell'OPA contenuta nel TUF, importanti modifiche erano già state apportate alle previsioni relative all'OPA da concerto.

In particolare, era stata in primo luogo introdotta, al comma 4 dell'art. 101-bis del TUF, una definizione generale di "persone che agiscono di concerto" (intendendosi per tali i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o scambio). In secondo luogo, erano state confermate le presunzioni assolute di concerto già previste in passato nel nostro ordinamento, e cioè le ipotesi in cui si presume che determinati soggetti agiscano in concerto senza possibilità di prova contraria (gli aderenti ad un patto, anche nullo; un soggetto, il suo controllante, e le

società da esso controllate; le società sottoposte a comune controllo; e una società ed i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza o direttori generali).

“Tuttavia, per ovviare al rischio di una eccessiva rigidità in sede applicativa, sono state introdotte, da un lato, ipotesi di presunzioni relative, vale a dire ipotesi in cui si presume che i soggetti coinvolti siano persone che agiscono di concerto sulla base della definizione generale contenuta nel comma 4, salvo che tali soggetti provino la non ricorrenza delle condizioni di cui al medesimo comma”<sup>43</sup>. Dall'altro, è stata prevista la possibilità di escludere il concerto qualora, pur non potendosi escludere una cooperazione tra più soggetti, tale cooperazione non persegua alcuna delle finalità indicate al comma 4.

#### **- Regime delle esenzioni**

L'obiettivo primario della tutela degli azionisti di minoranza ha giocato un ruolo fondamentale nella costruzione del rinnovato regime delle esenzioni dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto, tramite la previsione di un diretto coinvolgimento di tali azionisti mediante l'utilizzo dei meccanismi deliberativi denominati di *whitewash*. Con riferimento alle ipotesi di esenzione legate a operazioni di salvataggio di società in crisi, il Regolamento prevede tre nuove e distinte ipotesi.

Nella prima fattispecie confluiscono i casi di crisi "conclamata" individuati dall'Autorità (i) nell'ammissione a una procedura concorsuale prevista dal R.D. 267/1942 o da altre leggi speciali; (ii) nell'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato con i debitori, ai sensi dell'articolo 182-bis del medesimo R.D., reso noto

---

<sup>43</sup> G.Fauceglia, *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, Torino 2010, pp. 271 ss.

al mercato; o (iii) nelle richieste formulate da un'Autorità di vigilanza prudenziale al fine di prevenire il ricorso all'amministrazione straordinaria o alla liquidazione coatta amministrativa ai sensi del TUF, del d.lgs. 385/1993, del d.lgs. 209/2005. In tal caso, ai fini dell'applicazione dell'esenzione, è sufficiente che all'acquisto potenzialmente rilevante si accompagni una ricapitalizzazione della società o altro intervento di rafforzamento patrimoniale.

Nella seconda fattispecie confluisce l'acquisto che sarebbe stato altrimenti rilevante ai fini dell'obbligo del lancio dell'offerta pubblica di acquisto qualora compiuto 1) in assenza di altri acquisti effettuati o pattuiti nei dodici mesi precedenti e 2) tramite la sottoscrizione di un aumento di capitale della società quotata, con esclusione del diritto di opzione, idoneo a consentire, anche attraverso una ristrutturazione del debito, il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria, posto in essere in esecuzione di un piano di risanamento: (i) che sia reso noto al mercato; (ii) che attesti l'esistenza di una situazione di crisi; (iii) la cui ragionevolezza sia certificata da un professionista ai sensi dell'articolo 67, comma 3, lettera d), del R.D. n. R.D.267/1942.

#### **- Correzione del prezzo dell'OPA obbligatoria**

L'art. 106, comma 3, del TUF, ha attribuito a Consob il potere di disciplinare meccanismi correttivi del prezzo dell'OPA obbligatoria in determinate circostanze, aumentandolo o diminuendola rispetto al prezzo che deriverebbe dall'applicazione dei criteri previsti dall'art. 106, comma 2 (il prezzo più elevato pagato dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto nei 12 mesi anteriori alla comunicazione dell'offerta, ovvero, in mancanza di acquisti in tale periodo temporale, un prezzo non

inferiore alla media ponderata di mercato degli ultimi 12 mesi o del minor periodo disponibile).

#### **- Sell out e squeeze out**

Il medesimo intento che ha ispirato la Commissione nella redazione delle previsioni volte a correggere il prezzo dell'OPA obbligatoria è rinvenibile anche nelle previsioni che disciplinano la determinazione del prezzo nel caso di esercizio del *sell out* e dello *squeeze out*.

Al di fuori delle ipotesi previste direttamente dalla legge in cui viene stabilito che il prezzo per il *sell out* e lo *squeeze out* è lo stesso di quello dell'offerta precedente, tale meccanismo di equiparazione al prezzo dell'offerta precedente è esteso in via regolamentare da Consob anche ad ulteriori ipotesi, e cioè quando l'obbligo di acquisto sia sorto a seguito di un'offerta pubblica volontaria:

- a) promossa ai sensi dell'articolo 107 del TUF (e cioè un'offerta preventiva non totalitaria);
- b) totalitaria promossa ai sensi dell'articolo 40-bis, comma 3, lettera d)<sup>44</sup>, ovvero volontariamente assoggettata dall'offerente a tale disciplina qualora l'offerta abbia ricevuto l'approvazione da parte di coloro che detengono la maggioranza dei titoli portati in adesione;
- c) totalitaria soggetta alla disciplina di riapertura dei termini di cui all'articolo 40-bis, comma 1, ovvero volontariamente assoggettata dall'offerente a tale disciplina, sempreché, in entrambi i casi, ad essa sia stato conferito nella prima fase di durata dell'offerta almeno il 50% dei titoli che ne costituivano oggetto.

---

<sup>44</sup> Cioè un'offerta per la quale sarebbe in linea di principio imposto l'obbligo della riapertura dei termini dell'offerta, ma che viene esentata da tale obbligo in quanto l'offerente ha condizionato irrinunciabilmente l'efficacia dell'offerta all'approvazione da parte di coloro che detengono la maggioranza dei titoli portati in adesione e l'offerta ha ricevuto l'approvazione prevista su apposita sezione della scheda di adesione.



Il criterio del prezzo dell'offerta precedente ovviamente troverà applicazione anche nel caso in cui la precedente offerta sia stata un'offerta di scambio ovvero di acquisto e scambio, rimanendo in tal caso invariata (oltre che la misura del corrispettivo) la forma del corrispettivo e la proporzione fra titoli e contanti.

#### **- Regole di trasparenza e correttezza**

Tra le novità introdotte vanno segnalate anche le nuove previsioni regolamentari volte a rafforzare le regole di trasparenza e correttezza cui attenersi nel corso dello svolgimento di un'offerta pubblica di acquisto.

In primo luogo, è stato introdotto l'obbligo:

(i) in capo ai soggetti interessati (offerente, emittente e soggetti ad essi legati da rapporti di controllo, società sottoposte a comune controllo, società collegate, componenti dei relativi organi di amministrazione e controllo e direttori generali, soci dell'offerente o dell'emittente, aderenti ad un patto parasociale, nonché coloro che agiscono di concerto con l'emittente o l'offerente), di rendere note al mercato e a Consob, entro la giornata, oltre alle operazioni di acquisto e vendita dei titoli oggetto di offerta, anche quelle aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati connessi ai titoli oggetto di offerta, indicandone i termini essenziali; e (ii) in capo all'offerente e a coloro che agiscono di concerto con esso, di rendere nota al mercato e a Consob, entro la giornata precedente all'operazione, la notizia relativa all'intenzione di cedere i titoli oggetto dell'offerta a terzi, per tali escludendosi gli appartenenti ai gruppi dell'offerente o di chi agisce di concerto con esso (e ciò al fine di garantire al mercato un'informazione preventiva su comportamenti dell'offerente che muovono in direzione opposta rispetto all'offerta).

In secondo luogo, la regola c.d. della *best price* (è cioè l'obbligo per l'offerente di allineare il corrispettivo dell'offerta al prezzo più alto

eventualmente pagato in caso di acquisto dei titoli oggetto dell'offerta da parte dello stesso offerente nel periodo compreso tra la comunicazione dell'offerta e la data di pagamento) è stata modificata sotto un duplice profilo.

“Da un lato, vengono inclusi nell'operatività della regola, oltre agli acquisti di titoli, anche l'assunzione di posizioni lunghe aventi come sottostante i titoli (e, in tal caso, il prezzo verrà determinato secondo il medesimo meccanismo previsto per stabilire il prezzo dell'OPA obbligatoria dovuta ad acquisti di strumenti finanziari derivati). Viene comunque precisato che la best price rule in vigore fino alla data di pagamento non si applica ai casi di operazioni di compravendita compiute a condizioni di mercato nell'ambito dell'attività di negoziazione per conto proprio per quantitativi complessivamente non superiori allo 0,5%”<sup>45</sup>.

Dall'altro, l'operatività della regola è stata estesa dalla data di pagamento fino ai sei mesi successivi alla chiusura della stessa nel caso di acquisti complessivamente superiori allo 0,1% dei titoli oggetto dell'offerta, con obbligo, in tal caso, di adeguare il prezzo tramite l'attribuzione di un conguaglio in denaro agli aderenti all'offerta. Tale soglia dello 0,1% è elevata all'1% qualora si tratti di operazioni di compravendita compiute a condizioni di mercato nell'ambito dell'attività di negoziazione per conto proprio. Al fine di consentire un monitoraggio da parte dell'Autorità, nei sei mesi successivi alla data ultima di pagamento del corrispettivo, è stato imposto in capo all'offerente e alle persone che agiscono di concerto di rendere note a Consob, con cadenza mensile, le operazioni di acquisto e vendita dei titoli oggetto di offerta e quelle aventi ad oggetto strumenti

---

<sup>45</sup> F.M. Mucciarelli, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in <<Banche e mercati finanziari>>, Torino, 2009, p. 327

finanziari derivati connessi ai titoli oggetto di offerta, che siano state effettuate nel mese di riferimento, indicandone i termini essenziali.

## 1.5 I RECENTI INTERVENTI LEGISLATIVI E LA FUTURA EVOLUZIONE DELLA NORMATIVA

La disciplina in materia di OPA è stata, poi, oggetto di successivi interventi legislativi.

La nuova configurazione della *passivity rule* e della *breakthrough rule*, delineata con il d.l. n. 185 del 2008, convertito nella L. n. 2/2009, rappresenta senza ombra di dubbio una delle novità di maggior rilievo, frutto di una mutata dimensione operativa in cui il legislatore italiano colloca il fenomeno dell'OPA.

In effetti, con il decreto del 2008 si è intervenuti sull'art. 104 TUF, principalmente, in due direzioni “statutarizzando” la *passivity rule*, vale a dire prevedendo che la stessa operi se gli statuti lo prevedono, e non richiedendo più alcuna maggioranza qualificata ai fini dell'approvazione assembleare della misura difensiva<sup>46</sup>.

Si riconosce, in altri termini, che gli atti e le operazioni che la società target pone in essere con finalità difensive non possono più essere considerati semplicemente come meri artifici di disturbo (come tali, da impedire in ogni modo), ma, al contrario, che essi possano rispondere a reali e condivisibili interessi delle imprese e del mercato di fronte alla proposizione di un'OPA promossa con intenti meramente speculativi.

Il Testo Unico della Finanza perde, dunque, carattere imperativo, risultando, in definitiva, un mera regola di *default*.

In fondo – va opportunamente rilevato – la regola della passività risultava già depotenziata per effetto della norma sulla reciprocità che consentì di

---

<sup>46</sup> In questo senso, l'Italia ha colto, col decreto 2008, quelle possibilità che, in realtà, ad essa era già stata concessa dalla Direttiva OPA che, all'art.12, consente agli Stati membri di non imporre alcun obbligo di passività, ferma, comunque, la possibilità, per le società, di introdurlo su base volontaria.

attivare misure difensive anche senza approvazione degli azionisti, quando lo scalatore non rispetta le stesse regole in casa propria.

La possibilità di introdurre la regola di passività e quella di neutralizzazione solo attraverso il cd. *opting-in* statutario sortisce, inevitabilmente, l'effetto di rendere meno contendibili le società italiane, con l'aggravante però di ritorcersi contro le stesse, quando assumano i panni di scalatore.

In tal caso, infatti, la società *target* potrà invocare la reciprocità e, dunque, disapplicare a sua volta le suddette regole.

Con il risultato, su un palcoscenico più ampio, di ridurre il numero complessivo di possibili acquisizioni.

Oltretutto, tale soluzione si pone in netto contrasto anche con l'obiettivo di garantire la protezione degli azionisti di minoranza poiché, da un lato, rimette la decisione circa il grado di contendibilità della società nelle mani dei soci di controllo e, dall'altro, favorisce una "blindatura legislativa" degli organi direttivi.

Basti pensare che, in assenza di *opting-in* statutario in relazione alla regola di neutralizzazione, i membri dei patti di sindacato non potranno più esprimersi liberamente nelle assemblee chiamate a varare misure difensive contro le Opa ostili, ma dovranno obbedire ad eventuali indicazioni vincolanti contenute negli stessi patti parasociali.

"Se dunque questo è lo scenario ipotizzabile, sarebbe stata forse soluzione più saggia da parte del legislatore circoscrivere l'ambito di tali modifiche a vicende di particolare rilievo e per periodi predeterminati"<sup>47</sup>.

Come evidenziato *ex ante*, consentire o no l'utilizzo di tecniche di difesa dopo il lancio dell'OPA, è questione assai delicata.

---

<sup>47</sup> S.Bragantini, *Troppa protezione fa male*, in <<Il Corriere della Sera>> 29 novembre 2008, p. 43

Volendo fare un breve riepilogo circa i molti ripensamenti del legislatore sul punto è possibile delineare la seguente situazione:

- 1) TUF Originario 1998 – *No Frustration Rule obbligatoria*;
- 2) Direttiva 2004/25/CE (Direttiva OPA) – *Opt-out statale con opt-in statutario*;
- 3) D.lgs. 37/2004 – *Introduce limite ad azioni con voto condizionato*;
- 4) D.lgs. 229/2007 – *Attuazione Direttiva OPA*;
- 5) D.l. 185/2008 convertito nella legge 2/2009 - *No Frustration Rule facoltativa statuari*;

Si è già detto in precedenza della disciplina relativa al TUF del 1998 ed alle novità apportate dalla direttiva 2004/25/CE.

In merito, invece, alle novità introdotte dal D.lgs. 37/2004, esso mira a coordinare la riforma societaria con il Testo Unico; di conseguenza, esso ha modificato parzialmente il comma 1 dell'art. 104 TUF.

Più precisamente, il comma 1 dell'art.104 TUF viene modificato nel secondo periodo, passando da una formulazione quale “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” all'attuale “le assemblee deliberano, in ogni convocazione, con il voto favorevole di tanti soci che rappresentano almeno il trenta per cento del capitale”.

Ma, la novità di maggior rilievo introdotta nel testo dell'art. 104 è senza dubbio quella contenuta nel comma 1 bis, il quale dispone che le società quotate “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”. La norma è di notevole impatto e deve essere soppesata con particolare attenzione, poiché introduce nel gioco dell’OPA le azioni “prive normalmente del diritto di voto, ma che acquistano tale diritto al momento del lancio di un’offerta pubblica di acquisto per il controllo”.

Quanto al D.lgs. 229/2007, si tratta del decreto di recepimento della Direttiva del 2004, la quale attribuisce agli Stati membri la facoltà di rimettere alle società quotate la scelta (che è reversibile) in merito all’applicazione della *passivity rule*. Inoltre, gli Stati Membri hanno facoltà di esonerare le società che abbiano scelto di applicare la *passivity rule* dall’applicazione di tali norme, qualora l’offerente non sia soggetto a disposizioni equivalenti nel proprio Paese.

A distanza, poi, di poco più di un anno dall’entrata in vigore della nuova disciplina, l’estensione dei poteri e dei limiti nell’ambito dei quali consentire alla società target di adottare comportamenti “difensivi” viene fatta oggetto di profonda rimediazione.

Nel dettaglio, le modifiche all’attuale configurazione della *passivity rule* introdotte dalla l. n.2/09 consistono:

- 1) in primo luogo, nell’aver reso non necessaria l’autorizzazione dell’assemblea per lanciare operazioni volte a rendere più onerosa o meno conveniente un’acquisizione ostile, eliminando l’imperatività delle norme in *subjecta materia* e consentendo alla società, scelte statutarie in tutto o in parte diverse (art.104, co. 1, TUF);
- 2) in secondo luogo, nell’aver eliminato il quorum del 30 per cento, qualora la società emittente opti per l’inserimento della *passivity rule* nel proprio statuto.

A seguito, poi, delle ultime modifiche apportate al TUF dal D.Lgs. n.146/09, la situazione è la seguente: l’attuazione di misure difensive è consentita solo previa autorizzazione dell’assemblea (cd. *passivity rule*),

ma lo statuto può derogare in tutto o in parte tale divieto (clausola *opt-out*).

Le deroghe statutarie alla *passivity rule* sono comunicate alla Consob (in caso di quotazione in altro Stato Membro, anche alle autorità di vigilanza di tale Stato) ed al pubblico.

In tal modo, quindi, viene ripristinato il testo anteriore al D.L. 185/2008, convertito nella L. n.2/09, con queste differenze:

- a) non viene reintrodotta la norma sulle azioni a voto condizionato all'OPA (*poison pill*);
- b) gli statuti possono derogare alla *No Frustration Rule* (che diviene, così, norma dispositiva);

Di conseguenza, nei casi in cui opera la regola di passività, la disciplina del TUF stabilisce, con formula particolarmente ampia, che gli amministratori della società bersaglio con azioni quotate devono astenersi “dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell’offerta” (art. 104), rendendo lo stesso più oneroso e anche più difficile per l’offerente.

E ciò vale anche per l’attuazione di decisioni assunte prima del lancio dell’OPA, che non rientrano nel corso normale dell’attività della società<sup>48</sup>.

In effetti, l’opzione della non richiesta di alcuna maggioranza qualificata, ai fini dell’approvazione assembleare della misura difensiva, è sopravvissuta al Decreto 2009, mentre quella dell’operatività della *passivity rule*, se gli statuti lo prevedono, è stata superata dalla previsione secondo cui opera, automaticamente, la regola di passività, salva la possibilità, per gli statuti di derogarvi.

---

<sup>48</sup> Per una elencazione non tassativa delle operazioni vietate si veda la comunicazione Consob, 18.5.1999, n. 99039392.



Tre le motivazioni ufficiali che hanno accompagnato il varo del Decreto 2009 e, quindi la scelta di tornare a rendere legale (ancorché statutariamente derogabile) la *passivity rule*, si rinviene l'esigenza di assicurare una condizione di parità tra le parti quotate italiane e quelle correnti in altri Paesi comunitari, e l'esigenza, che con la prima si è inteso contemperare, di assicurare il completo coinvolgimento degli azionisti in ogni decisione.

In massima sintesi, possono essere, così, rappresentate le ragioni di queste brusche inversioni di tendenza in conseguenza delle quali quelle restrizioni all'adozione di misure difensive che il decreto attuativo, in nome della contenibilità delle nostre imprese, avevo reso legali e (almeno tendenzialmente) indeclinabili sono, dapprima (con il Decreto 2008) diventate statutarie, per poi, (col Decreto 2009 e con specifico riferimento alla *passivity rule*), tornare ad essere legali quantunque derogabili per statuto.

Tra gli atti ed operazioni che possono contrastare gli obiettivi dell'offerta, rientrano:

- 1) Atti che mirano ad “incrementare il costo necessario per raggiungere il quantitativo di adesioni che l'offerente intende ottenere”.
  - A) Aumenti di capitale (più efficace se delegati agli amministratori con esclusione del diritto d'opzione).
  - B) Conversione di azioni senza voto in azioni con voto.
- 2) Operazioni che non incidono sui titoli oggetto dell'OPA, bensì sull'impresa, e tendono a mutarne le caratteristiche patrimoniali.
  - A) Vendita dei gioielli della corona.
  - B) Fusioni o scissioni.
  - C) Distribuzione di dividendi eccezionali.

3) Comportamenti di disturbo.

A) Contro-offerte.

B) Acquisto di altre imprese per creare problemi antitrust.

Si tende, invece, a riconoscere che non cadono nel divieto: l'esecuzione di aumenti di capitale sociale già deliberati dall'assemblea (ma non la semplice delega all'aumento ex art. 2443 c.c.); l'esecuzione di contratti stipulati anteriormente al lancio dell'offerta.

I limiti generali alle "misure difensive" oltre all'art. 104 TUF, sono:

1) Parità di trattamento dei soci;

2) Limiti all'acquisto di azioni proprie;

3) Limiti all'aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione.

Il divieto decorre dal momento della prima comunicazione dell'OPA o del superamento della soglia per OPA obbligatoria, ex art.102, comma 1, TUF (art.104, comma 1, secondo periodo, TUF).

La prima comunicazione dell'OPA non richiede necessariamente il documento d'offerta, quindi, se questo non viene allegato subito, gli azionisti sono chiamati ad approvare la "difesa" senza conoscere i dettagli dell'offerta.

La *No Frustration Rule* inizia in un momento preciso (la prima comunicazione dell'OPA volontaria o il superamento della soglia dell'OPA obbligatoria): di conseguenza, se gli amministratori vengono a conoscenza del progetto di OPA prima del giorno in cui questa viene promossa, possono realizzare difese senza assoggettarle all'autorizzazione assembleare.

Non è più richiesta una maggioranza rafforzata (in passato il 30% del capitale in ogni convocazione); perciò, l'autorizzazione può essere concessa dall'assemblea ordinaria o straordinaria con le normali maggioranze, a seconda del tipo di operazione da autorizzare.

Non costituisce, inoltre, violazione della *passivity rule* la mera ricerca di soggetti disposti a promuovere un'OPA concorrente più favorevole per gli azionisti (c.d. "cavaliere bianco": art. 104, 1 comma).

La ratio è aumentare le *chance* degli azionisti di vendere ad un prezzo favorevole (non favorire un offerente rispetto ad un altro).

In realtà tale esenzione, che era già presente nella prassi interpretativa Consob (18 maggio 1999), ora viene espressa nell'art. 104 per attuare la Direttiva OPA.

Di certo, qualora gli amministratori forniscano informazioni al cavaliere bianco, o gli consentano di compiere la *due diligence* sulla società *target*, devono fare altrettanto con il primo offerente.

Gli atti compiuti durante un'OPA in attuazione di delibere assembleari precedenti ad essa devono essere autorizzati nuovamente ex art. 104, comma 1, TUF se

- a) non sono ancora stati attuati in tutto o in parte;
- b) non rientrano nel corso normale dell'attività;
- c) la loro attuazione può contrastare gli obiettivi dell'offerta (art.104, comma 1-ter, TUF)<sup>49</sup>.

Questa prassi interpretativa non è più compatibile con il dettato normativo, che si riferisce alle sole operazioni che "non rientrano nel corso normale dell'attività".

Vi è una deroga statutaria: infatti, "gli statuti possono derogare, in tutto o in parte, alle disposizioni dei commi 1 e 1-bis" (art. 104, comma 1-ter, TUF).

Il modello che viene ridisegnato dal D.Lgs. 25.9.2009, n. 146, con effetto dall'1.7.2010, si colloca in una posizione di equidistanza rispetto ai due

---

<sup>49</sup> Principio di parità di trattamento e informativa degli offerenti: non espresso nella Direttiva o nel TUF, ma implicito nella *ratio* dell'esenzione.

modelli che lo hanno preceduto – quello del decreto attuativo della direttiva e quello del decreto “anticrisi” – che si ispirano a logiche visibilmente contrapposte.

“Il nuovo intervento di riforma ha ristabilito, quale regola di *default*, quella dell’astensione propria del decreto attuativo (adottando l’opt-in comunitario, ma senza alcun riferimento a specifici quorum deliberativi) e, nel contempo, ha riconosciuto ai soci - in linea con la previsione del decreto “anticrisi” – il potere di derogare, anche in parte, al modello legale di passività (opt-out statutario): potere che si presenta come assolutamente inedito, in quanto non previsto nella disciplina comunitaria”<sup>50</sup>.

Tali continui processi di revisione e aggiustanti segnalano la ricerca di un difficile equilibrio tra il rischio di abbandonare completamente la società nelle mani dello scalatore, e quello di dare mano libera agli amministratori.

E’ noto il timore nei confronti di *raiders* con finalità meramente speculative e poco interessati alle prospettive imprenditoriali delle società scalate; si è sottolineato, a tal proposito, come la costante esposizione ai *takeover* impedisce alle società di porre in essere e mantenere *long-term relationships* che riguardano soprattutto, ma non solo, gli investimenti di capitale umano, che rappresentano un elemento portante del patrimonio di efficienza gestionale dell’impresa.

E’, tuttavia, altrettanto nota la difficoltà di misurare la legittimità del comportamento degli amministratori in ragione dei vantaggi per la società amministrata e della ragionevolezza e proporzionalità rispetto alla minaccia delle misure adottate.

---

<sup>50</sup> A.Morello, *Scalate ostili e misure difensive: dalla Direttiva OPA al Decreto 146/09*, in <<*Soc*>> 2010, p. 159

Di qui il rischio che gli amministratori siano portati a valutare le offerte, anche quelle più vantaggiose per gli azionisti, alla luce dei rischi di sostituzione derivanti dal ricambio del controllo, per giungere ad osservare empiricamente le “mutazioni” del grado di ostilità dell’offerta sulla base della prospettiva di permanenza “in ruolo” degli amministratori della *target*.

Ci si è chiesto infatti, se gli amministratori della società emittente, posti di fronte ad un’offerta pubblica d’acquisto non concordata con loro, debbano necessariamente perseguire l’interesse degli azionisti a vendere le azioni al miglior offerente, o possano tutelare altri interessi (lavoratori creditori, altri azionisti, portatori di strumenti finanziari).

Stesso interrogativo si è posto anche nel caso opposto, in cui l’OPA viene concordata dall’offerente con gli amministratori, se questi ultimi, nella scelta del partner industriale, debbano osservare un certo livello di diligenza che risulterebbe violata se l’offerta “amichevole” risultasse, per qualsiasi ragione, pregiudizievole per la società<sup>51</sup>.

La soluzione, oggi adottata, dal legislatore appare di difficile lettura.

Da un lato, la disciplina legale impone un obbligo di astensione alla società target dal porre in essere atti od operazioni che possano contrastare gli obiettivi dell’offerta senza previa autorizzazione dell’assemblea, dall’altro lato prevede che, per il tramite di una modifica statutaria, tale obbligo possa essere completamente spazzato via, in favore di una piena disponibilità, in capo agli amministratori, di contrastare qualsiasi scalata.

---

<sup>51</sup> La Com. Consob 19.11.1999, n.DIS/99085578, sottolinea come rientri nella ratio della *passivity rule*, l’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.

E' pure vero che la derogabilità consentita dall'art. 104 TUF può essere intesa anche con riferimento a clausole che consentano un minore grado di libertà degli amministratori nell'adozione di mezzi per contrastare l'offerta (ad es. ripristinando un *quorum* deliberativo pari al trenta per cento del capitale per autorizzare gli amministratori a porre in essere le *post-bid defences*).

In tal modo, il legislatore ha lasciato l'ultima parola agli azionisti.

A tal ultimo proposito, assume particolare rilevanza la composizione dell'azionariato della società emittente, in particolare, la presenza e l'incidenza, sul capitale, degli investitori istituzionali, generalmente più interessati alle prospettive di medio-lungo periodo dell'attività dell'impresa della società e, nondimeno, propensi all'adesione alle offerte non concordate, rispetto ad altri azionisti rilevanti che, non partecipando al gruppo di comando, tendono con più facilità ad aderire al take-over.

Particolare rilevanza assumerà poi l'azionariato dei dipendenti e, più in generale, la conformazione qualitativa degli assetti proprietari della società; la presenza e la rilevanza di svariate tipologie soggettive di azionisti costituiscono elemento determinante affinché il sistema delle OPA, e, in generale, del ricambio del controllo societario, si possa misurare con parametri ulteriori rispetto a quelli prettamente finanziari.

Può così diventare sempre più importante, sia da parte dell'offerente, sia da parte della società target, un approfondita considerazione degli effetti che dal successo o dall'insuccesso dell'OPA potranno derivare sul piano dell'organizzazione e gestione dell'impresa.

Tali ultime valutazioni non possono non avere una debita influenza sulla possibilità di conformare adeguatamente lo statuto della società emittente i cui "titoli" possano essere oggetto di possibili OPA.

Dunque, una innovazione che, alla luce delle riflessioni qui esposte, non può che salutarsi con favore.

Resta il *vulnus* che troppi cambiamenti delle regole del gioco apportano alla certezza del diritto dei mercati finanziari.

Fiducia che deve essere salda anche per ciò che concerne le regole del gioco: la certezza che esse non cambino in corso d'opera (se non attraverso procedimenti cui lo stesso investitore partecipa) è un fondamentale fattore di attrazione degli investimenti, in particolare stranieri, verso un determinato mercato finanziario.

Nel settembre del 2009, la struttura della disciplina dell'OPA, viene fatta oggetto di un nuovo "giro di giostra", relativamente alla regola della reciprocità.

Forse rendendosi conto che i paventati rischi di acquisizioni ostili e inabilità degli assetti proprietari non si erano concretizzati, ovvero che gli effetti depressivi dei corsi azionari causati dalla crisi finanziaria andavano rientrando, il legislatore ha nuovamente modificato l'art. 104 TUF.

Il D.Lgs. 25.9.2009, n. 146 si è riavvicinato, almeno in parte, all'impostazione originaria, ripristinando come regola di *default*, applicabile in assenza di diverse disposizioni statutarie, la passività del consiglio di amministrazione.

È lo statuto della società a poter optare per la non applicazione di questa norma, consentendo quindi agli amministratori maggiori margini di manovra per rispondere a un'offerta pubblica d'acquisto.

L'intervento legislativo del settembre 2009 non ha, tuttavia, inciso sulla regola di neutralizzazione, che nel nostro ordinamento resta in via generale inapplicabile, salvo che sia introdotta dall'autonomia statutaria.

Di conseguenza, si è reso necessario coordinare anche il testo dell'art. 194 *ter* in tema di reciprocità.

L'attuale quadro normativo, dunque è il seguente: l'assenza di diverse previsioni statutarie, si applica la regola di passività del consiglio di cui ai primi due commi dell'art. 104 TUF, ma non la regola di neutralizzazione di cui all'art. 104 *bis* TUF.

La prima regola applicabile *ex lege* in assenza di *opt-out* statutario, e la seconda qualora prevista dallo statuto tramite *opt-in*, tuttavia sono condizionate alla circostanza che l'offerente, i suoi controllori o offerenti che agiscono di concerto siano sottoposti a disposizioni equivalenti.

Sebbene questi ulteriori modifiche complichino la ricostruzione storica dell'evoluzione normativa, e consegnino all'interprete e agli operatori l'immagine di una legislazione oscillante che mette in dubbio il principio di certezza del diritto, esse appaiono ripristinare, almeno con riferimento alla regola di neutralità del consiglio, una disciplina di maggior tutela per gli azionisti di minoranza, ai quali era stata temporaneamente sottoposta, per effetto di una disposizione di legge, la (parziale) protezione offerta dall'obbligo di passività degli amministratori.

Il ripristino della regola di passività come norma di generale applicazione, in assenza di una diversa opzione statutaria e a condizione di reciprocità, rende maggiormente rilevante, rispetto alla soluzione introdotta nel 2008, anche l'art. 104 *ter*.

Al contrario, poco rilievo continua ad avere la reciprocità con riferimento alla regola di neutralizzazione in quanto, allo stato attuale, non risulta che alcun emittente italiano abbia volontariamente optato per la sua introduzione nello statuto.

“Alla luce di quanto detto, può tranquillamente affermarsi che l'attività di revisione della regolamentazione delle OPA non si è limitata al



recepimento delle disposizioni comunitarie contenute nella Direttiva e all'esercizio delle deleghe regolamentari attribuite alla Consob dalla nuova disciplina contenuta nel TUF, ma ha tenuto conto delle questioni emerse nell'esperienza applicativa della vigente disciplina nonché dell'analisi comparata degli ordinamenti dei principali Paesi<sup>52</sup>.

Le modifiche riguardano sia le disposizioni generali sulla procedura e lo svolgimento dell'offerta, sia quelle in materia di OPA obbligatoria. L'insieme di tali interventi intende conseguire alcune finalità che hanno guidato la Consob nell'individuazione delle ipotesi di modifica della regolamentazione vigente. Tali finalità si ispirano ai consueti principi che sono alla base dell'attività dell'Istituto in questo campo, e che sono primariamente individuati dall'art. 91 del TUF nella tutela degli investitori e nell'efficienza e nella trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali.

Ai fini della realizzazione delle finalità della regolamentazione la Consob ha tenuto conto delle specificità del mercato dei capitali italiano, caratterizzato dalla prevalenza di strutture proprietarie accentrate nelle quali il controllo è nelle mani di un unico azionista o di una coalizione di azionisti aderenti a un patto parasociale.

In un mercato caratterizzato da elevata concentrazione proprietaria, i mutamenti degli assetti di controllo avvengono per lo più tramite trasferimenti amichevoli; più frequenti sono le operazioni di rafforzamento del controllo da parte dell'azionista di maggioranza, anche relativa, finalizzate al *delisting* della società. “Ne deriva che le caratteristiche del mercato italiano in termini di scarsa contendibilità del controllo e le specificità dei problemi di agenzia che, in un contesto di strutture proprietarie accentrate, sorgono tra azionisti di maggioranza e

---

<sup>52</sup> R.Costi, *Il mercato mobiliare*, Torino 2013, pp. 261 ss.

minoranza, costituiscono quindi il punto focale per la regolazione delle offerte pubbliche di acquisto”<sup>53</sup>.

Gli interventi di regolazione hanno perciò teso a realizzare gli obiettivi di:

- a) rafforzamento della tutela degli azionisti di minoranza nel corso di operazioni che determinano un’evoluzione dell’assetto di controllo della società; alcuni interventi sono per questo stati guidati dall’intento di porre rimedio alle possibili distorsioni che affliggono la scelta di aderire o meno all’offerta, di aumentare il diritto di voce delle minoranze e di colmare i disallineamenti regolamentari originati dall’evoluzione delle pratiche di mercato e dall’innovazione finanziaria;
- b) efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario, grazie ad alcune previsioni e modifiche regolamentari volte a favorire una maggiore dinamicità del mercato del controllo societario ed eliminare profili di incertezza nell’interpretazione delle norme che possano frenare l’attivismo di offerenti e investitori;
- c) parità di trattamento per investitori italiani ed esteri ed armonizzazione con la disciplina degli altri Paesi, per disciplinare il riconoscimento dei documenti di offerta approvati da Autorità di vigilanza di Stati comunitari ed extracomunitari e allineare la disciplina nazionale alle prassi prevalenti in sede internazionale, ad esempio in tema di offerte su titoli di debito;
- d) “riduzione dei costi di *compliance* per gli offerenti grazie alla modifica di adempimenti ritenuti non efficacemente calibrati in ottica costi-benefici e alla maggiore standardizzazione delle informazioni richieste,

---

<sup>53</sup> F.M. Mucciarelli, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Banche e mercati finanziari*, Torino 2009, p. 340.

tesa a rendere più efficiente il procedimento di controllo da parte della Consob”<sup>54</sup>.

Ad ogni buon conto, quella relativa all’offerta pubblica di acquisto è una disciplina, ancora oggi, in continua evoluzione, con oggettive difficoltà – che analizzeremo compiutamente nel corso del nostro lavoro - relative ad un suo inquadramento definitivo.

---

<sup>54</sup> A.Tucci, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in <<*L’ordinamento finanziario italiano*>>, Padova 2010, p. 910

***CAPITOLO SECONDO***  
***L'OFFERTA PUBBLICA DI***  
***ACQUISTO NELL'ORDINAMENTO***  
***ITALIANO***

## 2.1 LE DIVERSE TIPOLOGIE DI OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO

Le OPA sono di norma *volontarie*, ovverosia promosse spontaneamente da coloro i quali intendono acquistare un pacchetto di titoli di una determinata società.

In questi casi, la scelta tra la modalità di acquisto dei titoli ordinaria, sul mercato, ovvero il lancio dell'OPA, viene lasciata all'acquirente.

In realtà, a complicare la vicenda, e a far propendere l'acquirente per il titolo di un'OPA, anche laddove egli non sia tenuto per legge a fare ciò, contribuiscono alcuni elementi: in primo luogo, "*toeholds*", ovverosia le soglie di partecipazione al capitale di una società quotata, oltrepassate le quali occorre che venga data comunicazione al mercato dell'avvenuto superamento.

“È chiaro che una soglia bassa, sebbene possa rispondere ad apprezzabili intenti di informazione del mercato, produce, altresì, l'effetto di allertare gli amministratori della società target di un possibile rastrellamento di titoli, e consente loro di predisporre tecniche difensive nella più completa libertà.

In tal caso può, perciò, essere conveniente procedere immediatamente al lancio di un'OPA, anche se ciò non sia richiesto dalla legge”<sup>55</sup>.

In secondo luogo, la scelta tra la modalità ordinaria di acquisto dei titoli sul mercato ed il lancio di un'OPA viene pesantemente condizionata, in svariati ordinamenti, dall'imposizione di altre soglie, al superamento delle quali l'OPA diviene obbligatoria.

L'imposizione di offerte pubbliche obbligatorie urta col principio dell'autonomia privata, secondo il quale ogni soggetto decide se gli

---

<sup>55</sup> M.Martini, *The New Italian Law on Takeover Bids*, in <<Quaderni di finanza>>, Consob, n.32, 1999, p.11

conviene contrattare e, quando lo fa, determina liberamente il contenuto dell'accordo, negoziando con la controparte: un vincolo abbisogna, pertanto, di una giustificazione, e molti pensano che, finora, essa non sia stata trovata.

Per fornirne una sufficientemente persuasiva, occorre muovere da una constatazione. Offerte obbligatorie sono richieste solamente per azioni con diritto di voto emesse da società quotate.

Un'altra considerazione da fare è che l'offerta viene imposta all'acquirente, a prescindere dal fatto che egli sia socio dell'emittente.

Pertanto, il fondamento della regola coattiva deve essere cercato nel diritto dei mercati mobiliari, non in quello generale delle società.

Se, invece, il contratto imposto trovasse la sua origine nel diritto societario comune, la legge addosserebbe al venditore, quale socio, un obbligo di non cedere la sua partecipazione di controllo, senza vincolare l'acquirente a comperare anche le azioni dei minoritari.

Si potrebbe dedurre la regola dal dovere di eseguire il contratto in buona fede o, più agevolmente, dall'obbligo fiduciario che taluni ordinamenti, come quello americano ed anche il tedesco, fanno gravare sull'azionista di controllo.

Però, un vincolo così gravoso sarebbe di ostacolo allo sviluppo del mercato per azioni.

Esse, infatti, nascono propri dall'insufficiente capacità del socio imprenditore di finanziare da solo l'iniziativa.

Sicché, un dovere del cedente di farsi carico delle sorti dei minoritari è sancito, di regola, solamente quando vi è motivo di credere che l'acquirente della quota di controllo possa attentare all'interesse sociale, saccheggiando, a proprio esclusivo vantaggio, il patrimonio collettivo<sup>56</sup>.

---

<sup>56</sup> Detto *looting cases*, su cui è intervenuta la giurisprudenza degli Stati Uniti.

Dal dovere fiduciario del socio di controllo, invece, potrebbe essere sviluppato senza difficoltà l'obbligo di un'offerta residuale per le azioni di minoranza.

Se la partecipazione dominante supera una determinata aliquota, risulta impossibile ai minoritari utilizzare taluni rimedi contro gli abusi.

Anche l'obbligo di un'offerta residuale, alla luce delle vigenti scelte legislative, grava solo sul socio ultradominante delle società quotate, e quindi, nuovamente la sua giustificazione deve essere cercata nel diritto dei mercati regolamentati, non in quello comune societario.

Ritornando, quindi, a considerare in modo esclusivo il campo delle società quotate, si può concludere che, quanto alle offerte residuali, vi è concordia nel giustificarle mettendole in relazione con la scelta volontaria del socio di maggioranza di raccogliere nelle proprie mani così tante azioni, da rendere asfittico il mercato di quelle residue: di conseguenza, non soltanto i minoritari vengono privati dell'aspettativa di poter smobilitare facilmente i loro investimenti, ma lo stesso mercato, ridotto a scambi discontinui, non è più in grado di fornire una quotazione attendibile del valore delle azioni e, mediante la loro capitalizzazione, della stessa società emittente.

Quanto alla giustificazione delle offerte connesse al trasferimento del controllo, sembra potersi affermare che essa debba rintracciarsi in un principio d'ordine pubblico economico, ossia nell'opportunità di mantenere aperto il ricambio manageriale ostacolando la formazione di partecipazioni pari o superiori al 30%<sup>57</sup>.

---

<sup>57</sup> Non a caso, il disegno di politica economica e finanziaria sotteso al City Code si è ora completato con piena coerenza, vietando, a chi già sia in possesso di una quota rilevante, ogni ulteriore incremento, se non tramite un'offerta totalitaria rivolta a tutti i soci residui.

Il beneficio ottenuto dai minoritari, i quali si vedono proporre un'offerta ogni volta che la soglia venga superata, è, dunque, solo il riflesso ugualitario di una scelta legislativa che trova il suo fondamento in una ragione di tutela di interessi più generali, quelli di efficienza del sistema competitivo.

Tanto è vero che non viene impedito affatto che, con la cessione di una partecipazione di controllo inferiore al trenta per cento, sia incassato un premio anche cospicuo da parte del solo cedente.

Si può discutere sulla congruità di un modello elaborato in una situazione in cui quasi tutte le società quotate sono prive di un controllo assoluto, e le azioni appartengono per oltre due terzi ad investitori istituzionali, rispetto a paesi in cui prevalgono strutture societarie chiuse, basate sull'appartenenza stabile ad un gruppo, a una famiglia, a un sindacato di voto, allo Stato.

Con questi assetti proprietari, resta poco spazio per attribuire un ruolo di selezione manageriale alle offerte ostili.

I trasferimenti del controllo avvengono solo con il consenso di chi ne dispone, e dunque, l'offerta pubblica rivolta ai minoritari si aggiunge, come onere gravoso per l'acquirente, al contratto di acquisto della partecipazione maggioritaria già concluso a trattativa privata.

In siffatto panorama, la giustificazione dell'offerta obbligatoria diventa più difficoltosa.

Si può affermare che la disciplina, da un lato anticipa una situazione verso la quale si auspica che lentamente evolva il mercato, e dall'altro assolve una funzione protettiva dei minoritari.

A rigore, i piccoli azionisti, quando cambia il controllo della società, possono pretendere di non peggiorare la loro condizione, non già di migliorarla: in altre parole, di poter vendere le loro quote al prezzo



corrente in borsa prima dell'annuncio del trasferimento della partecipazione di maggioranza, non invece di spuntare un prezzo più elevato.

Tuttavia, una differenza di trattamento troppo marcata, fra quanto incassa per ogni azione chi cede il controllo e chi vende alla spicciolata, urta con i sentimenti egualitari dei risparmiatori.

L'attribuzione a questi ultimi di una porzione più o meno rilevante del premio ha, in definitiva, un significato indennitario e dipende da rapporti di forza tra emittenti ed investitori, istituzionali e singoli.

Per capire l'esatta portata del compito indennitario svolto dalle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, bisogna ritornare alla spiegazione del sovrapprezzo, che di solito è disposto a pagare chi compra una partecipazione azionaria di controllo.

Nell'esposizione fin qui fatta, si è accettata come buona una ragione, per così dire virtuosa: infatti si è detto che l'acquirente è mosso dalla speranza di valorizzare il suo investimento con una migliore gestione della società, e che acconsente a versare in anticipo una parte di questo futuro previsto incremento, per indurre alla vendita il precedente titolare della quota o, nelle offerte pubbliche, la maggior parte degli azionisti.

Esiste nondimeno, accanto a quello luminoso, il lato oscuro del controllo. Chi lo esercita non solo è in grado di trarre vantaggio da talune scelte discrezionali lecite, ma, in molti casi, come l'esperienza insegna, gestisce fondi occulti, intasca indebite provvigioni sugli affari, approfitta per fini privati di beni sociali, sfrutta per sé occasioni che si presentano alla società.

La misura di questi abusi dipende dall'etica corrente negli affari.

Se essi sono facili e tollerati, il premio di controllo, almeno in parte, rappresenta la stima monetaria del potere di beneficiare di tali pratiche.

Tuttavia, a ciò si è ribattuto che i mercati possono compiere errori valutativi o rifiutare di finanziare talune acquisizioni, preferendo altri tipi di investimento: alcune acquisizioni porterebbero a un eccessivo livello di indebitamento, e inoltre, gli acquirenti potrebbero non essere interessati ad una partecipazione totalitaria.

Si è detto che una soluzione più adeguata al problema dovrebbe occuparsi, a posteriori, delle sole acquisizioni nocive, e non agire come regola profilattica che vada a coprire qualsiasi acquisizione.

Si è anche osservato che, con riferimento alla realtà delle cessioni di pacchetti di controllo in società non contendibili, l'OPA obbligatoria ha il grosso pregio in un'ottica efficientistica, consistente nella sua capacità di eliminare tutte le acquisizioni motivate da fini espropriativi ai danni degli azionisti esterni.

Perché ciò accada, è tuttavia necessario che:

- (i) “l'offerta successiva sia rivolta a tutte le azioni della società in cui sia avvenuto il trasferimento del pacchetto di controllo, e che
- (ii) il prezzo minimo cui la stessa deve essere promossa non permetta all'acquirente di trovare economicamente vantaggioso strutturare l'operazione in due fasi, ossia acquisire il pacchetto di controllo a un certo valore unitario, e poi proporre ai rimanenti azionisti, nell'OPA obbligatoria successiva, di acquisire la totalità delle azioni a prezzo unitario inferiore”<sup>58</sup>.

In linea di massima, si può affermare che un OPA è ostile quando non è preceduta dall'approvazione degli amministratori della società *target*.

---

<sup>58</sup> M.Gatti, *OPA e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, 2004, p.150

In realtà, sebbene si convenga, in linea di massima, con l'opinione di coloro che stabiliscono la natura amichevole od ostile di un'OPA con riferimento alla posizione degli amministratori, occorrerebbe puntualizzare che tale criterio non è esaustivo.

In altre parole, sarebbe preferibile adottare un canone che qualifichi come "ostili" l'OPA che non è gradita a coloro che possono efficacemente osteggiarla, siano essi gli amministratori o altri soggetti, e che quindi è tale da dar luogo all'attuazione o all'allestimento di tecniche di difesa; ecco che la presenza di tecniche di difesa diviene elemento qualificante la fattispecie "OPA ostile".

E' questa una valutazione che permette di dare conto di situazioni più complesse, come quella italiana, in cui l'adozione di tecniche difensive è rimessa in parte agli amministratori ed in parte all'assemblea.

Non vi è dubbio circa l'importanza della distinzione tra OPA ostili ed amichevoli, sul presupposto che molte OPA concordate vengono, in realtà, accettate dagli amministratori in carica della società *target* come il male minore, e rappresentano una sorta di abbraccio dell'orso (*bear hug*) tutt'altro che gradito.

Infatti, le problematiche concernenti le tecniche di difesa, anche se queste possono essere già state disposte in via preventiva, divengono rilevanti soltanto nel caso di OPA autenticamente ostile o aggressiva; viceversa, una volta che l'OPA sia stata accettata, anche se di mala voglia, dagli amministratori, ovvero dal gruppo di controllo della società *target*, il problema della difesa della stessa non ha più ragione di porsi.

Le misure difensive sono uno strumento di cui la società *target* dispone per poter attivare un processo di negoziazione con l'offerente e indurre il medesimo ad elevare il prezzo dell'OPA, ovvero migliorare altre condizioni della medesima.

In prima approssimazione, la locuzione può essere utilizzata per identificare l'insieme di tutte le possibili "azioni" o "situazioni" che assumono rilievo rispetto all'OPA, in quanto idonee a contrastarne il lancio, ovvero il successo.

Nell'ambito di questo insieme così vasto ed indefinito, è tuttavia necessario operare delle distinzioni, ripartendo tra le "misure difensive in senso stretto" e le "barriere".

Le prime, le misure difensive in senso stretto, identificano gli atti che possono impedire il conseguimento degli obiettivi di un'OPA potenzialmente diretta all'acquisizione del controllo, una volta che questa sia stata promossa.

Se questi sono i contorni della fattispecie "misure difensive" in senso giuridico, per dare sostanza da un punto di vista economico alla definizione, si deve poi specificare che le misure difensive si concretizzano in una gamma molto ampia ed eterogenea di atti che, sul piano classificatorio, possiamo quanto meno distinguere tra:

- "gli atti che tendono ad aumentare il prezzo dell'acquisizione, quali gli aumenti di capitali riservati (le cc.dd. poison pills) e le operazioni di riacquisto di azioni proprie;
- gli atti che mirano a mutare le caratteristiche oggettive del bene oggetto di acquisizione mediante cessione o acquisto di asset strategici, al fine di ridurre per l'offerente la convenienza dell'operazione (vuoi per ragioni di minor efficienza economica, vuoi per problematiche antitrust che potrebbero emergere)"<sup>59</sup>.

Dalle misure difensive vanno tenute distinte le "barriere", termine con il quale identifichiamo situazioni che tendono ad impedire a priori il lancio

---

<sup>59</sup> S.Cappiello, *Le difese dalle offerte pubbliche di acquisto tra regolamentazione e autonomia statutaria*, in <<Profili attuali di diritto societario europeo>>, Milano, 2010, pp. 225-226.

di un'OPA in quanto rendono *ex ante* la società non scalabile, o comunque riducono significativamente le probabilità di successo di un'OPA ostile.

Una bipartizione deve poi essere compiuta anche per le barriere, che possono essere inquadrare in due categorie:

- a) *le barriere strutturali*, vale a dire caratteristiche economiche ad elementi “di sistema” non connessi alle peculiarità giuridiche di un determinato ordinamento (si pesi al grado di concentrazione degli assetti proprietari, al carattere familistico o relazionale del sistema economico, al tasso di regolamentazione e di esposizione a decisioni amministrative di alcuni settori (ad es. *public Utilities*), allo sviluppo del mercato di capitale di rischio ovvero alla dipendenza dell'industria dal finanziamento del sistema bancario);
- b) *le barriere tecniche*, vale a dire l'insieme di situazioni giuridiche consentite di un determinato ordinamento che possono, di fatto, portare a precludere la possibilità del lancio di un'OPA, quali i cc.dd. gruppi piramidali; le azioni senza voto o a voto plurimo; i limiti statutari al possesso azionario; le clausole statutarie di gradimento; i patti di sindacato.

Se si analizza questo rapporto in un'ottica puramente contrattualistica, viene spontaneo domandarsi perché l'ordinamento riconosca alla società la facoltà di (tentare di) respingere un'offerta rivolta ai suoi azionisti, mentre si potrebbe più semplicemente rimettere esclusivamente a ciascun azionista-investitore la scelta tra aderire all'OPA, ovvero respingerla qualora la consideri non conveniente.

La spiegazione è nel “problema di azione collettiva” (*collective action problem*) che tipicamente si pone in presenza di un’OPA diretta al controllo.

In mancanza di una struttura di coordinamento vincolante per gli azionisti, ciascuno di questi potrebbe ritrovarsi in una situazione che gli economisti definiscono di “dilemma del prigioniero”: pur considerando il prezzo incongruo, potrebbe, ciò nonostante, ritenere l’adesione all’OPA la scelta per lui più conveniente (la c.d. *pressure to tender* o “coazione a vendere”) per il timore che l’OPA possa avere comunque successo (a causa dell’adesione del resto della compagine azionaria) e, in conseguenza di questo passaggio di controllo, il valore dell’azione scendere al di sotto del prezzo dell’OPA (in ipotesi, perché il mercato sconta le minori capacità del nuovo controllante, ovvero l’estrazione di benefici privati di carattere dissipativi).

In questa prospettiva si comprende, quindi, perché e come il potere della società di adottare misure difensive può rappresentare uno strumento a tutela delle “ragioni dell’investimento”.

Tuttavia, sotto questo stesso profilo, le misure difensive presentano anche rilevanti potenziali controindicazioni.

Non va, infatti, dimenticato che, quando si parla di “scelta della società”, in realtà, si fa riferimento ad una decisione assunta dall’organo di gestione ovvero dell’azionariato, a seconda dei diversi assetti proprietari della società (*public company*, da un lato, e “noccioni duri” dall’altro), e della ripartizione formale di competenze tra assemblea e organo di gestione stabilite dall’ordinamento di riferimento.

La decisione sull’adozione o meno delle misure difensive, quindi, potrebbe essere adottata da chi (*management* o raggruppamento di azionisti) detiene il controllo della società e trova pertanto, in una

situazione di conflitto di interessi dal momento che è chiamato a decidere su un'OPA che mira a sottrargli il controllo della società.

Elevato è, quindi, il rischio che il controllante anteponga il proprio interesse privato al mantenimento del controllo rispetto ad una decisione imparziale e obiettiva a tutela dell'interesse sociale alla massimizzazione dell'investimento azionario.

Le misure difensive possono, pertanto, rivelarsi un potente strumento di cristallizzazione degli assetti di controllo (*entrenchment*), capace di precludere a priori la contendibilità del mercato del controllo societario.

## **2.2 GLI OBBLIGHI INFORMATIVI E LO SVOLGIMENTO DELL'OFFERTA**

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.

“Difatti, in merito agli obblighi di informazione l'articolo 102 del TUF disciplina che l'offerente è tenuto ad una preventiva comunicazione alla Consob con documento, destinato alla pubblicazione, contenente le informazioni necessarie per consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta”<sup>60</sup>.

La Consob, statuisce con regolamento le eventuali informazioni integrative, specifiche modalità di pubblicazione e garanzie da prestare (reali o personali), entro un termine predeterminato.

Il nuovo articolo 36 del Regolamento Consob n.16190/2007 statuisce a riguardo che l'offerente è tenuto in primo luogo alla pubblicità della comunicazione e quindi a dare senza indugio alla Consob, all'emittente ed al mercato, un comunicato che deve indicare gli elementi essenziali dell'offerta, le finalità, le garanzie offerte e le partecipazioni già detenute dall'offerente.

L'obiettivo perseguito con tali disposizioni è quello di garantire la diffusione delle informazioni relative all'offerta, nonché favorire un completo e facile accesso a tutta la documentazione OPA.

Il secondo comma dello stesso articolo 36, prevede poi, che nel caso in cui le informazioni in merito all'offerta siano diffuse da una società

---

<sup>60</sup> M.Miola-L.Picardi, *Commento all'art.102, in Testo Unico della Finanza, Commentario diretto da G.F. Campobasso*, Torino, 2002, II, p. 859



quotata, la stessa quotata debba rispettare gli obblighi di diffusione previsti dai nuovi adempimenti di trasparenza.

Con il terzo comma, invece, è stato previsto l'obbligo di pubblicazione di tutti i documenti diffusi in pendenza di offerta, degli avvisi e dei documenti relativi alla stessa. Tale obbligo è adempiuto attraverso la pubblicazione della suddetta documentazione sul sito internet della società target o, comunque, su quello indicato dall'offerente nella comunicazione di cui all'art. 37, quest'ultima previsione richiede di indicare il sito su cui verranno pubblicati tutti i documenti relativi all'offerta.

In particolare, contestualmente l'offerente deve consegnare alla Consob altri documenti:

- Una bozza del documento d'offerta laddove, nel caso vi siano contenute informazioni in grado di stupire il mercato, l'offerente dovrà fare un comunicato avvertendo il mercato e l'emittente di ciò che sta facendo;
- Eventuali richieste d'autorizzazioni dell'autorità competenti, si pensi ad esempio ad un'OPA sul mercato bancario dove operazioni di questo tipo necessitano della previa autorizzazioni della Banca d'Italia;
- Scheda d'adesione, ulteriore documento per costituire garanzie di esatto adempimento o la dichiarazione dell'impegno a sottoscrivere prima dell'inizio del periodo d'adesione (da questo scaturisce che il procedimento d'offerta può dunque iniziare anche in assenza delle necessarie autorizzazioni delle autorità competenti).

Entro 15 giorni dalla ricezione (30 giorni se trattasi di prodotti non quotati in Borsa), la Consob può richiedere eventuali modifiche o

integrazioni, o la richiesta di prestare particolari garanzie, reali o personali.

Il successivo articolo 103 sancisce, poi, che l'emittente diffonde un comunicato contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e la propria valutazione sull'offerta.

Il comunicato viene effettuato dal CdA ed esprime un giudizio sulla convenienza dell'offerta rivolto agli azionisti target. È in questa sede che si valuta il merito dell'operazione (convenienza economica) ed è quindi in questo momento che subentra la differenza tra OPA ostile (offerta giudicata poco conveniente) e amichevole (CdA suggerisce adesione).

Il comunicato deve contenere:

- Eventuale convocazione assemblea per autorizzare atti od operazioni che possono contrastare l'offerta;
- Aggiornamento informazioni a disposizione del pubblico circa il possesso di azioni da parte dell'emittente e amministratori, nonché dei patti parasociali;
- Informazioni sui fatti di rilievo non indicati nell'ultimo documento contabile reso pubblico;
- Valutazione motivata dell'offerta: gli amministratori sono responsabili verso gli azionisti della ragionevolezza del loro giudizio.

“La consegna alla Consob deve avvenire entro due giorni dalla prevista data di diffusione del documento d'offerta, se il comunicato non viene allegato al documento d'offerta deve essere pubblicato entro il primo giorno di durata dell'offerta”<sup>61</sup>.

---

<sup>61</sup> F.M. Mucciarelli, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in <<*Banche e mercati finanziari*>>, Torino, 2009, p. 427

Dopo la comunicazione dell'OPA, il prezzo del titolo va generalmente a rialzo per via della forte relazione che lega l'informazione alle variazioni di prezzo, ciò richiede il rispetto di determinate condizioni:

- l'offerta è irrevocabile e quindi ogni clausola contraria è nulla;
- la parità di condizioni a tutti i titolari dei prodotti finanziari che formano oggetto dell'OPA escludendo così, che vengano stabilite condizioni d'offerta diverse. È stabilito, in particolare, che se l'offerente lancia un'OPA e poi compra fuori mercato (trattativa privata) ad un prezzo maggiore, il prezzo dell'OPA si adeguerà a questo.

Resta fermo che la Consob, in caso di incompletezza della comunicazione, possa pronunciare le inidoneità ai fini della successiva promozione dell'offerta, nonché della decorrenza della *best price rule* e della *passivity rule*, applicando i principi generali vigenti in materia di procedimenti amministrativi.

Per quanto concerne la disciplina dell'OPA volontaria, non è previsto un quantitativo minimo, anche se per l'applicazione della disciplina v'è una soglia minima di valore che ammonta a 40 mila euro.

L'offerente indica la quantità di strumenti finanziari che vuole acquistare, se non indicata, essa è uguale al quantitativo massimo; l'offerente può comunque riservarsi la possibilità di accettare la totalità degli strumenti finanziari anche se oltre la quantità massima che aveva indicato e può anche indicare di non essere obbligato all'acquisto se le adesioni non raggiungono una soglia minima da lui indicata, riservandosi la facoltà di accettare un quantitativo minore purché coerente con i suoi progetti sulla *target* (coerenza valutata dalla Consob).

Le OPA volontarie, quindi, possono essere sottoposte a condizioni purché non meramente potestative (sono ammesse le condizioni legali).

In merito allo svolgimento dell'offerta, poi, la durata del periodo è concordata con la società di gestione del mercato, se l'oggetto dell'offerta sono strumenti finanziari quotati, o con la Consob, se non quotati.

La durata del periodo varia da un minimo di venticinque giorni ad un massimo di quaranta, se trattasi di OPA volontaria totalitaria o di OPA preventiva lanciata su almeno il 60% dei prodotti finanziari. Per tutti gli altri tipi d'offerta la durata parte da un minimo di quindici giorni arrivando ad un massimo di venticinque.

L'offerente non può ridurre il periodo concordato, ma ha la facoltà di protrarlo comunque non oltre i suddetti limiti. La durata può essere protratta fino ad un massimo di 55 giorni dalla Consob quando giustificata da esigenze di corretto svolgimento dell'offerta e tutela degli investitori. È inoltre prevista una proroga automatica di dieci giorni se negli ultimi dieci giorni di pendenza dell'offerta viene convocata l'assemblea dei soci per assunzione di misure difensive.

Un'offerta concorrente può, eventualmente, essere lanciata da un terzo interessato ad acquistare le stesse azioni della target; essa deve avere un prezzo maggiore della precedente offerta ma può essere lanciata su un quantitativo minore. Può essere lanciata anche quando viene meno una condizione d'efficacia apposta alla prima offerta. Rende revocabile l'adesione dell'oblato all'offerta precedente e deve essere lanciata al massimo cinque giorni prima della scadenza della prima OPA.

Per quanto concerne il rilancio dell'originario offerente, questo deve avere un prezzo maggiore dell'offerta concorrente e quantità ad oggetto almeno uguale a quella originaria. Il rilancio può essere effettuato fino a dieci giorni dall'offerta originaria e la sua durata d'adesione può essere adeguata a quella concorrente. L'esigenza è di definire una sorta d'asta con un arco di tempo definito, evitando dunque, l'instabilità del mercato.

La Consob permette poi, a chi ha aderito alle offerte sconfitte, di apportare i loro titoli all'offerta vincente entro cinque giorni dalla pubblicazione dei risultati dell'offerta.

“Ulteriori obblighi successivi sono, poi, previsti per la società oggetto dell'OPA: il divieto di compiere atti che possano ostacolare il raggiungimento degli obiettivi dell'OPA senza l'espressa autorizzazione dell'assemblea, la quale deve deliberare secondo le regole di diritto comune previste dal codice o dallo statuto (D.lgs. 185 del 2008)”<sup>62</sup>.

Fondamentale risulta, pertanto, per la società stessa (l'emittente), per l'offerente, nonché per i loro amministratori, sindaci o direttori generali ed in generale per tutti i soggetti ad essi legati da rapporti di controllo: il rispetto delle norme di trasparenza e correttezza, volte a rendere di pubblico dominio tutte le informazioni fondamentali circa l'andamento e le caratteristiche delle operazioni.

Ai sensi dell'art.103, co.4°, lett b), TUF, la Consob detta con regolamento le disposizioni di attuazione della presene sezione e, in particolare, disciplina la trasparenza delle operazioni sui prodotti finanziari oggetto dell'offerta.

Nell'art. 41 del Regolamento Consob n.16190/2007, si è ritenuto opportuno integrare il comma 2, disciplinando le modalità di diffusione di eventuali dichiarazioni rese dall'emittente in merito all'offerta, prima che esso abbia avuto piena conoscenza dei contenuti del documento di offerta.

In particolare, con l'ampliamento della lettera a), si è voluto dare rilievo, tenuto conto della prassi applicativa alle dichiarazioni rilasciate dagli

---

<sup>62</sup> L.Furguele, *La regola di neutralizzazione*, in <<Le offerte pubbliche di acquisto>>, Torino 2011, pp.132-145

amministratori dell'emittente prima della diffusione del comunicato sull'offerta, specie in occasioni di offerte ostili.

Dette dichiarazioni, data la delicatezza che assumono in relazione all'offerta, devono essere rese con le modalità ed i contenuti di un'informazione *price sensitive*.

Sempre ai sensi dell'art. 103, 4° co., lett. b), TUF, la Consob detta con regolamento le disposizioni di attuazione ed, in particolare, disciplina la correttezza delle operazioni sui prodotti finanziari oggetto dell'offerta.

A tal riguardo il secondo comma dell'art.42 del Reg. Consob è stato modificato per estendere l'applicazione della regola della *best price*, oltre che agli acquisti di prodotti finanziari oggetto dell'offerta, anche all'acquisizione di posizioni lunghe, effettuata dagli offerenti e da coloro che agiscono di concerto con essi durante l'offerta e nei sei mesi successivi alla chiusura della stessa.

La disposizione di cui al comma 3 è stata introdotta al fine di dare attuazione alla delega regolamentare contenuta nell'articolo 103, comma 4, lettera c), del TUF che, in particolare, ha esteso l'operatività della *best price rule* nei 6 mesi successivi alla chiusura dell'offerta.

L'ambito applicativo della disposizione in parola è stato circoscritto a coloro che abbiano aderito all'offerta, ritenendo equo corrispondere a questi un conguaglio pari alla differenza tra il prezzo dell'offerta ed il maggior prezzo pagato successivamente.

Infatti, coloro che non aderiscono all'offerta e che vendono i titoli in loro possesso in un momento antecedente all'eventuale decorrenza della *best price rule*, possono esperire il rimedio giudiziale per ottenere l'eventuale risarcimento dei danni.

L'offerta può essere modificata dal proponente fino a 3 giorni dal termine previsto per la chiusura, purché non venga ridotto il quantitativo di titoli

richiesto ed il corrispettivo globale risulti superiore di almeno il 2% rispetto a quanto previsto nell'offerta originaria.

## 2.3 IL DIVIETO DI CONTRASTARE L'OFFERTA

Il legislatore del '98 rinuncia all'elencazione di specifiche categorie di atti vietati, limitandosi ad utilizzare un criterio teleologico, facendo riferimento, genericamente, a tutte le "operazioni che possono contrastare gli obiettivi dell'offerta", e rimettendo agli amministratori della società bersaglio il compito di identificare per quali atti ed operazioni sia necessaria l'autorizzazione dell'assemblea.

"In realtà, il legislatore, in tal modo, amplia a dismisura il novero delle operazioni vietate, di fatto imbavagliando l'organo gestionale della società (salva, naturalmente, l'autorizzazione assembleare) per tutto il periodo di offerta"<sup>63</sup>.

Occorre, *in primis*, chiarire quali siano gli obiettivi dell'offerta.

Orbene, obiettivo dell'offerta deve intendersi, per certo, l'acquisto del quantitativo di strumenti finanziari indicato nel documento informativo, al prezzo e con le caratteristiche indicati nel documento informativo; altro obiettivo dell'offerta può essere l'intenzione di acquisire il controllo della società emittente, ovvero l'insieme dei beni e dell'avviamento costituenti il patrimonio (l'azienda) della società.

Pertanto, si ritiene che il concetto di "obiettivi dell'offerta" vada inteso nel senso restrittivo di "finalità immediate" dell'offerta.

"Inoltre, al fine di evitare il blocco assoluto delle attività della società bersaglio di OPA, occorre interpretare la disposizione normativa in esame in senso restrittivo: si deve, in effetti, ritenere necessaria l'autorizzazione assembleare soltanto in relazione ad atti ed operazioni che siano direttamente volti a contrastare gli obiettivi dell'offerta; di

---

<sup>63</sup> In argomento, vedi le ampie indagini di Ferrarini, *Le difese contro le OPA ostili: analisi economica e comparazione*, in <<Riv. Soc.>>, 2000, p. 737 ss.



contro, non è necessaria l'autorizzazione assembleare per il compimento di atti che possono solo indirettamente contrastare l'offerta (si pensi ad atti di disturbo, quali campagne pubblicitarie od azioni legali contro l'offerente)"<sup>64</sup>.

Seguendo l'elencazione proposta dalla Consob nel Regolamento n.16190/2007, tipiche categorie di atti ed operazioni anti-scalata (in quanto tali, vietate dalla norma in esame, salvo specifica autorizzazione assembleare) sono:

- a) la deliberazione di aumenti di capitale;
- b) l'emissione di obbligazioni convertibili;
- c) fusioni;
- d) scissioni;
- e) acquisto di azioni proprie;
- f) conversione di azioni di risparmio in azioni ordinarie;
- g) acquisto di partecipazioni;
- h) incremento di partecipazioni esistenti (tale da far scattare l'obbligo di OPA a cascata);
- i) cessioni di azienda;
- j) la presentazione di un'offerta incrociata per conseguire il controllo dell'offerente.

In merito il Comunicato della Consob n.21/99 del 24 maggio 1999, p.1, reso nell'ambito dell'OPA su Telecom Italia proposta da Olivetti e Tecnost, precisa che gli atti meramente preparatori posti in essere dall'emittente durante l'OPA, al fine di compiere successivamente atti che possano contrastare l'offerta, non richiedono l'autorizzazione dell'assemblea, ai sensi dell'art. 104 del testo unico, ai sensi del quale:

---

<sup>64</sup> E.Desana, *OPA e decorrenza della passività rule: note a margine di una recente vicenda*, in <<Giur.it>>, 2000, pp. 1759 ss.

“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. 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. 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.

1-ter. 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”. Ciò perché tali atti preparatori di per sé non contrastano direttamente l'offerta.

Ulteriore problema riguarda, poi, la responsabilità degli amministratori nel caso in cui essi compiano atti ed operazioni che possano direttamente

contrastare gli obiettivi dell'offerta, senza prima ottenere l'autorizzazione dell'assemblea, in violazione del divieto di cui all'art. 104 del T.U.

In realtà, occorre distinguere gli aspetti civilistici da quelli regolamentari. Dal punto di vista civilistico, atteso che gli atti compiuti in violazione dell'art. 104 del T.U. devono ritenersi atti di *mala gestio*, gli amministratori saranno responsabili per il risarcimento dei danni arrecati alla società, ai creditori ed ai singoli soci e terzi, secondo le normali regole.

La responsabilità degli amministratori si atteggerà in modo diverso, sia nei confronti della società emittente, ai sensi dell'art. 2393 c.c., qualora questa riesca a fornire la prova del nesso causale tra operato degli amministratori e danno alla società, sia nei confronti dei creditori ai sensi dell'art. 2394 cc., qualora l'aver contrastato l'offerta abbia cagionato un danno al patrimonio della società emittente, sia nei confronti di singoli soci, sia – soprattutto – nei confronti dei terzi, tra cui deve farsi rientrare l'offerente, ai sensi dell'art. 2395 c.c.

In quest'ultimo caso deve ritenersi che rientra nella nozione di danno risarcibile dagli amministratori il danno subito dall'offerente, il quale vede frustrata la propria offerta, in conseguenza delle tecniche di difesa poste in essere dagli amministratori senza la preventiva autorizzazione assembleare.

In ordine agli aspetti sanzionatori, l'art. 192, comma 3, del Testo Unico dispone che “gli amministratori di società con azioni quotate in mercati regolamentati italiani che eseguono operazioni in violazione dell'obbligo di astensione previsto dall'art. 104 comma 1, sono puniti con la sanzione amministrativa pecuniaria da lire 10 a lire 200 milioni”.

Nulla dice il legislatore in relazione all'efficacia degli atti posti in essere dagli amministratori in violazione del divieto di cui all'art. 104 TUF.

“In merito, sono state proposte due tesi: l’una considera inefficace gli atti compiuti in difetto di preventiva autorizzazione assembleare, costituendo la mancanza dell’autorizzazione una limitazione dell’operato degli stessi; l’altra considera efficaci tali atti, ferma restando la responsabilità degli amministratori”<sup>65</sup>.

“In realtà, atteso che la disposizione di cui all’art. 104 Testo Unico, deve ritenersi norma imperativa, ed atteso che essa è rivolta alla società, le cui azioni sono oggetto di OPA, e non solo agli amministratori della stessa, - si ritiene<sup>66</sup> che gli atti compiuti in violazione di tale norma debbano essere considerati nulli, per contrarietà a norme imperative ai sensi dell’art. 1418, comma 1, c.c.”.

Secondo i principi, infatti, l’art. 1418 comma 1, c.c., statuisce la nullità quando il contratto viola una norma imperativa, pur se tale norma non commina espressamente la sanzione della nullità, ma sempre che la legge non disponga diversamente.

Nel caso che ci occupa, la norma di cui all’art. 104 del Testo Unico mira a tutelare interessi collettivi, quali il corretto funzionamento del mercato nel caso di promozione di un’offerta pubblica di acquisto, e pertanto essa è da ritenersi inderogabile per tutti i soggetti che si trovano nella condizione trattata dalla norma, senza eccezione alcuna.

Il fatto, poi, che il legislatore preveda una specifica sanzione per il caso di violazione della norma in esame non deve trarre in inganno: la sanzione amministrativa, infatti, non è volta a colpire l’atto in sé ma il comportamento degli amministratori.

---

<sup>65</sup> V.Spaventa, *La disciplina dell’OPA in Italia: i risultati di un test*, in <<Mercato, concorrenza regole>>, 1999, p. 245.

<sup>66</sup> L.Furgiuele, *La regola di neutralizzazione*, in <<Le offerte pubbliche di acquisto>>, Torino 2011, p.201.

Ulteriore aspetto da analizzare riguarda le conseguenze che eventuali atti o operazioni compiuti dalla società emittente, con autorizzazione dell'assemblea, in conformità all'art. 104 T.U, al fine di contrastare l'offerta possano avere sull'efficacia dell'offerta stessa.

L'offerta è, come è noto, irrevocabile (art. 103 Testo Unico); l'offerta, peraltro, può essere condizionata al verificarsi di eventi che non dipendano dalla mera volontà dell'offerente.

Occorre verificare se, nel silenzio dell'offerente, il compimento di operazioni volte a contrastare l'offerta possa direttamente incidere sulla stessa, rendendola revocabile.

Occorre poi verificare se l'offerente possa legittimamente condizionare la propria offerta al fatto che l'emittente non ponga in essere operazioni contrastanti la sua offerta.

Per quanto concerne il primo aspetto (la rilevanza, sull'offerta, nel silenzio della stessa, di operazioni contrastanti poste in essere dall'emittente), occorre considerare separatamente eventuali atti ed operazioni che incidono sul patrimonio della società emittente (ad esempio, acquisto o cessione di partecipazioni o di aziende; accordi strategici pluriennali) rispetto ad atti ed operazioni che hanno una incidenza sul capitale disponibile sul mercato della stessa società emittente.

Con riferimento alla prima categoria di operazioni, se nulla viene previsto nel documento di offerta, atti ed operazioni, compiuti dalla società emittente, che incidono sul patrimonio della società *target*, non possono avere alcun riflesso diretto sull'offerta; pertanto, l'offerente rimarrà vincolato alla propria offerta.

Per verificare se l'offerente sia tutelato, infatti, si può analizzare l'ampio dibattito dottrinale e giurisprudenziale sviluppato in relazione alla tutela

dell'acquirente di partecipazioni sociali non quotate, qualora, in assenza di specifiche garanzie inserite nel contratto di acquisizione, l'acquirente rilevi successivamente che il patrimonio della società acquisita sia di consistenza diversa rispetto a quanto prospettato dal venditore al momento dell'acquisizione.

“In merito, occorre considerare che, secondo il costante insegnamento della dottrina<sup>67</sup> e della giurisprudenza, sia di merito sia di legittimità<sup>68</sup>, oggetto del contratto di acquisizione di partecipazioni sociali sono soltanto le azioni e mai, nemmeno indirettamente, il patrimonio sociale.

Sono, infatti, ormai superate infatti le tesi secondo le quali tra socio e società sussisterebbe un rapporto di contitolarità o comunione in relazione ai beni sociali, tale per cui oggetto del contratto sarebbero i beni sociali”<sup>69</sup>.

Conforme a tale indirizzo è la Cassazione, la quale, già nel 45<sup>70</sup>, affermava che “l'alienazione dell'intero pacchetto azionario non equivale alla vendita dell'azienda gestita dalla società, e perciò, il compratore non ha diritto al riscontro delle attività sociali”<sup>71</sup>.

Tale affermazione costituisce una mera conseguenza del fatto che oggetto del contratto sia, non già il patrimonio sociale, bensì le azioni che conferiscono esclusivamente lo *status* di socio.

A tutela dell'acquirente di azioni, in assenza di espresse cautele nell'offerta, ci si può chiedere se l'acquirente possa ricorrere ai rimedi

---

<sup>67</sup> G.Ferri, *Incidenza delle obbligazioni sociali nei rapporti fra cedente e cessionario di quota sociale*, in <<Foro il>>, 1936, p.712

<sup>68</sup> Cass, 30 ottobre 1969, n.3625, in <<Dir. fall.>>, 1970, II, ; Cass. 21 giugno 1974, n.1836 in <<Giur. Civ.>>, 1975, I; Cass. 21 giugno 1974, n.1836; Trib. Milano, 6 luglio 1989, in <<Le società>>, 1989; App. Milano, 15 marzo 1991, in <<Le società>>, 1991; Trib. Milano 3 ottobre 1991, in <<Le società>>, 1992;

<sup>69</sup> Si veda la teoria delle azioni come <<beni di secondo grado>>, sostenuta da T.Ascarelli, *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1955, p.240

<sup>70</sup> Orientamento poi confermato, vedi Cass. n. 423/1986; Cass. n. 1098/1991.

<sup>71</sup> Cass. 10 maggio 1946, n.559, in <<Foro It.>>, 1944-46, 1, p. 931

posti dall'art. 1490 c.c., secondo il quale “il venditore è tenuto a garantire che la cosa venduta sia immune da vizi che la rendano idonea all'uso o ne diminuiscano in modo apprezzabile il valore”.

In realtà, i presupposti da cui siamo partiti – ovverosia che oggetto del contratto di compravendita di azioni siano esclusivamente le azioni e non il patrimonio sociale – fanno escludere una qualsiasi applicabilità dell'art. 1490 c.c. in relazione ad eventuali operazioni della società emittente, che abbiano impatto negativo o comportino sopravvenienze passive nel patrimonio della società emittente.

Da tali considerazioni emerge che “l'azione è viziata, e quindi non trasferisce lo status di socio, ogni qualvolta sia stata emessa in difformità alle norme statutarie e legali previste per una valida ed efficace emissione”.

È oltremodo inverosimile che un tale vizio possa colpire le azioni di una società quotata, anche alla luce degli stringenti controlli posti in essere dalla società di gestione del mercato nonché della Consob.

Le medesime considerazioni portano ad escludere che, nel caso di operazioni antisaltata in corso di OPA, l'offerente possa liberarsi dagli obblighi derivanti dall'offerta in base alla teoria dell'*aliud pro alio*.

La figura dell'*aliud pro alio*, infatti, sarà invocabile allorché non si possa riscontrare una identità tra le azioni oggetto di trasferimento e le azioni materialmente consegnate, di talché il venditore possa essere considerato inadempiente al suo obbligo di consegnare quello stesso bene su cui si è formato il consenso.

Vengono fatte ricadere nella figura dell'*aliud pro alio* la vendita di azioni di società fallite invece di azioni di una società dichiarata *in bonis*.

Ci si può chiedere se l'acquirente, il quale avendo promosso l'offerta alla luce di determinati parametri patrimoniali o reddituali, abbia

successivamente verificato che gli indici posti alla base della determinazione del prezzo sono mutati, a seguito delle operazioni poste in essere dall'emittente, possa trovare tutela attraverso il rimedio di cui all'art. 1497 c.c.

Occorre quindi chiedersi se il valore del titolo possa essere considerato una qualità rilevante ai sensi dell'art. 1497 c.c..

Orbene, anche qui la risposta è univoca in senso negativo se si parte dalla considerazione preliminare che oggetto del contratto di compravendita di azioni è esclusivamente il titolo azionario con tutti i diritti che questo attribuisce al socio e non già la quota di patrimonio sociale rappresentata dal titolo alienato.

È chiaro, infatti, che la “qualità” rilevante ai fini del rimedio risolutorio in esame concerne un elemento intrinseco al bene alienato e quindi – nel caso che ci occupa – dovrebbe trattarsi di un elemento inerente agli strumenti finanziari oggetto dell'offerta o, tutt'al più alla qualità di socio trasferita con la cessione del titolo azionario; ma non certo di elementi inerenti al patrimonio sociale, che è altro rispetto al bene alienato.

Quindi, il valore del patrimonio sociale non può mai essere ritenuto una “qualità” del titolo azionario rappresentante una quota del patrimonio della società.

Né maggior successo dà il tentativo di valutare la situazione in esame come vizio del consenso dell'offerente al momento della stipulazione del contratto di compravendita, al fine di dare, così, a quest'ultimo la facoltà di chiedere l'annullamento del contratto per errore.

Infatti, soltanto quando l'errore del contraente concerne qualità intrinseche o la stessa identità delle azioni, si può configurare un errore essenziale, mentre le circostanze che attengono al patrimonio o



all'organizzazione sociale non possono mai considerarsi qualità dei titoli azionari.

L'errore nell'acquisto di titoli azionari potrà dirsi essenziale quando, ancorché inerenti alla situazione patrimoniale della società, verta sulle caratteristiche dei titoli o su circostanze tali da incidere in modo immediato e diretto sul valore intrinseco dei titoli.

Altrimenti l'errore, non cadendo su un elemento intrinseco o strutturale del bene oggetto del contratto, non sarà invocabile con successo.

Appare da ultimo possibile la ricerca di soluzioni diverse da quelle fin qui prospettate al fine di tutelare l'offerente quando il patrimonio della società compravenduta sia sostanzialmente modificato dall'emittente, con delibera di cui all'art. 104 Testo Unico, invocando il rimedio della presupposizione.

È noto, infatti, che la giurisprudenza, in virtù di tale teoria – il cui fondamento legislativo viene solitamente posto nell'art. 1467 cod.civ. -, dà rilievo a determinati motivi che, pur non essendo stati resi espliciti attraverso una condizione, erano conosciuti da entrambe le parti ed al contempo erano stati implicitamente posti a fondamento del rapporto contrattuale.

È infatti possibile sostenere che una determinata situazione della società emittente al momento del lancio dell'offerta costituisca un motivo dell'acquisto talmente rilevante per l'offerente e conosciuto dal mercato da inserirsi nella struttura del contratto.

“Il motivo è, di norma, irrilevante, tranne – appunto – nel caso della presupposizione, cioè quando esso si eleva a condizione del volere e

questa condizione inerisce al negozio; in questo caso “il suo venir meno assoggetta il negozio ad un’eccezione che lo paralizza”<sup>72</sup>.

La teoria della presupposizione, in questo campo, ha avuto recentemente un’applicazione giurisprudenziale, proprio nell’ambito delle compravendite di pacchetti azionari<sup>73</sup>.

Secondo tale teoria, se l’offerta pubblica di acquisto di azioni di una società viene effettuata sulla base di un determinato presupposto oggettivo (quale può essere la titolarità di un determinato bene da parte della società emittente ovvero una determinata consistenza patrimoniale della società stessa), il venir meno di questo presupposto fa venir conseguentemente meno il vincolo contrattuale, la cui persistenza era oggettivamente subordinata al permanere della situazione, passata o presente, assunta come presupposto oggettivo del contratto.

Ecco, quindi, che si giunge ad individuare una possibile tutela dell’offerente in assenza di espresse condizioni poste nel documento di offerta.

È chiaro che la concreta applicabilità della teoria della presupposizione si risolverà in una mera *quaestio facti*, dovendosi di fatto dimostrare che un certo bene, una certa partecipazione, una certa voce patrimoniale, ecc., erano stati considerati dall’offerente e conosciuti dal mercato, come presupposto imprescindibile dell’offerta.

Peraltro, mentre può essere astrattamente possibile che, in una trattativa tra un numero limitato di soggetti, un motivo sia implicitamente elevato a condizione, in quanto comune alle parti, risulta praticamente impossibile che la medesima tutela sia invocabile allorquando la proposta

---

<sup>72</sup> R.Sacco, in AA.VV., *Trattato di diritto privato*, dir. da P.Rescigno, vol. 10, *Obbligazioni e Contratti*, tomo II, Torino, 1982, p.339

<sup>73</sup> Cass., 3 dicembre 1991 n.12921 in <<*Giur. It.*>>, 1992, I, e 2210, con nota di Oddi, e in <<*Nuova Giur. Civ. Comm.*>>, 1992, I, p.784.

contrattuale sia rivolta al pubblico ed alla conclusione di un numero indefinito di contratti.

In conclusione, in assenza di una specifica regolamentazione nel documento di offerta - che preveda che l'esecuzione da parte della società emittente di operazioni tali da modificare la consistenza patrimoniale della società emittente renda inefficace l'offerta - l'offerente rimarrà vincolato all'offerta anche in presenza di fatti che diminuiscano in misura sostanziale il valore del patrimonio sociale, salvo – eventualmente – ricorrere (con scarse probabilità di successo) alla teoria della presupposizione.

Maggiore tutela può essere concessa all'offerente, sempre nel silenzio del documento di offerta, nel caso di operazioni che incidano sul capitale della società emittente.

In tali casi la tutela è invocabile ogni qualvolta l'operazione anti-scalata della società emittente abbia inciso su un presupposto essenziale dell'offerta.

Quindi, la tutela invocabile potrà essere sia quella dell'*aliud pro alio*, sia quella della presupposizione.

## 2.4 DANNO DA OMESSA OPA OBBLIGATORIA

La Cassazione, con alcune importanti sentenze relative all'anno 2012<sup>74</sup>, ha affermato il diritto al risarcimento del danno in capo al socio di società quotata, cui non sia stata proposta un'offerta pubblica d'acquisto obbligatoria, ai sensi dell'art. 106 TUF ai sensi del quale: "Chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso".

La Cassazione ha respinto, dunque, la tesi, tratteggiata dalla corte d'appello nel precedente grado di giudizio, secondo cui le disposizioni del testo unico della finanza, nel prevedere la sterilizzazione del voto e l'obbligo di rivendita entro l'anno delle azioni acquistate in violazione dell'obbligo di offerta pubblica d'acquisto, non lascerebbero spazio al risarcimento del danno in favore dell'azionista terzo, non avendo egli titolo per far valere la responsabilità contrattuale della controparte, per il mancato adempimento di un contratto, in realtà mai stipulato.

È stato, invece, affermato il principio secondo cui, allorché sia violato l'obbligo di OPA, che scatta in conseguenza di acquisti azionari comportanti una partecipazione superiore al 30% del capitale, compete agli azionisti, cui l'offerta avrebbe dovuto essere rivolta, il diritto di ottenere il risarcimento del danno patrimoniale da essi sofferto a titolo di responsabilità contrattuale, o *ex lege* (ma la Corte mostra di preferire la prima qualificazione), qualora provino gli elementi in base ai quali si possa riconoscere un valore economico effettivo all'opzione di acquisto, che essi avrebbero dovuto ricevere.

---

<sup>74</sup> Sentenze della Corte di Cassazione nn. 14392, 14399 e 14400 del 10.8.2012.

La Corte con tali sentenze, ha rammentato che l'istituto si fonda sull'intento di far beneficiare almeno in parte del plusvalore, lucrato dal venditore del pacchetto azionario di maggioranza, anche gli altri soci, che, pur di minoranza, hanno comunque con il proprio investimento contribuito al valore della società. "Ciò, peraltro, non perché (smentendo una tesi in tal senso<sup>75</sup>) l'istituto sia espressione del principio di parità di trattamento dei soci da parte della società *ex art. 92 TUF*, che attiene, invece, al rapporto tra portatori degli strumenti finanziari ed emittenti".

Il legislatore, nel convincimento della Corte, ha inteso preservare sia la contendibilità delle società e l'efficienza del mercato del controllo societario, sia il diritto delle minoranze di operare una scelta ponderata.

L'istituto, sebbene avente finalità pubblicistiche, è destinato a realizzare nell'immediato proprio l'interesse dei soci di minoranza, che, se scelgono di monetizzare le loro azioni, beneficiano in qualche modo anch'essi del premio di maggioranza.

"Dalla dimensione endosocietaria, si passa così a quella del mercato finanziario.

Sussiste, pertanto, l'obbligo a contrarre con gli azionisti di minoranza «a determinate condizioni, se lo vorranno», e, dunque, a fronte di esso si pone il diritto soggettivo dei destinatari, con la conseguenza che dall'inadempimento dell'obbligo deriva la responsabilità contrattuale<sup>76</sup> a carico del soggetto inadempiente, derivante da un obbligo preesistente. Ne deriva che, secondo la Corte, sarà risarcibile l'interesse positivo".

Anche se è difficile pensare ad un'esecuzione in forma specifica di tale obbligo, ai sensi dell'art. 2932 c.c.5, nondimeno esso sorge verso

---

<sup>75</sup> L.Mangiaracina, *Violazione dell'obbligo di OPA e rimedi: diritto italiano e diritto tedesco*, in <<*Eur e dir. priv.*>>, 2010, p.749

<sup>76</sup> S.Cacchi Pessani, *Violazione dell'obbligo di OPA e risarcimento del danno*, in <<*Giur. Comm*>>, 2008, p.496

soggetti determinati, ossia coloro che, in quel momento, detengono le azioni emesse dalla società quotata.

Inoltre, la decisione precisa come, al fine di riconoscere il risarcimento del danno agli azionisti di minoranza, non è l'effettivo conseguimento del controllo della società" scalata "a costituire il presupposto dell'obbligo di OPA e del correlativo diritto degli interessati a vedersela proporre" (come aveva ritenuto invece la sentenza di primo grado, in forza di successive operazioni), ma basta "il mero fatto che taluno abbia acquistato azioni in misura superiore all'anzidetta soglia del 30%, in presenza delle condizioni indicate nel citato art. 106, ed abbia pagato per tali azioni un prezzo superiore a quello corrente di mercato".

Pertanto, la mancata acquisizione del controllo nonostante l'acquisto superiore al 30% è prevista dal legislatore come possibile causa di esenzione: l'art. 106, co. 6, TUF rimette alla discrezionalità della Consob il potere di stabilire, con provvedimento motivato e con riferimento a casi astrattamente riconducibili alle fattispecie di esenzione tipicamente previste, le ipotesi in cui il superamento della quota soglia non ingenera alcun obbligo di offerta. Al di fuori di tali casi, al superamento della quota-soglia il soggetto è tenuto ad attivare il procedimento previsto dalla legge (comunicazione alla Consob, che mira ad informare il mercato e la società bersaglio; promozione dell'offerta; presentazione all'autorità del documento destinato alla pubblicazione, in modo da permettere la scelta ponderata da parte dell'azionista di minoranza).

Posta di fronte all'esigenza di individuare il danno ed il nesso causale, la Corte afferma che la misura del risarcimento del danno non va automaticamente determinata nel prezzo cui l'azione sarebbe stata venduta all'offerente dell'OPA, ove il relativo obbligo fosse stato assolto e l'offerta accettata: la lesione, invece, consiste proprio nell'aver

perduto l'opzione di acquisto, ossia la possibilità di aumentare la propria quota azionaria.

In sostanza, gli azionisti devono poter scegliere se scommettere su un futuro aumento di valore delle azioni, oppure monetizzarle subito come premio di maggioranza.

L'opzione corrisponde ad un interesse giuridicamente protetto avente ad oggetto un'entità patrimoniale a sé stante.

La qualificazione dell'obbligo di OPA in termini di obbligazione in senso tecnico, avente ad oggetto la formulazione di una proposta di acquisto che abbia determinati requisiti ai singoli azionisti di minoranza, i quali così possano esprimere una scelta negoziale effettivamente libera e consapevole, è stata già operata da alcuni giudici di merito, che hanno individuato nella condotta dannosa del mancato offerente la violazione di un'opzione *put*, prevista direttamente dalla legge<sup>77</sup>. In questo modo, quindi, l'applicazione delle regole civilistiche procede di pari passo con l'apparato sanzionatorio di settore, evidenziando la coesistenza di interessi privati e pubblici nei mercati finanziari.

Si tratta, in sostanza, dell'occasione di disinvestimento di cui gli azionisti sono ingiustamente privati, assimilabile, sotto il profilo finanziario, ad un'opzione di *put*: è quindi il valore economico di questa il danno da risarcire<sup>78</sup>.

Ma grava sul danneggiato l'onere di provare di aver perduto, con quell'opzione non ricevuta, un valore economico effettivo: si terrà conto, perciò, dei fattori molteplici, che abbiano influenzato il valore di borsa

---

<sup>77</sup> Trib. Milano, Sentenze del 29.5.2008 e 21.5.2007.

<sup>78</sup> In dottrina si reputa corretto che la determinazione del valore dell'opzione di *put* di cui gli azionisti sono ingiustamente privati, e quindi del danno risarcibile ex art. 1218 c.c., debba essere fatta, anziché sulla base di una presunzione di equivalenza tra valore della *put* e differenza tra prezzo d'opa e valore di mercato delle azioni, utilizzando i metodi di valutazione delle opzioni elaborati dalla moderna scienza delle finanze.

dell'azione nel periodo considerato, avuto altresì riguardo al prezzo che essa avrebbe avuto in caso di OPA.

In definitiva, in forza del principio enunciato, in presenza di scalate societarie gli azionisti di minoranza hanno diritto al risarcimento del danno, laddove si verificano i presupposti del sorgere dell'obbligo di offerta pubblica d'acquisto obbligatoria, che non sia adempiuto, e sebbene non sia stato raggiunto l'effettivo controllo della società da parte del soggetto obbligato.



## 2.5 LA DISCIPLINA DELLA *PASSIVITY RULE*

La recente crisi dei mercati finanziari e la conseguente svalutazione delle società quotate ha indotto il governo a modificare la legislazione in materia di offerte pubbliche di acquisto.

In particolare, al fine di fornire le società italiane di maggiore protezione in caso di scalate ostili da parte di soggetti stranieri, è stata modificata la disciplina relativa alle misure difensive adottabili nel contesto di un'offerta pubblica di acquisto, già in precedenza modificata dal Decreto Legislativo 19 novembre 2007 n. 229, che aveva recepito nell'ordinamento italiano la Direttiva n. 25 del 21 aprile 2004.

La *passivity rule* trova origine nell'esigenza di bilanciare i poteri esistenti all'interno delle società quotate, conferendo ai soci il potere di valutare l'opportunità di "accettare" un'offerta proveniente da un terzo offerente, ovvero adottare delle misure difensive, definite dal TUF come "qualsiasi atto od operazione che possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta"<sup>79</sup>.

Il problema del bilanciamento dei poteri tra organo di amministrazione e assemblea dei soci è da sempre al centro di dibattiti tra i cultori del diritto societario.

Da un lato vi sono i sostenitori della teoria secondo la quale i membri degli organi di amministrazione sono meri agenti degli azionisti, ai quali deve essere affidata la gestione quotidiana della società, lasciando le decisioni riguardanti aspetti di particolare rilevanza (come ad esempio la decisione se opporsi ad un'offerta di acquisto) direttamente ai soci. I sostenitori di questa teoria sottolineano inoltre come gli amministratori

---

<sup>79</sup> E.Desana, *OPA e decorrenza della passività rule: note a margine di una recente vicenda*, in <<Giur.it>>, 2000, pp. 551 ss.

siano normalmente restii a favorire l'esito positivo di un'offerta pubblica di acquisto in virtù del fatto che questa comporta nella maggior parte dei casi un cambiamento del *management* da parte dell'acquirente.

Dall'altro lato troviamo invece coloro i quali ritengono i componenti degli organi di amministrazione essere i più competenti a prendere decisioni riguardanti aspetti di particolare criticità come l'opporvi o meno ad una scalata ostile. Secondo questi ultimi, infatti, i soci sono carenti di informazioni aggiornate e complete sulla gestione della società, e perciò non adatti a valutare l'opportunità di opporsi all'ingresso nel capitale sociale di un azionista di maggioranza terzo.

Il legislatore comunitario ha impiegato oltre vent'anni per giungere ad un testo definitivo di direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto.

La maggiore difficoltà incontrata dal legislatore comunitario è stata proprio quella di far conciliare sistemi economici dissimili, nei quali differenti sono gli assetti proprietari delle società quotate.

Ad un sistema come quello italiano, dove la proprietà è concentrata in pochi gruppi di potere, si oppongono realtà come quella degli Stati Uniti o del Regno Unito, ove la proprietà è diffusa tra migliaia di piccoli azionisti.

A mero titolo esemplificativo, risulta interessante citare il modello americano, dove, nella maggior parte dei casi, gli azionisti sono degli investitori in cerca di profitto e dunque non interessati alla partecipazione attiva nella vita della società. E' ovvio che in una tale realtà sia lasciata all'organo amministrativo la decisione se consigliare agli azionisti di accettare l'offerta o adottare misure difensive che la contrastino.

La decisione sarà poi ovviamente impugnabile da parte degli azionisti in un tribunale, che dovrà pronunciarsi *ex post* sulla rispondenza della stessa al miglior interesse della società. In un eventuale giudizio di

impugnazione, sarebbe il *management* a dover innanzitutto dimostrare come l'offerta ricevuta rappresentasse una minaccia per la società, e come le difese poste in essere fossero adeguate e proporzionate al rischio. Nel sistema italiano invece, dove gli azionisti di maggioranza sono attivamente coinvolti nella gestione della società, questi ultimi sembrano essere i più indicati per prendere decisioni in merito a questioni di particolare rilevanza, come ad esempio l'adozione di misure difensive in caso di offerta pubblica di acquisto.

“Al fine dunque di giungere ad un testo che accontentasse i vari stati membri, il legislatore comunitario ha elaborato un meccanismo di adesione volontaria a determinate previsioni della direttiva, quali la regola di passività, quella di neutralizzazione e la clausola di reciprocità.

Agli stati membri è stato quindi concesso il diritto di non introdurre tali regole nei propri ordinamenti (*opt-out*), lasciando però alle singole società la possibilità di inserirle direttamente nei propri statuti (*opt-in*)”<sup>80</sup>.

Nell'ambito di scelta concesso dalla Direttiva comunitaria, il legislatore italiano nel 2007 ha deciso di recepire la regola di passività ed ha quindi previsto l'obbligo per le società quotate italiane di ottenere l'autorizzazione per l'adozione di misure difensive in caso di offerta pubblica di acquisto.

L'art. 104 del Testo Unico della Finanza, difatti, nella sua precedente formulazione, prevedeva l'obbligo di astenersi dall'adottare misure difensive che potessero frustrare il risultato di un'offerta pubblica di acquisto, salva autorizzazione rilasciata dall'assemblea dei soci, concessa con il voto favorevole di tanti soci rappresentanti almeno il 30% del capitale sociale. Tale obbligo di astensione sorgeva contestualmente alla comunicazione di voler promuovere un'offerta di acquisto o di scambio

---

<sup>80</sup> G.Faucegna, *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, Torino, 2010, pp. 432 ss.

effettuata dalla società offerente ai sensi dall'articolo 102 comma 1 del Testo Unico della Finanza, ed era valido anche per quelle misure difensive che, pur se deliberate prima della comunicazione, non erano ancora state completamente poste in attuazione.

L'adozione della regola di passività nella sua accezione più restrittiva aveva posto le società quotate italiane in condizione di poter divenire facile preda di investitori stranieri allettati dalle favorevoli condizioni di mercato.

In tale contesto sono intervenute le modifiche al Testo Unico della Finanza introdotte dal Decreto Anticrisi, che hanno reso facoltativo l'inserimento all'interno degli statuti delle società quotate italiane della clausola che contenente la regola di passività.

*Il nuovo testo dell'art. 104* del Testo Unico della Finanza prevede quindi innanzitutto la mera "facoltà" di inserire nello statuto delle società quotate italiane una clausola contenente la regola di passività, eliminando inoltre il *quorum* deliberativo minimo del 30% previsto dalla previgente normativa, conferendo, pertanto, agli azionisti il potere di decidere se subordinare le scelte dell'organo di amministrazione riguardanti l'adozione di misure difensive alla propria preventiva autorizzazione, garantendo comunque, in caso di inserimento della regola di passività, una maggiore celerità nell'adozione della delibera garantita dall'eliminazione del *quorum* minimo deliberativo.

Restano infine valide le altre previsioni contenute nell'art. 104 del Testo Unico della Finanza, come ad esempio l'esclusione dal novero delle misure difensive della mera ricerca di altre offerte.

La seconda importante modifica introdotta dal Decreto Anticrisi attiene l'articolo 104-*bis* del Testo Unico della Finanza contenente la c.d. *breakthrough rule*.

“La regola di neutralizzazione agisce in due momenti distinti:

- (i) nel periodo di offerta decorrente dalla comunicazione ex art. 102 comma 1 del Testo Unico della Finanza, prevede l'inopponibilità all'offerente delle restrizioni al trasferimento di titoli previste dallo statuto delle società o da accordi di natura contrattuale tra la stessa società e gli azionisti, o tra gli azionisti stessi; nonché,
- (ii) nel periodo immediatamente successivo alla conclusione dell'offerta, ed in caso di raggiungimento da parte dell'offerente di una percentuale di capitale con diritto di voto pari ad almeno il 75%, prevede la non efficacia, nelle assemblee convocate per “modificare lo statuto o per revocare o nominare gli amministratori o i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza”, delle restrizioni al diritto di voto (previste nello statuto o di natura contrattuale) e di ogni altro diritto speciale con riferimento alla nomina o revoca dei membri dell'organo amministrativo o di sorveglianza. Per la neutralizzazione dei diritti prevista dall'art. 104-*bis* del Testo Unico della Finanza è prevista la corresponsione di un equo indennizzo per “l'eventuale pregiudizio patrimoniale subito dai titolari dei diritti” resi non esercitabili”<sup>81</sup>.

La *ratio* di tale norma consiste innanzitutto nell'eliminare eventuali ostacoli al buon esito dell'offerta, mediante la neutralizzazione di clausole che prevedono, ad esempio, il diritto di prelazione dei soci, ovvero di ogni clausola prevista nello statuto o in patti parasociali che

---

<sup>81</sup> P.Lucantoni, *Esenzioni dall'obbligo e offerte pubbliche di acquisto preventive*, in <<Le offerte pubbliche di acquisto>>, Torino 2011, p. 177

vincoli in alcun modo il diritto dei soci di trasferire la propria partecipazione azionaria.

La regola inoltre vuole salvaguardare l'offerente che, dopo aver raggiunto una partecipazione di almeno il 75%, voglia convocare un'assemblea dei soci per modificare lo statuto e/o sostituire i membri dell'organo amministrativo e di controllo. In tale assemblea, difatti, non troverebbero applicazione eventuali vincoli al voto, e, in presenza di azioni a voto plurimo, le stesse potrebbero esprimere un unico voto.

All'esito della modifica introdotta dal Decreto Anticrisi, le società quotate italiane, ad esclusione delle società cooperative, hanno la "facoltà" di inserire nei loro statuti una clausola che preveda l'applicazione della regola di neutralizzazione. Anche in questo caso, dunque, l'Italia ha modificato la propria disciplina in tema di offerta pubblica di acquisto, esercitando il proprio diritto di *opt-out* dalla regola di neutralizzazione, ma lasciando alle società stesse il diritto di *opt-in*.

La possibilità concessa dalla Direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto di recepire la regola di passività e quella di neutralizzazione ha creato un possibile squilibrio a livello europeo. Una società di uno stato membro che ha reso obbligatorie una o entrambe le regole potrebbe essere penalizzata rispetto ad un'altra con sede in un diverso stato che non le ha invece recepite. Al fine di porre rimedio a tale distorsione, il legislatore europeo ha previsto la clausola di reciprocità, ovvero la possibilità per gli stati membri di inserire una previsione in base alla quale le regole di passività e neutralizzazione non si applicano nel caso in cui l'offerente abbia la propria sede legale in uno stato che non ha recepito tali regole.

Con il Decreto Anticrisi il governo ha innanzitutto adattato il testo dell'art. 104-*ter* alle modifiche apportate agli articoli 104 e 104-*bis*, modificando infine l'ultimo comma dello stesso art. 104-*ter* nella parte in

cui prevedeva che l'autorizzazione di ogni misura idonea a contrastare l'offerta adottata in virtù della clausola di reciprocità dovesse essere deliberata dell'assemblea convocata in forma straordinaria.

Il nuovo testo dell'art. 104-*ter*, eliminando il termine "straordinaria" prevede dunque che l'autorizzazione della essere deliberata dell'assemblea "nei diciotto mesi anteriori alla decisione di promuovere l'offerta" ai sensi dell'art. 102, comma 1.

# ***CAPITOLO TERZO***

*IL MODELLO ANGLOSASSONE:  
SIMILITUDINI E DIFFERENZE RISPETTO  
ALL'ORDINAMENTO ITALIANO*



### 3.1 IL MODELLO AMERICANO E QUELLO INGLESE

Fra gli ordinamenti che hanno, senza dubbio, maturato le esperienze maggiormente significative in materia di OPA, vi è quello degli Stati Uniti d'America e del 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 1968<sup>82</sup>, sia, con particolare riguardo alle misure di difesa, dai cd. *Takeover Statutes*, ovvero dalla legislazione statale emanata, a partire dal 1969, con lo scopo di regolare le offerte ostili aventi come obiettivo una società incorporata nello Stato.

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 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 società”<sup>83</sup>.

Il rischio che l'attribuzione di un simile compito agli amministratori possa avvallare scelte opportunistiche dei medesimi nell'adozione delle

---

<sup>82</sup> *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.

<sup>83</sup> A.Tucci, *Gestione dell'impresa sociale e “supervisione” degli azionisti, L'esperienza italiana a confronto con la disciplina delle public companies nordamericane*, Milano 2003, pp. 59 ss.

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 posizione - si è consolidato su una particolare applicazione della *Business Judgement Rule*<sup>84</sup>, 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 personale: 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 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*).

La *business judgment rule* è stata creata dalla giurisprudenza statunitense. La possibilità di esaminare l'operato e le decisioni dell'organo che amministra una società (board of directors) e la profondità di tale sindacato sono gli aspetti essenziali. La regola stabilisce che l'agire dei membri del board si presume corretto e non criticabile fino alla prova che hanno violato un *duty of care*. Di fatto è molto forte la presunzione in favore del board: si ritiene che, per definizione, esso sia orientato in buona fede la bene della società e che agisca utilizzando la diligenza e la prudenza che qualunque persona nella stessa situazione avrebbe e che si potrebbe identificare con la diligenza

---

<sup>84</sup> F.Bonelli, *Gli amministratori di spa dopo la riforma*, Milano, 2004, pp.184 ss.

del buon padre di famiglia.

Il giudice è chiamato a decidere della responsabilità dei membri del board solo nel caso in cui vi sia stata una violazione di norme di diligenza che avrebbero dovuto seguire durante il loro operato. La responsabilità sussiste se si dimostra che essi non si sono attenuti alle regole di diligenza del buon padre di famiglia. Il livello di attenzione e cura richiesto è quindi non eccessivamente severo.

La *business judgment rule* consente che il tribunale faccia un controllo meramente procedurale volto a stabilire se i membri del board abbiano agito con la diligenza necessaria. Qualora tale verifica abbia esito negativo andrà accertata la responsabilità, ma in nessun caso è consentito procedere a riesaminare nel merito le decisioni del board, identificabile in quell'insieme di valutazioni d'opportunità e di carattere tecnico (commerciale-finanziario).

In effetti però, 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 stessa.

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 fusione; ancora, che non si può considerare proporzionata una difesa che impedisca

totalmente il perseguimento degli obiettivi dell'offerta.

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 difensive.

“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'offerta”<sup>85</sup>.

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 posizione, messa in pericolo dall'eventualità di un mutamento di controllo e, quindi, a contrastare l'offerta, piuttosto che comportamenti finalizzati alla protezione degli azionisti.

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

---

<sup>85</sup> 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. 986 ss.

azionisti, quali titolari degli incentivi appropriati a deliberare in quanto “proprietari”<sup>86</sup>, 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’offerta. 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 stessa<sup>87</sup>.

Ma anche il modello in questione 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 prendere deliberazioni sufficientemente informate sulle deliberazioni da adottare e, a riguardo, finiscano per farsi consigliare dagli stessi

---

<sup>86</sup> G.Ferrarini, *Valore per gli azionisti e governo societario*, in <<Riv. soc.>>, 2002, p. 462 ss.

<sup>87</sup> Com’è stato osservato da E.Desana, 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”.

amministratori.

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 difensive<sup>88</sup>. 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 può accadere nel modello che rimette la scelta in ordine all'adozione delle misure agli amministratori”<sup>89</sup>.

---

<sup>88</sup> Vedi L. Erìnriques, 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.

<sup>89</sup> A. Tucci, *Gestione dell'impresa sociale e "supervisione" degli azionisti, L'esperienza italiana a confronto con la disciplina delle public companies nordamericane*, Milano 2003, pp. 109 ss.

### 3.2 L'OPA OBBLIGATORIA NEL MODELLO INGLESE

Il *City Code* prevede un sistema di OPA obbligatoria, sottoposto, peraltro ad alcune eccezioni, al raggiungimento di una soglia del 30% dei diritti di voto della società target, da parte di un soggetto, o di più soggetti agenti di concerto.

L'offerta può essere sottoposta ad una sola condizione, ovverosia quello secondo cui l'offerente non è vincolato se le accettazioni non gli permettono di raggiungere la soglia del 50% dei diritti di voto.

Una delle appendici del Code è costituita dalle cd. "SARS" (l'acronimo di "Rules Governing Substantial Acquisitions"), le quali, per evitare i cd. "daws raids", cioè le incette di azioni compiute rapidamente da alcuni offerenti che, come tali, possono danneggiare i piccoli e disinformati azionisti, impongono l'obbligo di comunicazione al pubblico, al superamento di un *toehold* pari al 3% dei diritti di voto nella società di cui vengono acquisite le azioni.

La fissazione di una soglia sufficientemente elevata farà sì che buona parte dei trasferimenti del controllo non comporti l'obbligo di offerta totalitaria al prezzo più alto pagato nel periodo rilevante e, quindi, non costituisca un disincentivo alla promozione di offerte pubbliche.

L'ordinamento inglese prevede che il Panel possa rinunciare a pretendere l'OPA se la società è in grave crisi finanziaria e la sola strada per salvarla è la pronta emissione di nuove azioni senza la preventiva approvazione degli *independent shareholder*<sup>90</sup> o l'acquisto di azioni da altri soci.

In tal caso l'esenzione può essere concessa se:

---

<sup>90</sup> Si evidenzia a tal riguardo che nel *Takeover Code, Note of Dispensation from Rule 9*, n.1, è prevista, in via generale, la possibilità per il Panel di concedere un'esenzione da OPA in caso di acquisti di azioni nell'ambito di aumenti di capitale nel caso in cui vi sia il preventivo voto favorevole della maggioranza degli *independent shareholder*.

- i) l'approvazione degli *independent shareholder* è ottenuta il prima possibile ovvero
- ii) sono previste altre tutele per gli *independent shareholder* ritenute soddisfacenti dallo stesso Panel a seconda delle circostanze.

Nell'ipotesi in cui vi siano le citate tutele delle minoranze, l'OPA dovrà essere promossa, e il Panel dovrà prevedere, con decisione motivata resa pubblica, un aggiustamento del prezzo<sup>91</sup>.

Nel *Takeover Code* è inoltre precisato che, normalmente, l'esenzione non verrà concessa quando è l'azionista di maggioranza, invece che la stessa società, ad avere bisogno del salvataggio.

La situazione dell'azionista di controllo, infatti, ha una minima rilevanza sugli altri azionisti e, quindi, chi compra da quest'ultimo socio deve aspettarsi di essere obbligato a promuovere l'OPA.

La disciplina inglese contenuta nel *City Code* prevede un'esenzione per i casi di superamento delle soglie dovute ad errori.

In tal caso, normalmente, il Panel non richiederà un'offerta se le azioni saranno cedute a terzi indipendenti in modo tale da ridurre la partecipazione al di sotto della soglia del 30% entro un limitato periodo di tempo (non determinato nella norma).

La disciplina inglese, contenuta nel *Takeover Code*, non prevede espressamente un'esenzione dall'obbligo di OPA per le operazioni di fusione.

E' comunque previsto che "normally" il Panel conceda un'esenzione nei casi in cui l'obbligo di OPA derivi da operazioni di emissione di nuove azioni o di strumenti finanziari convertibili preventivamente approvate

---

<sup>91</sup> In tal caso il prezzo secondo la Note n.3 alla Rule 9.5 del Takeover Code sarà "*fair an reasonable taking into account all the factors that are relevant to the circumstances*".



dall'assemblea con il voto favorevole della maggioranza degli "independent shareholders"<sup>92</sup>.

I dettagli dell'operazione devono essere resi noti prima dell'assemblea in un documento ("circular") redatto dal soggetto – o dai soggetti che agiscono di concerto – interessato all'esenzione e tale documento deve essere sottoposto al preventivo esame del Panel.

Di norma, l'esenzione non verrà concessa qualora i soggetti interessati all'esenzione abbiano acquisito "*interest in shares*" della società target nei dodici mesi che precedono la pubblicazione del documento ma dopo che siano iniziate negoziazioni, discussioni o siano stati raggiunti accordi con gli amministratori della medesima società in relazione alla proposta di emissione di nuove azioni.

L'esenzione sarà inoltre revocata qualora, tra la data di pubblicazione del *circular* e la data dell'assemblea, vi siano acquisizioni di "*interest in shares*".

Inoltre, nell'ordinamento inglese è previsto che, nei casi in cui un soggetto riceva a titolo gratuito azioni o "*interest in shares*" che comportino il superamento della soglia rilevante, lo stesso debba consultare il Panel.

Quanto, poi, all'azione di concerto contenuta nella disciplina inglese del *Takeover Code*, essa risulta essere più ampia di quella italiana, in particolare per la previsione, in aggiunta all'"agreement", della nozione di "understanding", e cioè di intese prive di efficacia giuridica.

Sono, inoltre, considerate persone che agiscono di concerto, come anche previsto dall'art.1001-bis, comma 4-bis, del TUF, "*a person and each of its affiliated persons will be deemed to be acting in concert all with*

---

<sup>92</sup> F.Regaldo, *Le tecniche difensive nelle OPA ostili. Riflessioni comparatistiche*, Torino 2001, p.215

*each other*”, laddove, ai fini della definizione in esame, per “*affiliated person*” si intendono i soggetti su quali si esercita il controllo<sup>93</sup>.

In particolare, ai fini della nozione di azione di concerto, rilevano comportamenti o pratiche coordinate che possono anche non convergere verso la conclusione di un accordo o muoversi in modo parallelo “*to obtain or consolidate control of a company or to frustrate the successful outcome of an offer for a company*”.

Tale nozione di “*understanding*” comporta, da un lato, un ampliamento del materiale indiziario e della discrezionalità del *Takeover Panel* nel ricostruire ed accertare la comune intenzione di agire di concerto, indipendentemente dalla conclusione dell’accordo; dall’altro, la scelta di adottare presunzioni legali “*relative*”, ne limita l’ambito applicativo, escludendo la sussistenza del concerto, pur in presenza di un accordo, qualora sia fornita la prova del contrario da parte di soggetti coinvolti.

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

---

<sup>93</sup> P.Davies, *Gower and Davie’s Principles of Modern Company Law*, London 2008, pp.865 ss.

### 3.3 LA PASSIVITY RULE BRITANNICA

Il sistema a presidio dell'OPA nel Regno Unito è assai complesso, ed è composto di molteplici elementi, tra di loro strettamente collegati, i quali, presi isolatamente, non sono magari in grado di fornire risposte esaustive ai problemi contingenti, ma, osservati nel loro complesso, danno origine ad un meccanismo collaudato ed efficiente.

Lo stesso dicasi per la regolamentazione delle tecniche difensive: prospettare il problema in termini di *passività rule* *si/passivity rule no* sarebbe riduttivo, in ultima istanza, fuorviante.

E' necessario, perciò, prendere avvio dalla Rule 3.1, la quale in presenza di lancio di un'OPA, prescrive che il consiglio di amministrazione della società target "deve ottenere competenza di indipendenza di parere su una offerta, e la sostanza di tale parere deve essere nota ai propri azionisti".

Viene, quindi, in considerazione il General Principle 1, il quale statuisce che "in nessun momento, dopo che un'offerta in buona fede è stata comunicata a c.d.a. della società destinataria abbia ragione di credere che un'offerta in buona fede possa essere imminente, può essere intentata una azione dal c.d.a. della società destinataria in relazione agli affari della società senza l'approvazione degli azionisti nell'assemblea generale, il che potrebbe effettivamente risultare frustrante per l'offerta in buona fede, o per l'azionista, a cui viene negata un'opportunità di decidere sul valore di essa".

Quello appena riportato è, dunque, il principio cardine della *passivity rule* inglese, che può essere criticato per il riferimento a nozioni di ardua determinazione, come la "offerta in buona fede" o il riferimento al momento in cui "il c.d.a. della società destinataria abbia ragione di

credere che un'offerta in buona fede possa essere imminente", ma che appare nondimeno efficace, se operante in un sistema in cui il metro di giudizio è, più che la rigida adesione a norme generali ed astratte, la correttezza dei comportamenti adottati nel caso concreto<sup>94</sup>.

Si spiega così il fatto che il mondo delle OPA britanniche sia scarsamente popolato di tecniche difensive e, tra di esse, vi siano praticamente soltanto quelle preventive, come il *dual-class stock*<sup>95</sup> od i *golden parachutes*.

In teoria, gli amministratori potrebbero procedere all'emissione di nuove azioni, dal momento che ciò è reso soltanto più difficile, ma non impossibile, dagli artt. 89-96 del Companies Act 1985, il quale ha riaffermato i diritti di opzione a favore degli azionisti, introdotti dal Companies Act 1980, ma la giurisprudenza ha sempre compiuto tali operazioni, anche indipendentemente dall'esistenza di un'OPA sulle azioni della società che le pone in essere, ritenendole viziate da conflitto di interessi.

Anche la tecnica difensiva consistente nell'attribuire ad un trust a favore dei dipendenti le nuove azioni emesse non è riuscita a superare il test delle Cortie è stata dichiarata illegittima.

Il General Principle 1 trova il suo ideale completamento nella regola di correttezza contenuta al principio 9, il quale precisa che gli amministratori, sia della società offerente sia di quella target, devono sempre, nell'informare i loro azionisti, agire solo in base alla loro veste

---

<sup>94</sup> Il principale insegnamento che può trarsi, analizzando il sistema britannico, è che, in un mercato sviluppato e trasparente, il dilemma delle tecniche difensive è, prima ancora che un problema normativo, uno di correttezza con il pubblico degli investitori. Peraltro, il raggiungimento di un siffatto standard di comportamento potrebbe anche essere determinato dal fatto che la maggior parte delle azioni si trova nella mani di investitori sofisticati.

<sup>95</sup> Il c.d. *dual class stock* consiste nell'emissione di azioni sprovviste, in tutto o in parte, di diritti di voto

di amministratori, e non aver riguardo alle loro partecipazioni azionarie personali o familiari, o alle loro relazioni personali con la società. “Sono gli interessi degli azionisti portati nell’insieme, assieme a quelli dei dipendenti e dei creditori, che dovrebbero essere considerati”.

“Si tratta chiaramente di una regola che vuole dissuadere i *directors* dall’agire in conflitto d’interessi e che non è mai superfluo ribadire, in occasione di operazioni in cui la tentazione degli amministratori di agire contro gli interessi degli amministrati è più che mai forte”<sup>96</sup>.

I redattori del *City Code* si sono curati di precisare, sempre nell’ambito del General Principle 9, che gli “amministratori della società destinataria valuterebbero attentamente prima di prendere un impegno con un offerente che limiterebbe la loro libertà di informare i loro azionisti nel futuro. Tali impegni potrebbero dare adito a conflitti di interesse, o risultare come una violazione dei doveri fiduciari degli amministratori”.

Questa precisazione mira a scongiurare una delle ipotesi che maggiormente ha preoccupato gli ambienti finanziari della City e consistente nel fatto che gli amministratori, una volta lanciata un’OPA sulla loro società, l’accettino, impegnando direttamente la stessa, ma in seguito venga promossa una contro-OPA ad un prezzo più alto e dunque più conveniente per gli azionisti.

Tale situazione, in realtà, ha originato, svariate controversie<sup>97</sup>, le cui decisioni hanno generalmente imposto di preferire l’offerta più alta, quanto meno per i casi in cui la società target sia quotata in borsa e perciò soggetta al *City Code*, manifestando così un atteggiamento di sfavore nei

---

<sup>96</sup> V.J.E. Parkinson, *Corporate Power and Responsibility. Issues in the Theory of Company Law*, Oxford, 1993, pp.137 ss.

<sup>97</sup> Fra le più significative, v. *Heron International Ltd., v. Lord Grade* (1983) BCLC 244, C.A.

confronti dei c.d. “*lock-outs*”, ovverosia degli accordi che hanno l’effetto di vincere la società nei confronti di uno specifico offerente.

In particolare, nella causa Dawson, Lord Prosser ha statuito che le dichiarazioni rese, o gli impegni assunti nell’ambito di un’OPA, non hanno natura contrattuale, ma devono essere intesi come mere dichiarazioni di intenti, da interpretarsi e sanzionarsi, in caso di violazione, alla luce del City Code.

Di qui, la conseguenza che, non costituendo il lock-out un’obbligazione contrattuale, la sua violazione non dà origine ad una azione di risarcimento danni da responsabilità contrattuale e l’ulteriore passaggio secondo cui il lock-out, non spiegando effetti sostanziali, nella scelta tra il rispetto di questo e l’accettazione di un’OPA concorrente più vantaggiosa per gli azionisti, l’ultima dovrebbe normalmente prevalere.

Pertanto, il condizionale è d’obbligo, giacché la materia è uscita dalla competenza delle corti per rientrare in quella del Panel, e questo deciderà, come sempre, tenendo in massima considerazione le circostanze di ciascun caso concreto.

“Un’altra disposizione rilevante, al fine di scoraggiare l’impiego di tecniche difensive, è contenuta nella Rule 4.1 del City Code, sebbene tragga origine dall’Insider Dealing ACT, ed impone, sin da prima del lancio dell’offerta, ma nell’imminenza della stessa, a chiunque disponga di informazioni riservate e price-sensitive di non acquistare o rivendere azioni; questo divieto è singolare, dal momento che pone gli amministratori della società target (i quali ovviamente dispongono di quel genere di informazioni) in posizione di temporaneo svantaggio rispetto a quelli della società offerente<sup>98</sup> (che, viceversa, non ne possono

---

<sup>98</sup> F.Regaldo, *Le tecniche difensive nelle OPA ostili. Riflessioni comparatistiche*, Torino 2001, p.145

usufruire) ed impediscono perciò ai primi di tentare l'adozione di tecniche difensive come l'acquisto mirato di titoli (o bay-bak)".

Pertanto, a prescindere dall'esistenza ed all'applicazione del City Code, sarebbe la stessa Common Law, in ossequio alla cd. "proper purposes dottrine" (secondo cui il principio guida della condotta degli amministratori è rappresentato esclusivamente dagli obiettivi dell'attività d'impresa) a non lasciare troppo spazio alle tecniche difensive.

Si può pertanto tranquillamente affermare – alla luce di quanto detto – che le tecniche di difesa dalle OPA ostili nel Regno Unito "appaiono immorali, e designate a mantenere gli interessi dell'attuale gruppo di comando".

Si è perciò lontani anni luce dall'interpretazione formalistica della *passivity rule* adottata in Italia, in cui ci si limita a soppesare con il bilancino le singole parole contenute nei testi legislativi, ed i cui viene candidamente ammesso che chi fa appello al pubblico per ottenere finanziamenti possa poi impunemente chiudersi a riccio, allorquando qualcuno fra il pubblico ne tragga le conseguenze e decida di lanciare un'OPA.

Nel Regno Unito, un comportamento siffatto verrebbe eticamente deplorato ancor prima di essere giuridicamente sanzionato.

"A detta di parte della dottrina<sup>99</sup>, l'unico tenue segnale di approvazione giudiziaria nei confronti delle tecniche difensive del Regno Unito è contenuto in un *obiter dictum* del vice-cancelliere Sir Robert Megarry nel caso Cayne, in cui viene asserita la legittimità del ricorso alle tecniche difensive qualora l'offerente intenda acquisire la società target per

---

<sup>99</sup> V.J.E. Parkinson, *Corporate Power and Responsabilità. Issues in the Theory of Company Law*, Oxford, 1993, p.153

liquidarla e quindi diminuire la concorrenza nel settore in cui egli stesso è presente”.

Questo grande mercato finanziario è fra quelli maggiormente sviluppati al mondo, nel quale numerose operazioni vengono affrontate coi modelli della correttezza, flessibilità e speditezza e con bassa litigiosità.

“Per quanto concerne, infine, la responsabilità degli amministratori, nel sistema inglese, nelle società quotate, il pregiudizio verso gli azionisti è diretto quando la caduta dei corsi azionari sia incongruente con la perdita del valore interno, quando, cioè, gli amministratori tendano a gonfiare il bilancio”<sup>100</sup>.

La responsabilità verso la società avviene per gli stessi motivi per cui è prevista negli USA.

Quanto, poi, al recepimento della direttiva 2004/25/CE, questa è stata recepita nell’ambito di un’ampia riforma del diritto societario: il Companies ACT 2006, che è stato promulgato l’8 novembre 2006.

A seguito del recepimento della direttiva comunitaria, il Takeover Panel ha provveduto a modificare la disciplina recata dalla Rule 21 del City Code, che poneva limiti alle azioni difensive degli amministratori.

Attraverso tale norma, infatti, il meccanismo della passivity rule trovava già applicazione nel Regno Unito, tuttavia sussistevano alcune differenze tra la versione originaria della Rule 21, che prevedeva un elenco preciso di misure considerate difensive, e il contenuto dell’art.9 della direttiva.

La portata della norma è stata, quindi, ampliata rendendo il concetto di misura difensiva coerente con quello della norma comunitaria.

Inoltre, è stata soppressa la facoltà del Takeover Panel di accordare alla società “bersaglio” una deroga alla regola dell’approvazione preventiva

---

<sup>100</sup> F.Mucciarelli, *Società per azioni e offerta pubblica di acquisto*, Milano, 2004, p.251



dell'assemblea dei soci, nell'ipotesi in cui la società stessa fosse parte di un rapporto obbligatorio e fosse chiamata ad eseguirlo.

Per quanto concerne la regola di neutralizzazione o *breakthrough rule*, va premesso che il diritto societario inglese, basato sul principio della cd. "*freedom of contract*", non ha imposto alcuna restrizione alle modalità con cui articolare la struttura finanziaria della società, in termini di emissione di categorie speciali di azioni, di limiti alla loro circolazione o di vincoli ai titoli azionari relativi all'esercizio del diritto di voto.

Pertanto, il legislatore inglese, pur dichiarandosi a favore di strutture societarie fondate sul principio "*one share one vote*", non ha ritenuto opportuno introdurre nell'ordinamento interno la regola della neutralizzazione, avvalendosi della facoltà di *opting-out*.

La legge di recepimento lascia alle singole società la facoltà di *opting-in* per il regime previsto dalla disciplina comunitaria, precisando che essa potrà essere esercitata o al momento della costituzione della società o per effetto di una deliberazione successiva<sup>101</sup>.

Nell'ordinamento inglese, la Rule 31.4 del Takeover Code dispone che, qualora un'offerta diventi o sia dichiarata incondizionata, essa rimanga aperta per non meno di 14 giorni ulteriori rispetto all'originaria data di chiusura, al fine di permettere l'adesione agli azionisti che non abbiano inizialmente accettato l'offerta.

Se l'offerta è dichiarata incondizionata sin dall'origine nel documento di offerta, la riapertura del periodo di adesione non è richiesta, purché tale situazione sia stata precisata nel documento d'offerta.

---

<sup>101</sup> Camera dei deputati – XV Legislatura – Dossier di documentazione, Numero 7 – 23 maggio 2007, 3-4

Pertanto, la riapertura del periodo di adesione è destinata alle offerte sottoposte a condizione o dichiarate incondizionate solo successivamente al loro inizio.

Si precisa che, nell'ordinamento inglese, le offerte che mirano al conseguimento del controllo di una società quotata sono generalmente condizionate.

La Rule 10 del Takeover Code dispone, infatti, che le offerte finalizzate al superamento del 50% del capitale rappresentato da azioni o altri titoli che conferiscono il diritto di voto devono includere una condizione di successo<sup>102</sup>.

Deroghe a tale previsione sono ammesse dal Panel solo in casi eccezionali.

Nell'ordinamento inglese, la Rule 1 del Takeover Code richiede che l'organo amministrativo della società target di una qualsiasi offerta richieda il parere di un esperto indipendentemente sulla stessa o lo renda noto ai propri azionisti.

Tale disposizione interessa pertanto qualsiasi tipo di offerta, indipendentemente dalla natura del soggetto che la promuove.

Tuttavia, nelle Notes relative alla disposizione in esame, viene riconosciuta la particolare importanza della previsione nel caso di offerte da manager o dall'azionista di controllo, nelle quali è fondamentale assicurare l'indipendenza dell'esperto prescelto.

---

<sup>102</sup> Tali offerte possono essere non condizionate solo se l'offerente ha acquisito (ho dichiarato l'intenzione di acquisire) azioni per oltre il 50% del capitale della società target. Anche in tal caso, tuttavia, la riapertura dei termini dell'offerta ha luogo, in applicazione della Rule 31.4.

## ***CONCLUSIONI***

A conclusione del presente lavoro sembrano doverose alcune considerazioni finali su quello che è stato l'atteggiamento del legislatore alla luce della ricezione in Italia delle disposizioni comunitarie in materia di OPA.

Senza dubbio, 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, 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 TUF 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 le decisioni 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.

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, 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.

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 connotato 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 é 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 difforni 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.

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***

P.ABBADESSA,  
La gestione dell'impresa nella SPA,  
Milano, 1975;

C.ANGELICI,  
Società per azioni e in accomandita per azioni,  
in <<*Enc. Dir.*>>, Milano 1990, p. 1036

F.ANNUNZIATA,  
La disciplina del mercato mobiliare,  
Torino 2012

M.ATELLI,  
Nuove regole in tema di OPA: quale ruolo per il sindacato?  
in <<*Obbligazioni e contratti*>>, 2008;

M.V. BENEDETTELLI,  
La disciplina internazionalprivaistica,  
in <<*Le offerte pubbliche di acquisto*>>, a cura di M.Stella  
Richter Jr., Torino 2011,

E.BERLANDA,  
La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto,  
in <<*Riv. Soc.*>>, 1995,

M.BIGELLI,  
Le azioni di risparmio,  
Bologna 2003;

S.BRAGANTINI,  
Troppa protezione fa male,  
in <<*Il Corriere della Sera*>> 29 novembre 2008, p. 43

S.CACCHI PESSANI,  
Violazione dell'obbligo di OPA e risarcimento del danno,  
in <<*Giur. Comm*>>, 2008, p.496

S.CAPPIELLO,  
Le difese dalle offerte pubbliche di acquisto tra  
regolamentazione e autonomia statutaria, in <<Profili attuali di  
diritto societario europeo>>,  
Milano, 2010,

F.CARBONETTI,  
La nuova disciplina delle OPA,  
in <<*Riv. Soc.*>>, 1998

G. CARLI,  
Cinquantanni di vita italiana,  
Bari 1993,

R.COSTI,  
Il mercato mobiliare,  
Torino 2013,.

P. DAVIES,  
Gower and Davie's Principles of Modern Company Law,  
London 2008,.

E.DESANA,  
Art. 104. Autorizzazione dell'assemblea,  
in Cottino, *La legge Draghi e le società quotate in borsa,*  
Torino 1999,

E.DESANA,  
OPA e decorrenza della passivity rule: note a margine di una  
recente vicenda,  
in <<Giur.it>>, 2000,

E.DESANA,  
Opa e tecniche di difesa,  
Milano 2003;

G.DI MARCO,  
Il commento alla direttiva comunitaria sull'OPA,  
in <<Le Società>>, 2004, 9



F.DI SABATO,  
Manuale delle società,  
Milano 1987

G.FAUCEGLIA,  
Commentario all'offerta pubblica di acquisto,  
Torino 2010,

G.FERRARINI,  
Le difese contro le OPA ostili: analisi economica e  
comparazione,  
in <<Riv.Soc.>>, 2000;

G.FERRARINI,  
Valore per gli azionisti e governo societario,  
in <<Riv. soc.>>, 2002,

G.FERRI,  
Incidenza delle obbligazioni sociali nei rapporti fra cedente e  
cessionario di quota sociale,  
in <<Foro il>>, 1936, p.712

L.FURGIUELE,  
La regola di neutralizzazione, in <<Le offerte pubbliche di acquisto>>,  
Torino 2011,

M.GATTI,  
OPA e struttura del mercato del controllo societario,  
Milano, 2004,

A.GUACCERO,  
Interesse al valore per l'azionista e interesse della società,  
Milano 2007;

R.LENER,  
La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio,  
in <<*Riv. Dir. Civ.*>>, 1999;

P.LUCANTONI,  
Esenzioni dall'obbligo e offerte pubbliche di acquisto preventive,  
in <<*Le offerte pubbliche di acquisto*>>, Torino 2011

L.MANGIARACINA,  
Violazione dell'obbligo di OPA e rimedi: diritto italiano e  
diritto tedesco,  
in <<*Eur e dir. priv.*>>, 2010,

L.MARCHEGIANI,  
L'obbligo e il diritto di acquisto,  
in <<*Le offerte pubbliche di acquisto*>>, Torino 2011;

M.MARTINI,  
The New Italian Law on Takeover Bids,  
in <<*Quaderni di finanza*>>, Consob, n.32, 1999

G.MINERVINI,  
Tre pareri in tema di O.P.A.,  
in <<*Contr. impr.*>>, 1995

M.MIOLA-L.PICARDI,  
Commento all'art.102, in Testo Unico della Finanza,  
Commentario diretto da G.F. Campobasso,  
Torino, 2002, II,

A.MORELLO,  
Scalate ostili e misure difensive: dalla Direttiva OPA al  
Decreto 146/09,  
in <<*Soc*>> 2010, p. 159

F.M. MUCCIARELLI,  
L'attuazione della Direttiva OPA nell'ordinamento italiano,  
in <<*Giur. Comm*>>, 2005,

F.M. MUCCIARELLI,  
Le offerte pubbliche di acquisto,  
in <<*Banche e mercati finanziari*>>, Torino 2009;

F.MUCCIARELLI,  
Società per azioni e offerta pubblica di acquisto,  
Milano, 2004,

G. NICCOLINI,  
Le offerte pubbliche di acquisto,  
in *Riv. dir. civ.*, 1974, II,

V.J.E. PARKINSON,  
Corporate Power and Responsabilità. Issues in the Theory of  
Company Law,  
Oxford, 1993,

L.PICONE,  
Le offerte pubbliche di acquisto,  
Milano, 1999;

B.POZZO,  
L'acquisto di azioni proprie. La storia di un problema in  
un'analisi di diritto comparato,  
Milano 2003;

F.REGALDO,  
Le tecniche difensive nelle OPA ostili. Riflessioni  
comparatistiche,  
Torino 2001;

D.REGOLI,  
Offerte pubbliche di acquisto e comunicato degli azionisti,  
Torino 1996;

R.SACCO, IN AA.VV.,  
Trattato di diritto privato, dir. da P.Rescigno, vol. 10,  
Obbligazioni e Contratti, Torino, 1982;

V.SPAVENTA,  
La disciplina dell'OPA in Italia: i risultati di un test,  
in <<Mercato, concorrenza regole>>, 1999;

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,  
La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto.  
Rimedi e tutele,  
Milano 2008;

A.TUCCI,  
Le offerte pubbliche di acquisto,  
in <<*L'ordinamento finanziario italiano*>>, Padova 2010;

A.TUCCI,  
Inadempimento degli obblighi,  
in <<*Le offerte pubbliche di acquisto*>>, Torino 2011;

F.VELLA,  
La nuova passivity rule nella disciplina delle offerte pubbliche  
di acquisto: alla ricerca di un difficile equilibrio,  
in <<*Banca, impresa e società*>>, 2000;

R.WEIGMANN,  
Offerte pubbliche di acquisto (OPA),  
in <<Enc. Giur.>>, XXI, 2001;

Desidero ringraziare il mio Relatore, il Professor Alessio Di Amato, per avermi accolto come tesista e per avermi seguito con costanza durante la stesura dell'intero lavoro dandomi preziosi consigli.

Ringrazio il mio Correlatore, il Professor Giuseppe Niccolini, per aver monitorato la mia opera e aver verificato la correttezza del mio operato.

Un ringraziamento particolare a tutto il corpo docente della Luiss Guido Carli, poiché in questi anni accademici ha arricchito il mio bagaglio culturale con moltissime nozioni, non soltanto accademiche.

Ringrazio i miei genitori, che mi hanno concesso l'opportunità di studiare in questa Università non senza sacrifici e mia sorella Maria per il costante sostegno nei momenti difficili.

Ringrazio Simone per avermi sempre detto di non mollare, anche quando le difficoltà mi sembravano insormontabili e tutta la mia famiglia per aver avuto sempre fiducia in me e nelle mie capacità.

Infine, desidero ringraziare tutti i miei amici, per aver reso i miei anni a Roma bellissimi e per non avermi fatto mai sentire sola trasformando questa città nella mia seconda casa.