

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

INTRODUZIONE

CAPITOLO PRIMO

Evoluzione normativa della disciplina sull'Opa

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

CAPITOLO SECONDO

L'offerta pubblica di acquisto nell'ordinamento italiano

- 2.1 Le diverse tipologie di offerte pubbliche di acquisto
- 2.2 Gli obblighi informativi e lo svolgimento dell'offerta
- 2.3 Il divieto di contrastare l'offerta
- 2.4 Danno da omessa OPA obbligatoria
- 2.5 La disciplina della *passivity rule*

CAPITOLO TERZO

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

- 3.1 Il modello americano e quello inglese
- 3.2 L'OPA obbligatoria nel modello inglese
- 3.3 La *passivity rule* britannica

CONCLUSIONI

Le offerte pubbliche di acquisto rappresentano un importante istituto nel panorama normativo globale in quanto capaci di modificare gli assetti proprietari di importanti imprese e, di conseguenza, di influenzare le politiche imprenditoriali di importanti gruppi societari di diverse Nazioni. Giova considerare, da questo punto di vista, che, giunti ormai nel XXI secolo, accanto alle ristrette realtà statali e ad OPA all'interno di un singolo paese, esistono, e sono da ritenersi di maggior rilievo, offerte pubbliche di acquisto di azioni di società transfrontaliere che sono destinate ad influenzare le politiche economiche globali. Analizzare nello specifico tali operazioni è, pertanto, un'operazione fondamentale se si vuole tentare di comprendere le influenze politiche dei diversi Stati, operazione per nulla semplice a causa di una evoluzione normativa in continuo mutamento e quindi necessitante di una costante riorganizzazione. Emblematiche sono le continue modifiche operate dai legislatori statali con l'obiettivo primario di rendere conforme la disciplina delle OPA con i molteplici avvenimenti mondiali. Non è, infatti, più possibile considerare soltanto la propria realtà locale ma bisogna far riferimento a contesti che coinvolgono più Stati contemporaneamente, elemento, questo, che richiede un'attenta gestione. La Consob ha tentato nel corso degli anni di definire delle linee guida quanto più chiare possibili, utili per il legislatore italiano, ma si è dovuta più volte pronunciare, modificando ogni volta alcuni aspetti gestori dell'istituto. Accanto a tale problematica poi, non si può trascurare il fatto che i diversi Stati abbiano disciplinato tale fattispecie in modo del tutto differente, adattandola ai diversi contesti sociali e tenendo sempre ben chiaro il diversificato assetto proprietario delle imprese locali. Una considerazione in merito va fatta, poiché tale elemento consente di comprendere meglio le scelte giuridiche dei diversi legislatori, che hanno come obiettivo quello di rendere più in linea possibile con le proprie esigenze l'istituto giuridico. Il modello italiano è, sotto tale aspetto, molto lontano da quello anglosassone o statunitense in quanto improntato sulla concentrazione del potere nelle mani di pochi soggetti, se non in mano ad un unico soggetto, che sono anche amministratori e proprietari della società medesima e con una limitata esistenza di altri azionisti. Emerge un forte spirito conservativo in tale ambito, scontrandosi in tal senso con l'altro modello precedentemente menzionato che invece è caratterizzato dall'esistenza di un azionariato molto diffuso e che ha quindi l'obiettivo di allineare gli interessi di diversi soggetti, possessori di piccole quote sociali e limitatamente capaci di influenzare da soli l'intero indirizzo imprenditoriale della società.

Fatte le dovute premesse del caso, è utile esaminare in modo quanto più esaustivo possibile il processo evolutivo delle norme italiane in materia di OPA, nel tentativo di analizzare gli intenti del nostro legislatore e di comprendere le difficoltà che ha dovuto affrontare nel corso degli anni. Nel 1971, è apparso sulla scena italiana il primo esempio di offerta pubblica di acquisto, operazione questa mossa da un gruppo straniero sulla Finanza Bastogi. Fu mossa da Michele Sindona,

personaggio implicato in diverse operazioni criminali e che aveva portato diverse novità dalla Borsa di Wall Street a Piazza Affari, come le private equity e ovviamente le OPA. Le innovazioni non furono ben accolte sia a causa della scarsa liceità dell'operazione sia a causa di una ristrettissima e non esigua disciplina normativa dell'istituto, che si presentava invece molto complesso e richiedente pertanto di un'attenta analisi. Si opposero a tale operazione diverse figure di spicco dell'epoca, Enrico Cuccia, direttore di Mediobanca e l'allora Governatore della Banca d'Italia Guido Carli, che riuscirono a contrastare la scalata di Sindona su Finanza Bastogi. 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. Negli anni successivi, si lavorò per disciplinare l'istituto e così il 7 giugno del 1974, la Legge n. 216 introdusse una regolamentazione dell'OPA seppur sommaria e lacunosa, concentrandosi però sulle sole offerte aventi ad oggetto azioni o obbligazioni convertibili. La regolamentazione evidenziava una scarsa attenzione, invece, agli ulteriori profili dell'OPA. La prospettiva scelta aveva, quindi, determinato carenze della disciplina proprio tralasciando alcuni aspetti che, invece, 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. Con la Legge 149 del 1992, invece, si tentò di inquadrare in modo più dettagliato tale istituto seppur con diverse critiche successive e rielaborazioni legislative. Tale legge può essere considerata il primo modello italiano di regolamentazione legislativa delle offerte pubbliche di acquisto, 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. Emblematico in tal senso è l'art 16 della Legge che vietava alla società emittente, una volta pubblicato il prospetto informativo dell'offerta, di deliberare modifiche dell'atto costitutivo e dello statuto, a pena di

un'espressa nullità delle stesse modifiche; dall'altro, imponeva agli amministratori della medesima di astenersi dal compiere operazioni che potessero modificare in maniera significativa l'attivo o il passivo della società o che li inducessero ad assumere impegni senza contropartita. Tuttavia le zone d'ombra lasciate da tale legge erano molteplici: si pensi, alla disciplina della c.d. "OPA successiva", che non consentiva di realizzare appieno il principio della parità di trattamento, oppure alla 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. La disciplina, pertanto, richiese ulteriori modifiche e correzioni dettate, questa volta, non soltanto dalla zone d'ombra evidenziate, ma anche dalla necessità di confrontarsi con il panorama comunitario, che si presentava frammentario e non univoco. In questo quadro, il legislatore del Testo Unico, con il D. Lgs. 34 febbraio 1998, n. 58, mostrò molto coraggio, in quanto diede un intervento radicale rispetto a ciò che invece era analizzato nella Legge precedente. In primo luogo, sotto il profilo sistematico, la nuova disciplina distingueva 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 individuava 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 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, venne resa generalmente applicabile a tutti gli strumenti finanziaria ed a tutte le società. La nuova normativa aveva una denotazione molto ottimista confidando in modo rilevante nella capacità di adattamento e di interpretazione delle Autorità amministrative competenti, alle quali venne 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. In realtà, il ciò che maggiormente definì l'impianto normativo comunitario fu la Direttiva 2004/25/CE. La nuova proposta perseguiva 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, era 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; emerse, infatti, che i *takeover* creavano 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 emerse 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. L'obiettivo annunciato poteva essere racchiuso in un unico intento: 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. La maggiore rappresentazione di tale obiettivo fu la definizione di condizioni tese a rendere obbligatorio il lancio di un'offerta di acquisto su una società, principale tra tutte la fissazione di una soglia del 30%, considerata limite minimo superato il quale ottenere il controllo su una società e la fissazione di un prezzo equo per l'acquisto delle azioni. In realtà l'analisi dell'intera Direttiva è fondamentale per la gestione dell'istituto, spiccando in tal senso anche una attenta valutazione della *passivity rule*, all'art 9 e della *Breakthrough rule* all'art. 11, volte rispettivamente a definire gli obblighi di astensione dell'organo amministrativo nel contrastare l'OPA e alla neutralizzazione automatica delle misure difensive. Oltre alla nuova impostazione, più sopra richiamata, dunque, tra gli elementi più significativi sui quali si articola la nuova disciplina occorre non trascurare i seguenti profili ritenendoli i più significativi:

- 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 prove di resistenza tanto rilevanti quanto quelle che si realizzarono poi effettivamente. Le notevolissime operazioni che si svolsero sottoposero la nuova legislazione a fortissime tensioni, e costrinsero 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 che hanno spinto il legislatore ad operare verso modifiche dell'impianto normativo sempre più rilevanti e capaci di adattarsi alle mutevoli esigenze globali che hanno chiamato obbligato Autorità di controllo a sforzi rilevantissimi.

Concentrando l'attenzione sul panorama italiano, il Regolamento Consob 16109/2007 detta quelli che sono i punti fondamentali per la corretta gestione delle offerte pubbliche di acquisto. Resta comunque chiaro che quest'ultime sono da ritenersi di norma volontarie, ovverosia promosse spontaneamente da coloro i quali intendono acquistare un pacchetto di titoli di una determinata società, ma, a ben guardare, soggette ad alcuni vincoli giuridici superati i quali le rendono obbligatorie, più importante tra tutti le "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 nel tentativo di informare tutti gli investitori che operano nello stesso. Accanto a quelle obbligatorie, poi, ne esistono anche altre tipologie, tra cui spiccano quelle residuali, che obbligano colui che possiede la maggior parte delle azioni della società soggetta ad OPA, ad acquistare anche tutte le altre. L'intento di questo istituto è di "eliminare" dal mercato le azioni di questa società poiché ormai essa non è capace di generare un flottante adeguato e di fornire quindi una quotazione attendibile del valore delle azioni. Tornando alle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, la giustificazione della loro esistenza e gestione diventa molto difficoltosa in quanto gli interessi coinvolti sono molteplici; non bisogna trascurare il fatto che le azioni della società sono possedute da diversi soggetti, non soltanto dagli azionisti di maggioranza ma anche da quelli di minoranza, investitori istituzionali ed investitori retail, portatori di diversi interessi. Si può affermare, comunque, che la disciplina assolve principalmente una funzione protettiva degli azionisti minoritari. A rigore, tali soggetti, 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. Ne deriva che, generalmente, a beneficiare di un'operazione di questo genere è senza dubbio il socio di maggioranza, che otterrà ampi poteri decisionali all'interno della società. La risposta a questo "abuso di potere" è rappresentata tecniche di difesa dalle scalate "ostili" operate dal management della compagnia al fine di poter attivare un processo di negoziazione inducendo l'acquirente ad elevare il prezzo dell'OPA, ovvero migliorare altre condizioni della medesima. Analizzando nello specifico il Regolamento Consob menzionato, l'articolo 36 disciplina l'obbligatorietà dell'informazione al pubblico e, quindi, al mercato con i commi primo, secondo e terzo, mentre l'articolo 37 sancisce l'obbligo di indicare il sito sul quale verranno pubblicati tutti i documenti relativi all'offerta. 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 ha l'obbligo di diffondere un comunicato contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e la propria valutazione sulla stessa. Tale documento 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). 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. Nei giorni in cui si svolge l'offerta, gli amministratori sono obbligati a non mettere in atto operazioni che possano ostacolare il conseguimento degli obiettivi prefissati dall'offerta salvo specifica autorizzazione assembleare definendoli all'interno dello stesso Regolamento accumulandoli tutti dalla finalità che perseguono, e cioè quella di modificare sostanzialmente la struttura patrimoniale della società. 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. Una ultima constatazione va fatta in merito all'evoluzione della passivity rule introdotta nel nostro ordinamento, anch'essa soggetta a molteplici rielaborazioni nel tentativo di collimare le divergenze dell'ordinamento italiano e di quello americano e anglosassone da cui trae origine. In particolare, 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 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.

A conclusione dell'analisi delle offerte pubbliche di acquisto, non può non essere analizzato sia il modello anglosassone e che quello degli Stati Uniti. Quanto al secondo, giova premettere come negli Stati Uniti la disciplina dell'OPA venga regolata sia a livello federale, mediante il *William's Act* del 1968, 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"¹. Il rischio che l'attribuzione di un simile compito agli amministratori possa avvallare scelte opportunistiche dei medesimi nell'adozione delle misure difensive viene gestito, nel modello in questione, mediante la sottoposizione dell'operato degli amministratori al vaglio del controllo giudiziale. In un simile contesto, il controllo giudiziale sull'operato degli amministratori - controllo inizialmente volto ad affermare l'estraneità dallo scopo sociale delle operazioni condotte allo scopo di preservare la propria posizione - si è consolidato su una particolare applicazione della *Business Judgement Rule*, vale a dire quel principio di derivazione giurisprudenziale secondo cui l'agire degli amministratori non è sindacabile a meno che non si provi che essi abbiano agito in mala fede o nel perseguimento di un interesse 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*). 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. 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

¹ 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.

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"². 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 considerazione di ciò, saranno 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. A ben vedere, anche questo modello non è esente da rischi in quanto possono esistere conflitti di interesse anche in capo a diversi soci possessori di partecipazioni rilevanti che rendono obbligatoria la remissione della decisione circa l'accettazione o meno di un'offerta in capo agli amministratori. Nell'ordinamento anglosassone, infine, viene disciplinata l'OPA obbligatoria, che viene lanciata 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 quella 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 Aquisitions"), 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

² 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.

independent shareholder³ o l'acquisto di azioni da altri soci. Quanto alla passivity rule, giova considerare che la sua definizione non è del tutto semplice in quanto deve essere ricavata da più norme. In particolare bisogna considerare la 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". 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 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". I redattori del *City Code* si sono curati di precisare, poi, 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. Accanto a questa vi è la Rule 4.1 che impone il divieto di acquisto o di rivendita di azioni a chi, durante un'OPA, sia in possesso di informazioni price-sensitive. 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

³ 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*.

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.

Un'ultima valutazione va fatta in merito all'intento de legislatore italiano ma anche dei singoli legislatori dei diversi Stati: essi hanno tentato di districarsi nel modo più corretto ed efficace possibile all'interno di tale istituto, che non può essere definito in modo univoco e definitivo. La mutevolezza delle situazioni che via via si affacciano sullo scenario mondiale e non di minor rilievo la attuale crisi finanziaria, infatti, mettono in luce problematiche sempre differenti che devono essere comprese se si vuole tentare di valutare a pieno un'operazione che può modificare assetti proprietari di società influenti. Proprio tale considerazione conclusiva, quindi, spinge le Autorità ad aggiornare di continuo il quadro normativo così da essere in grado di catturare a pieno tutte le implicazioni che le offerte pubbliche di acquisto hanno all'interno del mercato.

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;