

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra: Diritto Societario e dei Mercati Finanziari

IL MERCATO DEL CONTROLLO SOCIETARIO E LA RELATIVA
NORMATIVA ITALIANA, EVOLUZIONE E ULTIMI AGGIORNAMENTI: LA
NORMA “ANTI-SCORRERIE”

RELATORE

Prof. Francesco Chiappetta

CANDIDATO

Claudio Fiorelli

Matricola: 693071

CORRELATORE

Prof. Giuseppe Niccolini

ANNO ACCADEMICO: 2018/2019

Sommario

1. Introduzione.....	3
2. Il mercato del controllo societario nei diversi ordinamenti: un’analisi giuridico-economica.....	4
2.1 Introduzione.....	4
2.2. Modelli di capitalismo e assetti proprietari	5
2.3. Benefici privati del controllo e premi per il controllo	12
2.3.1. Definizioni: il mercato del controllo societario	12
2.3.2. I benefici del controllo.....	13
2.3.3. Premi per il controllo.....	17
2.3.4. Metodi di misurazione dei premi ed evidenze empiriche	23
2.4. Il mercato del controllo societario: <i>market rule</i> e <i>equal opportunity rule</i>	30
2.5. Un confronto tra la normativa americana ed europea.....	38
2.6. Conclusioni.....	45
3. La normativa in Italia	46
3.1. Introduzione.....	46
3.2. Evoluzione della normativa: primi interventi legislativi e Legge 149/1992	47
3.2.1. Genesi e contesto di riferimento	47
3.2.2. Legge 149/1992	53
3.3. Il Tuf e la sua evoluzione: confronto tra normativa originaria e normativa vigente	58
3.3.1. Evoluzione della disciplina dell’Opa successiva.....	60
3.3.2. Opa preventiva totalitaria e parziale	64
3.3.3. Opa residuale, <i>sell-out rule</i> e le altre principali novità introdotte dalla Direttiva	67
3.4. La norma “anti-scorrerie” (Art.13 DI 148/2017).....	72
3.4.1. Genesi della norma e contesto di riferimento: il caso Mediaset-Vivendi.....	72
3.4.2. Il <i>Golden Power</i> in Italia	75
3.4.3. Il Decreto Legge 148/2017	80
3.5. Conclusioni.....	91
4. Caso di studio: gli effetti sui corsi azionari delle dichiarazioni di intenzioni.....	92
4.1. Introduzione.....	92
4.2. Le dichiarazioni di intenzioni nella prassi	93
4.3. Metodologia utilizzata e composizione del campione.....	101
4.4. Evidenze empiriche raccolte.....	106
5. Considerazioni conclusive.....	108
Bibliografia	109

1. Introduzione

Il mercato del controllo societario può essere definito come quel luogo dove la domanda e l'offerta di pacchetti azionari di maggioranza relativi a società per azioni quotate si incontrano. Una opportuna normativa che favorisca e coniughi l'efficienza e l'equità del *market for corporate control* è una necessità per i sistemi economici avanzati, ruotando intorno alle società quotate la produzione della maggior parte della ricchezza di un paese e convogliando queste ingenti fette degli investimenti pubblici e privati e del risparmio di milioni di famiglie e piccoli risparmiatori. Il presente elaborato si concentra sulla normativa italiana del mercato del controllo societario, ripercorrendone l'evoluzione e delineando la sua attuale struttura, senza mai perdere di vista il contesto economico e finanziario all'interno del quale questa è stata pensata e sviluppata. Esattamente per questa ragione abbiamo ritenuto necessario delineare preliminarmente le diverse soluzioni normative possibili per la regolazione del mercato del controllo societario attraverso una analisi giuridico-economica, individuando quali di esse si adattano meglio al mercato italiano, senza esimerci nel formulare alcune critiche nei confronti del legislatore. Abbiamo infine individuato e commentato gli ultimi sviluppi della normativa italiana, rappresentati dalla cosiddetta "legge anti-scorrerie" e svolto un caso pratico al fine di stabilire quali sono stati i suoi effetti per il *market for corporate control* italiano.

2. Il mercato del controllo societario nei diversi ordinamenti: un'analisi giuridico-economica

2.1 Introduzione

Il presente capitolo ha l'obiettivo di esporre le caratteristiche del mercato del controllo societario, le quali possono variare in modo rilevante a seconda del contesto nazionale di riferimento, sia in termini economici che giuridici. La struttura proprietaria delle società per azioni quotate infatti non è la medesima in tutti i paesi del mondo, essendosi affermati differenti "modelli di capitalismo", ognuno con le sue peculiarità; è proprio da questo argomento che partirà la trattazione, la quale proseguirà affrontando il tema delle motivazioni che sono alla base dell'acquisto di una partecipazione di controllo in una società quotata. Tra queste in maniera particolare verranno definiti i c.d. benefici privati derivanti dal controllo, ossia quei benefici godibili solo ed esclusivamente dagli azionisti di maggioranza; verranno inoltre presentati i metodi di stima più accreditati dei premi per il controllo, ossia il maggior prezzo richiesto per la vendita di quelle azioni dalle quali i benefici privati del controllo derivano; saranno inoltre presentate alcune evidenze empiriche sulla quantificazione di tali premi, evidenze raccolte dagli studiosi della materia negli anni passati. Una volta delineate le caratteristiche del *market for corporate control* e delle sue componenti, si passerà con l'analizzare le diverse possibili configurazioni della normativa in materia, le quali non possono prescindere dall'analisi economica del contesto di riferimento, essendo i risultati perseguibili in termini di efficienza e di equità di tale mercato fortemente dipendenti da esso; a tal proposito verranno presentate alcune parziali conclusioni sull'adeguatezza della configurazione della normativa italiana in materia, che verrà studiata più approfonditamente nel prossimo capitolo. Si presenterà infine la normativa americana sul mercato del controllo societario, principalmente con l'obiettivo di operare un confronto con quella europea introdotta dalla Direttiva del 2004, alla quale anche l'Italia ha dovuto adeguarsi, e completamente agli antipodi di quella vigente oltreoceano, sia in termini di priorità di interessi tutelati che di configurazione sostanziale.

2.2. Modelli di capitalismo e assetti proprietari

Il capitalismo è il sistema economico maggiormente diffuso nelle economie sviluppate moderne; esso può essere definito come “sistema economico in cui il capitale è di proprietà privata (sinonimo di ‘economia d’iniziativa privata’ o ‘economia di libero mercato’)¹”. Lo sviluppo dei sistemi capitalistici tuttavia non è stato uniforme nel tempo e nelle modalità nei vari paesi industrializzati; ciò è soprattutto imputabile a ragioni sociali e storico economiche, che hanno portato ad una maggiore o minore ingerenza degli Stati nell’economia, ad un più o meno marcato sviluppo dei mercati azionari ed in generale della propensione all’investimento azionario da parte dei piccoli risparmiatori, ad un diverso grado di dipendenza delle società dalle banche, le quali, laddove i mercati azionari erano carenti, hanno spesso dovuto sopperire tramite finanziamenti sotto forma di capitale di debito, ad un diverso grado di sviluppo degli intermediari finanziari, come società di gestione del risparmio, fondi pensione, fondi di *private equity*, ed in generale tutti quegli investitori istituzionali in grado di convogliare il risparmio dei piccoli investitori. Tutti i fattori appena elencati hanno significato la maggiore o minore apertura del capitale sociale delle società per azioni nei differenti paesi industrializzati, laddove, in linea generale, in alcuni paesi del mondo sono prevalse società saldamente in mano ad uno o pochi soci di riferimento, in altri invece si è affermata la forma delle *public companies*, ossia società dall’azionariato diffuso nelle quali non esiste un azionista in grado di controllare l’Assemblea. È rilevante ai nostri fini osservare come, a seconda dei vari modelli di capitalismo, esistano all’interno delle società interessi degni di tutela differenti, in capo a soggetti diversi; tali diversità inevitabilmente influenzano i vari ordinamenti giuridici in tema di diritto societario e i differenti sistemi di *corporate governance*, laddove per *corporate governance* si intende “l’insieme di valori, regole, procedure e prassi operative che formano, per così dire, il tessuto connettivo della struttura organizzativa societaria, con lo scopo di assicurare: una sana e corretta gestione dell’impresa (*fairness*), la piena trasparenza delle scelte gestionali (*transparency*), una chiara individuazione delle sfere di potere e di responsabilità degli organi sociali, del management e di

¹ Enciclopedia Treccani

ogni soggetto operante nell'organizzazione (*accountability*), nonché di un adeguato bilanciamento dei diversi poteri (*checks and balances*)”².

I due principali modelli di capitalismo individuabili sono il modello anglosassone e il modello renano-nipponico. Il modello anglosassone è caratterizzato dalla forte presenza di *public companies*, ossia, come anticipato, società aventi una struttura proprietaria molto diluita, non controllate da uno o più azionisti di riferimento o da un patto parasociale. Tale modello è inoltre caratterizzato dalla presenza di mercati borsistici molto sviluppati, per via del maggiore ricorso delle società al finanziamento tramite capitale di rischio piuttosto che attraverso finanziamenti bancari; in questi paesi è infatti storicamente prevalsa la fiducia negli investitori *retail* per l'impiego di parte del proprio patrimonio personale in azioni, il che ha ovviamente consentito una maggiore facilità di finanziamento per le imprese tramite capitale di rischio. Per queste ragioni il modello anglosassone è definito “*market oriented*”. L'altro fondamentale modello di capitalismo è quello renano-nipponico, caratterizzato al contrario dalla presenza di un azionista di riferimento, o di uno zoccolo duro di azionisti che controlla di diritto o di fatto la società per azioni; la presenza di assetti proprietari molto cristallizzati fa in modo che la quota di flottante, ossia la porzione di azioni quotata sul mercato e perciò non appartenente agli azionisti di riferimento sia molto limitata, o che addirittura non siano affatto quotate, volendo gli azionisti di riferimento preservarne il controllo, senza il rischio di subire scalate ostili. In questi paesi, di cui l'Italia fa parte a pieno titolo, l'investimento azionario è stato spesso visto con una certa diffidenza dai piccoli investitori, che hanno piuttosto preferito investire in *asset class* meno rischiose. È quindi naturale che tale diffidenza abbia portato ad una scarsa disponibilità di capitale di rischio per le imprese, e che la maggiore fonte di finanziamento per le società operanti in paesi caratterizzati dal renano-nipponico sia costituita dai finanziamenti bancari (c.d. sistema *bank oriented*); ciò ha portato storicamente ad una forte dipendenza delle imprese dalle banche, con non pochi problemi nei periodi di crisi economica. Tale dipendenza ha infatti spesso innescato una sorta di “effetto domino”, per il quale ad una eventuale difficoltà delle imprese nei periodi di crisi generalizzata, durante i quali queste non riuscivano a ripagare con costanza i finanziamenti ricevuti oppure a rifinanziarsi a tassi di mercato, seguiva la difficoltà delle banche, le quali si ritrovavano a dover gestire portafogli di crediti legati a debitori insolventi, con conseguenti ingenti perdite in conto capitale dovute alle svalutazioni dei portafogli stessi.

² CHIAPPETTA FRANCESCO, “Diritto del governo societario” IV Ed, Cedam, 2017

I differenti assetti proprietari brevemente sopra descritti generano criticità da fronteggiare all'interno delle società appartenenti ai due modelli di capitalismo completamente diverse: nel modello anglosassone l'assenza di un proprietario in grado di esercitare un potere di controllo fa sì che l'amministrazione della società sia sempre affidata a *manager* esterni, i quali godono di ampia libertà nelle decisioni, dal momento che di rado gli azionisti della società sono interessati ad operare un effettivo controllo sul *management*; questo avviene perché gli azionisti, essendo spesso piccoli investitori poco interessati alla gestione societaria, non possiedono i mezzi o le conoscenze necessarie per operare un controllo sulla gestione, non sono in possesso delle stesse informazioni in mano agli amministratori (le c.d. asimmetrie informative) o perché non hanno interesse economico: il costo di un controllo effettivo sul *management* è troppo elevato rispetto ai benefici che ne deriverebbero dal maggior valore delle relativamente poche azioni detenute. Questo fenomeno, che deriva dai diversi interessi perseguiti dal *management* e dagli azionisti, è stato studiato nell'ambito della teoria dell'agenzia e viene definito in letteratura come "problema della separazione tra proprietà e controllo". I diversi interessi di cui sono portatori azionisti e *manager*, unitamente all'elevata libertà di azione degli ultimi, sfocia quindi nella messa in essere di comportamenti opportunistici da parte degli amministratori, che preferiscono realizzare i propri obiettivi personali anziché perseguire quelli degli azionisti. Tali comportamenti opportunistici si sostanziano ad esempio nell'impiego delle risorse societarie per l'erogazione di benefit, di pagamenti incidentali, per il godimento di privilegi vari piuttosto che nell'investimento delle stesse risorse in progetti che creino valore per l'impresa. Si sostanziano altresì nell'investimento in progetti che creano valore nel breve periodo, ma che nel lungo periodo potrebbero non risultare profittevoli (questo avviene soprattutto se la politica remunerativa del *management* è caratterizzata da forti bonus legati al raggiungimento di obiettivi di breve periodo), gli azionisti infatti sono maggiormente interessati al rendimento dell'investimento su un periodo di tempo abbastanza lungo, mentre gli amministratori hanno principalmente l'interesse di incrementare la propria retribuzione nel breve periodo; a volte gli amministratori preferiscono attuare progetti di investimento poco remunerativi per la società piuttosto che distribuire le disponibilità liquide in eccesso, ciò avviene perché il prestigio del *management* si accresce all'aumentare delle dimensioni della società gestita, mentre gli azionisti preferirebbero riavere indietro il proprio capitale sotto forma di dividendi anziché vederlo investito in progetti poco o non remunerativi³.

³ CLACHER IAIN, HILLIER DAVID, MCCOLGAN PATRICK, Agency Theory, Incomplete Contracting and Ownership Structure.

Possiamo quindi affermare, come una prima parziale conclusione, che nel modello anglosassone un efficace controllo sulla gestione da parte degli azionisti non è attuabile; tradizionalmente un più efficace controllo nei confronti degli amministratori di tali società non proviene dall'interno delle stesse, ma bensì dall'esterno, ossia dal mercato: il modello anglosassone è anche definito come un *outsider system*, termine che sottolinea proprio il controllo esterno sulla gestione. Il maggiore pericolo per il *management* delle *public companies* deriva dalle scalate ostili che tali società possono subire a seguito dell'abbassamento dei prezzi sul mercato delle azioni e dalla conseguente loro sostituzione ad opera dei nuovi proprietari. Tale meccanismo spinge quindi gli amministratori a non poter trascurare gli interessi della società, per non incappare in una consistente diminuzione dei prezzi e al consistente rischio di un *takeover* ostile, dal quale deriva il rischio di essere quasi sicuramente revocati e sostituiti. Un altro tradizionale strumento usato per il *monitoring* del management è rappresentato dalla politica remunerativa degli amministratori che sia allineata agli obiettivi degli azionisti: un ben strutturato piano di *stock option* e di bonus legati ai risultati di lungo periodo della società può essere un efficace incentivo al perseguimento degli interessi degli azionisti per il *management*. Bisogna infine segnalare come negli ultimi anni nel mercato americano, che può essere considerato la massima espressione di *outsider system* e del modello di capitalismo anglosassone, si è tentato di instaurare anche un più efficace controllo interno alle società, che va ad aggiungersi al controllo affidato al mercato: questo controllo risiede nel mutato ruolo dell'organo di amministrazione all'interno delle società ad azionariato diffuso, che è passato ad essere da un *advisory board*, costituito unicamente da figure che coadiuvano ed assistono nelle scelte il CEO, ad un *monitoring board*, costituito in buona parte da amministratori indipendenti⁴ che possano partecipare attivamente alla gestione e sovrintendere al controllo interno, avendo anche voce in capitolo nell'approvazione dei piani industriali e finanziari e fungendo in ultima istanza da garanti sul perseguimento degli obiettivi degli azionisti da parte del CEO e del *board*⁵. La figura dell'amministratore indipendente si sta diffondendo sempre di più anche in Italia, dove invece prevale tradizionalmente il capitalismo renano e dove il controllo sulla gestione è affidato al collegio sindacale, ma dove sempre maggiormente si sta riconoscendo importanza ad una figura che può esercitare il proprio controllo molto più efficacemente e tempestivamente rispetto ai sindaci, partecipando attivamente alla

⁴ La Commissione Europea definisce nella raccomandazione 2005/162/CE l'amministratore indipendente come un soggetto libero «*da relazioni professionali, familiari o di altro genere con la società, il suo azionista di controllo o con i dirigenti di entrambi che creino un conflitto di interessi tale da poter influenzare il suo giudizio*»

⁵ CHIAPPETTA FRANCESCO, "Diritto del governo societario" IV Ed, Cedam, 2017

gestione societaria: l'amministratore può infatti esercitare un controllo preventivo sulla gestione societaria, tramite la sua alle delibere del CdA e anche alla predisposizione dei piani industriali e finanziari, ai quali è chiamato a dare il proprio contributo imparziale e nell'ottica dell'interesse societario in quanto terzo rispetto ad ogni interesse degli azionisti di riferimento e degli amministratori da questi nominati. È chiaro come questo tipo di controllo possa essere molto più pervasivo di quello esercitabile dai sindaci, che invece possono intervenire soltanto successivamente alle delibere del CdA e dell'Assemblea.

Nel modello renano esiste un diverso ordine di problemi, derivante dalla presenza di un azionista di riferimento all'interno della società. In questo caso il conflitto non avviene tanto tra azionista e *management*, che anzi può essere in questo caso efficacemente controllato dagli azionisti che possiedono una larga fetta di quote societarie e che spesso anzi nominano nel *board* persone di propria fiducia, ma avviene piuttosto tra gli azionisti di maggioranza e gli azionisti di minoranza. Il pericolo in questo caso è quindi individuabile nelle politiche messe in atto dal *management*, nominato dagli azionisti di maggioranza, che possono essere discriminatorie proprio nei confronti degli azionisti di minoranza. La normativa in materia nei paesi caratterizzati da capitalismo renano-nipponico è quindi fortemente incentrata alla tutela degli interessi degli azionisti di minoranza, a favore dei quali sono previsti una serie di strumenti di protezione del loro investimento, più o meno efficaci.

Completiamo il quadro dei modelli di capitalismo parlando della situazione italiana, la quale presenta caratteri affatto peculiari, tanto da poter parlare di un modello di capitalismo italiano, a sé stante rispetto ai due principali. Questo è storicamente caratterizzato dal frequente utilizzo delle strutture piramidali e di gruppo, da intricati incroci azionari tra le società, da una moltitudine di piccole e medie imprese a conduzione familiare, mentre sono molto poche le grandi imprese, peraltro tutte o a conduzione familiare o controllate dallo Stato, che fino agli anni Novanta, epoca delle grandi privatizzazioni, giocava un ruolo fondamentale all'interno dell'economia italiana; il mercato borsistico è stato sempre molto poco sviluppato. Dopo gli anni Novanta si è avuto un parziale cambiamento, proprio a seguito delle privatizzazioni, che hanno portato alla quotazione in borsa di colossi come Eni, Enel o Poste Italiane, che hanno contribuito a sviluppare il mercato azionario italiano. Al di là delle sue peculiarità il sistema italiano può essere più facilmente ricondotto al modello di capitalismo renano-nipponico, essendo caratterizzato da una forte concentrazione azionaria, da un mercato borsistico ancora poco sviluppato e da un accentuato ricorso all'indebitamento bancario. Per avvalorare quanto detto

sopra sulla situazione italiano esponiamo una serie di grafici tratti dal “*Report on corporate governance of italian listed company*” di Consob, la cui ultima edizione contiene dati aggiornati al 2017.

	controlled companies						non-controlled companies						total	
	majority controlled ¹		weakly controlled ²		controlled by a shareholders' agreement ³		cooperative companies		widely held ⁴		non-widely held ⁵		no.	% market cap ⁶
	no.	% market cap ⁶	no.	% market cap ⁶	no.	% market cap ⁶	no.	% market cap ⁶	no.	% market cap ⁶	no.	% market cap ⁶		
1998	122	31.2	33	21.8	28	8.3	10	3.1	10	24.1	13	11.5	216	100.0
2010	128	20.6	53	43.0	51	12.4	8	3.4	11	20.3	19	0.3	270	100.0
2011	123	22.3	55	45.8	48	12.0	8	3.2	8	16.4	18	0.3	260	100.0
2012	125	22.8	49	44.0	42	10.1	8	3.2	10	19.2	17	0.7	251	100.0
2013	122	24.1	48	40.1	38	10.4	8	3.3	10	21.6	18	0.5	244	100.0
2014	116	25.0	51	36.8	32	9.6	8	4.0	13	24.0	18	0.5	238	100.0
2015	115	28.1	52	34.8	30	6.0	7	3.2	15	27.3	15	0.6	234	100.0
2016	116	27.2	53	43.6	29	6.5	4	1.3	14	20.6	14	0.7	230	100.0
2017	120	29.8	57	39.8	22	5.3	2	0.5	16	23.5	14	1.1	231	100.0

Dal grafico⁶ emerge come nel 2017 il 74,9% delle società quotate in Italia era controllata o da un'azionista di riferimento o da un patto parasociale, una percentuale addirittura superiore al 61,3% del 1998, anno in cui è entrato in vigore il TUF, mentre solo il 23,5% delle società risulta essere ad azionariato diffuso; è tuttavia molto rilevante la forte riduzione dei patti parasociali avvenuta negli ultimi anni, i quali sono passati dai 51 del 2010 ai soli 22 del 2017. L'Italia si conferma ancora di più un paese nel quale prevalgono società controllate da un solo azionista di riferimento.

⁶ CONSOB, Report on corporate governance of italian listed company, 2018

	largest shareholder ¹		other major shareholders ²		market ³	
	simple mean	weighted mean ⁵	simple mean	weighted mean ⁵	simple mean	weighted mean ⁵
1998	48.7	34.7	14.7	10.0	36.5	55.3
2010	46.2	34.0	17.7	13.5	36.1	52.5
2011	46.1	35.7	17.6	11.4	36.3	52.9
2012	46.8	34.8	16.9	9.4	36.4	55.8
2013	46.8	34.8	16.5	10.2	36.7	55.0
2014	46.0	34.5	16.5	9.2	37.5	56.3
2015	46.7	33.9	15.0	9.6	38.3	56.5
2016	46.9	34.0	12.8	7.2	40.3	58.9
2017	47.7	34.7	12.0	7.4	40.4	57.9

La situazione italiana è confermata poi dal grafico⁷ sopra, che indica la percentuale media del pacchetto azionario posseduta dall'azionista di riferimento, dagli altri azionisti rilevanti e poi dal mercato. La situazione appare sostanzialmente immutata nel corso degli ultimi vent'anni, con l'azionista di riferimento che possiede in media (anno 2017) il 47,7% delle quote societarie, percentuale molto vicina alla soglia del 50%, che assicura il controllo di diritto sulla società. Sta lievemente aumentando il peso delle quote possedute dal mercato, cresciuto costantemente negli ultimi anni dal 36,1% del 2010 al 40,4% del 2016, a discapito delle quote possedute dagli altri azionisti di riferimento.

	financial			industrial			services			total		
	no.	weight ¹	% market cap ²	no.	weight ¹	% market cap ²	no.	weight ¹	% market cap ²	no.	weight ¹	% market cap ²
families	16	30.8	5.6	95	76.0	58.6	34	63.0	30.6	145	62.8	33.5
State and local authorities	2	3.8	7.1	9	7.2	33.7	12	22.2	66.8	23	10.0	34.0
financial institutions	7	13.5	2.0	4	3.2	0.2	3	5.6	0.5	14	6.1	0.9
mixed	3	5.8	6.1	2	1.6	1.3	2	3.7	0.2	7	3.0	2.6
no UCA	24	46.2	79.2	15	12.0	6.2	3	5.6	1.9	42	18.2	29.0

Nell'ultimo grafico che riportiamo si intende sottolineare quale sia il peso delle famiglie nel controllo delle società quotate in Italia: ben il 62,8% del totale delle società è controllata da una famiglia, percentuale che sale fino al 76% per le società del settore industriale. Il dato conferma in pieno il protrarsi nel tempo di una delle caratteristiche principali del capitalismo italiano.

⁷ Vedi nota precedente

2.3. Benefici privati del controllo e premi per il controllo

2.3.1. Definizioni: il mercato del controllo societario

Le considerazioni fatte nelle pagine precedenti risulteranno utili nel prosieguo della trattazione; la definizione della normativa in materia di mercato di controllo societario e trasferimento delle partecipazioni di controllo non può infatti prescindere dal considerare il tipo di capitalismo predominante nell'economia dello Stato di riferimento.

Definiamo meglio ora il punto focale della nostra trattazione, ossia il mercato del controllo societario. In un *paper* che rappresenta una pietra miliare della letteratura in materia, Micheal Jensen definisce il controllo societario: “*as the rights to determine the management of corporate resources — that is, the rights to hire, fire and set the compensation of top-level managers*”⁸. Emerge nella definizione fornita dal professore di Harvard una visione “anglosassone” del *market for corporate control*, per la quale la competizione per il controllo di una società non avviene tanto tra diversi gruppi di azionisti, quanto piuttosto tra *managerial teams* in competizione tra di loro per assicurarsi il potere di gestire la società; tutto ciò è in linea con quanto definito nel precedente paragrafo, ossia l'elevato potere dei *manager* in paesi come gli Stati Uniti e l'Inghilterra, tale da renderli addirittura predominanti sugli azionisti delle società, i quali piuttosto, sempre secondo lo scritto di Jensen, si trovano spesso a giocare un ruolo passivo nella contesa. Tornando ad una dimensione più “italiana” della questione, e quindi più vicina ad un capitalismo di tipo renano-nipponico, nel quale il conflitto maggiore non riguarda tanto i *managerial team* quanto gli azionisti di maggioranza e di minoranza, bisogna osservare come la normativa del *market for corporate control* debba tenere anche conto in qualche misura degli interessi che fanno a capo agli azionisti di minoranza, legati tanto alla possibilità che gli va concessa di fruire in tutto o in parte dei premi riconosciuti per il trasferimento del controllo di una società, quanto alla necessità di non renderli “prigionieri” del proprio investimento, dando loro possibilità di *exit* nel caso in cui non siano “soddisfatti” del nuovo azionista di maggioranza

⁸ JENSEN MICHEAL C., RUBACK RICHARD S., *The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence*, 1983

e dal *management* che verrà da questo introdotto⁹. Emerge quindi un *trade-off* tra due obiettivi da perseguire nella scelta di una normativa che possa far sviluppare un mercato per il controllo societario quanto più equo ed efficiente: la promozione dell'efficienza nei trasferimenti del controllo societario, favorendo tutti quei trasferimenti che portino ad un aumento del valore di mercato della società *target* e in generale della ricchezza collettiva, e scoraggiando invece tutti quei trasferimenti che portino ad una distruzione di valore tramite la diminuzione del valore di mercato della *target*¹⁰; la tutela degli azionisti di minoranza, che invece è realizzata riconoscendo loro una parte dei premi e quindi dei profitti derivanti dalla cessione di una partecipazione di maggioranza in una società. Il *trade-off* si sostanzia nel fatto che la tutela degli azionisti di minoranza comporta una maggiore onerosità nell'acquisto di una partecipazione di controllo, dovendo, come appena sottolineato, riconoscere anche a questi un premio per la cessione delle loro quote azionarie, come vedremo nelle pagine successive. La normativa italiana ha subito notevoli cambiamenti, arrivando negli ultimi anni a privilegiare in modo netto la tutela degli azionisti di minoranza e sacrificando in qualche modo l'efficienza del mercato del controllo societario. Di tutto ciò ci occuperemo però nei prossimi paragrafi, passando invece ora ad analizzare le ragioni che sono alla base dell'acquisto di un pacchetto di controllo di una società quotata e il maggior "costo" rispetto alle azioni negoziate sul mercato derivante dall'acquisto della quota di maggioranza, rappresentato dal già più volte citato "premio" per il controllo.

2.3.2. I benefici del controllo

Le motivazioni che portano all'acquisizione di una partecipazione di controllo di una società *target* risiedono sostanzialmente in tre tipologie di ragioni: i miglioramenti gestionali che il nuovo soggetto controllante si aspetta di apportare alla società, le sinergie emergenti dalla fusione o acquisizione di un'azienda all'interno di un complesso aziendale preesistente, le quali possono sia essere strategiche, se queste sono derivanti ad esempio dall'acquisizione di un concorrente (integrazione orizzontale) oppure di un soggetto a monte o a valle del processo

⁹ CHIAPPETTA FRANCESCO, "Diritto del governo societario" IV Ed, 2017

¹⁰ SICILIANO GIOVANNI, La regolamentazione dei trasferimenti del controllo e delle acquisizioni di società quotate. Efficienza economica e protezione degli azionisti di minoranza

produttivo (integrazione verticale), operative, se queste dipendono ad esempio dallo sfruttamento ad esempio di economie di scala, di scopo o di conoscenza che producono una maggiore efficienza della produzione, finanziarie, se derivanti ad esempio dalla nuova minore rischiosità del capitale, dovuta alla meno alta variabilità dei *cash flows* attesi o al minore indebitamento e che produce quindi un minore costo del capitale di rischio. È opportuno qui sottolineare come evidentemente le maggiori sinergie sono quelle derivanti dall'acquisizione di un soggetto industriale da parte di un altro soggetto industriale, causando queste una commistione di complessi aziendali preesistenti. L'ultima categoria di ragioni è ascrivibile ai cosiddetti benefici privati del controllo, ossia riferiti alla capacità «di un soggetto che controlla un'impresa di utilizzarne le risorse allo scopo di perseguire obiettivi personali»¹¹. Sono questi ultimi gli aspetti più problematici, perché non generano un aumento del valore della società, quanto un “trasferimento” di valore dalla sfera societaria alla sfera privata del soggetto controllante, espropriando di fatto di una parte del valore societario gli azionisti di minoranza, che quindi vengono danneggiati. Tali benefici sono anche definiti “benefici privati dissipativi” perché portano ad una riduzione del valore di mercato della società. Una normativa ideale dovrebbe incentivare gli acquisti di pacchetti di controllo di società basati sulla volontà di creare maggiore valore di mercato e quindi maggiore ricchezza complessiva e disincentivare quelli basati sui benefici privati dissipativi, che causano un danno agli azionisti di minoranza e conducono ad una riduzione complessiva di ricchezza. La tabella sottostante tratta dal lavoro di Giovanni Siciliano riassume e dettaglia quanto detto finora¹².

¹¹ SALVI ANTONIO, Premi per il controllo, Metodo, Misure, Evidenze, 2013

¹² SICILIANO GIOVANNI, La regolamentazione dei trasferimenti del controllo e delle acquisizioni di società quotate. Efficienza economica e protezione degli azionisti di minoranza

TAB. 1. *Motivi delle acquisizioni*¹

		Spiegazione
1) Acquisizioni che creano valore		
<i>1.a) Aumenti di efficienza</i>		
Sinergie	Operative	Economie di scala/ <i>x-inefficiencies</i> Economie di diversificazione
	Finanziarie	Migliore gestione dei <i>cash-flow</i> e pianificazione finanziaria-riduzione del costo del capitale per la minore variabilità dei <i>cash flow</i> (correlazione negativa fra acquisita e acquirente)
Riduzione dei costi di agenzia	Inefficienza manageriale	Ricambio del management e riduzione dei benefici privati dissipativi
	<i>Free cash flow</i> nell'acquisita	L'acquisizione elimina l'inefficienza derivante dall'incentivo dei manager della acquisita a trattenere i flussi di cassa in eccesso e a investirli in progetti a basso rendimento
	MBO e acquisizioni <i>leveraged</i>	In questi casi aumenta la quota di azioni di proprietà dei manager e quindi aumentano i loro incentivi ad una gestione efficiente
<i>1.b) Espropriazione</i>		
	Creditori	L'eventuale aumento della leva finanziaria aumenta il grado di rischio e riduce il valore dei debiti
	Fisco	Benefici fiscali/utilizzo dell'indebitamento per sfruttare la deducibilità degli interessi passivi
	Lavoratori	Riduzione dei salari per effetto di minacce di licenziamenti/rottura dei c.d. «contratti impliciti»
	Consumatori	Aumento del potere di mercato
<i>1.c) Inefficienza informativa del mercato azionario</i>		
	Sottovalutazione della società acquisita	L'acquirente riesce a pagare un prezzo inferiore al valore fondamentale dell'impresa acquisita
	<i>Market myopia</i>	L'acquisita è sottovalutata perché il mercato sconta ad un tasso troppo elevato i profitti futuri. Ciò penalizza le imprese che investono in progetti a lungo periodo
2) Acquisizioni che non creano valore		
	Accrescere le risorse sotto il controllo dei manager (<i>empire building behavior</i>)	L'acquisizione espande le dimensioni dell'impresa ma non aumenta la ricchezza degli azionisti
	Aumento dei benefici privati o quasi-privati dissipativi	Gli azionisti di minoranza dell'impresa acquisita vengono espropriati di parte del valore dell'impresa
	<i>Free cash flows</i> dell'acquirente	L'acquirente usa <i>free cash flows</i> per espandere le proprie dimensioni
	<i>Hubris hypothesis</i>	I manager dell'acquirente sono sistematicamente in errore nel valutare il prezzo dell'acquisita e pagano troppo

Una tassonomia molto interessante e diffusa nella letteratura sui benefici privati del controllo è riferibile a Ehrhardt e Nowak¹³, i quali li suddividono a seconda della loro natura monetaria o non

¹³ EHRHARDT OLAF, NOWAK ERIC, Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation - Empirical Evidence from IPOs of German Family-Owned Firms, 4th draft Novembre 2001

monetaria e della bassa o alta trasferibilità. Tale tassonomia individua quattro differenti tipologie di benefici:

- *self-dealing*, ossia derivanti dal mero trasferimento di ricchezza dalle tasche degli azionisti di minoranza a quelli di maggioranza; tali benefici sono monetari e facilmente trasferibili da un soggetto controllante all'altro e consistono nell'arbitraria definizione dei dividendi, nella distrazione di risorse dalla società alla sfera personale, da operazioni di *transfer pricing*;
- *dilution*, rappresentano sempre benefici monetari, ma questa volta derivanti da operazioni difficilmente replicabili, come aumenti di capitale diluitivi, *insider trading*, in generale operazioni straordinarie sul capitale;
- *amenities*, di natura non monetaria ma facilmente trasferibili, ad esempio la possibilità di possedere un marchio di lusso o di influire sull'opinione pubblica;
- *reputation*, non monetari e non trasferibili, legati fundamentalmente al prestigio personale e familiare. La tabella sottostante¹⁴ schematizza la tassonomia appena esplicitata.

	Pecuniary (“Tunneling”)	Non-pecuniary
High Transferability	I. “Self-Dealing” - Excessive (above-market) compensation - Diversion of resources - Asset transfers at arbitrary prices - Cheap loans and guarantees	III. “Amenities” - Winning the world series - Influencing public opinion - Owning a luxury brand - Physical appointments
Low	II. “Dilution” - Insider trading - Creeping acquisitions - Freeze-out and squeeze-out - Issuance of shares at dilutive prices	IV. “Reputation” - Social prestige - Family tradition - Promotion of relatives - Personal relations

¹⁴ Vedi nota precedente

2.3.3. Premi per il controllo

Il premio per il controllo può essere definito come il maggior prezzo rispetto alle azioni di minoranza che un soggetto è disposto a pagare per l'acquisto di una partecipazione di controllo di una società. Tale maggior prezzo è dovuto all'insieme dei benefici ricavabili dall'acquisizione e descritti nel paragrafo precedente, i quali, vale la pena ricordarlo, non sono gli stessi per ogni potenziale acquirente, dipendendo questi in parte dalle caratteristiche dell'acquirente stesso – si pensi al diverso grado di sinergie che soggetti diversi possono sviluppare con l'azienda della società target, tali da generare benefici di diverso grado per ciascuno che conseguentemente giustificano prezzi di acquisto e quindi premi riconosciuti per ognuno diversi. Il “valore strategico per l'acquirente” è esattamente il massimo valore che un acquirente è disposto a spendere per la partecipazione di controllo di una società *target*. A ciò va poi aggiunto il maggior prezzo dovuto alla facoltà di gestire la società a proprio specifico interesse e a danno degli azionisti di minoranza, secondo le modalità ampiamente discusse nel paragrafo precedente. In definitiva il premio per il controllo complessivo può essere scisso in due parti:

- “il premio di acquisizione”, costituito dal maggior valore delle azioni appartenenti ad un pacchetto di maggioranza rispetto alle azioni comprese in un pacchetto di minoranza, premio che come detto è variabile a seconda delle caratteristiche specifiche di ciascun potenziale acquirente della società *target*;
- il premio di controllo “puro”, dovuto invece ai benefici privati di controllo.

Il premio di controllo complessivo varia anche in base alla percentuale del pacchetto azionario di maggioranza che si acquista: diversi sono infatti i casi di acquisto di un pacchetto relativo alla totalità di azioni della società *target* oppure all'acquisto di una partecipazione relativa al 50%+1 delle stesse; in termini normativi italiani possiamo fare riferimento alla fattispecie descritta dal comma 1 dell'art. 2359 cc, là dove sono definite società controllate “le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria”. I benefici connessi con l'acquisto di una partecipazione di controllo possono poi essere ulteriormente scissi in:

- benefici divisibili, ossia relativi a sinergie che vanno a vantaggio dell'intero capitale della società, quindi anche dei soci di minoranza, e che per tale ragione vengono attribuiti *pro-quota* all'acquirente della società;
- benefici indivisibili, che invece vanno a vantaggio esclusivo del nuovo acquirente, che in definitiva ne sopporterà il costo complessivo¹⁵. Ovviamente a tali valori deve poi essere sommato il valore base della società.

La formula matematica che se ne può ricavare è la seguente:

$$V_a = (V_{base} + V_{div}) * \alpha + V_{indiv} \quad (2.1)$$

Dove:

V_a = Valore complessivo pagato dall'acquirente del pacchetto di controllo

V_{base} = Valore della società *target* "stand alone"

V_{div} = Valore dei benefici legati a sinergie divisibili

V_{indiv} = Valore dei benefici legati a sinergie indivisibili

Proviamo ora a fare un esempio numerico per meglio comprendere la variazione del premio di controllo al variare della percentuale delle quote di maggioranza acquistate: supponiamo che il valore base della società *target* sia pari a 1.000 Euro; supponiamo inoltre che in caso di acquisizione, il soggetto X genererebbe sinergie divisibili tra tutta la compagine azionaria pari a 500 Euro, mentre riuscirebbe a guadagnare 300 Euro in maniera esclusiva perché riferibili a sinergie indivisibili; supponiamo infine che la società *target* presenti un capitale sociale diviso in 1.000 azioni.

Appare evidente come in caso di acquisto di una partecipazione totalitaria l'acquirente X dovrebbe sostenere un esborso complessivo pari a 1.500, comprendente sia il valore base della società *target*, sia il valore delle sinergie che esso si aspetta di generare. Il prezzo di un'azione contenuta nel pacchetto sarebbe quindi pari a 1,8 Euro, come risultato della divisione dell'esborso complessivo per il numero di azioni acquistate. Vediamo ora cosa accadrebbe se la quota

¹⁵ SALVI ANTONIO, Premi per il controllo, Metodo, Misure, Evidenze, 2013

acquistata fosse invece pari al 70% del totale delle azioni della società *target*: l'acquirente X si troverebbe ad acquistare il 70% del valore della società al quale vanno aggiunti, sempre *pro-quota*, i benefici divisibili derivanti dalle sinergie; l'acquirente dovrebbe invece sopportare, stavolta per intero, il costo dei benefici indivisibili, che si andrà a ripartire su un numero più esiguo di azioni acquistate. L'esborso complessivo sarà in questo caso pari a:

$$V_a = (1000 + 500) * 70\% + 300 = 1350$$

Il prezzo di un'azione compresa nel pacchetto sarà invece pari a:

$$P_a = \frac{1350}{1000 * 70\%} = 1,93$$

Come è intuibile il prezzo individuale di un'azione aumenta al diminuire della percentuale della partecipazione acquistata, essendo i benefici indivisibili, quindi ascrivibili al solo acquirente, divisi *pro-quota* su un numero minore dei titoli. Espandendo poi la percentuale considerata su tutti i valori compresi tra il 50% e il 100%, otteniamo il grafico sottostante, dal quale emerge in modo palese la diminuzione del prezzo unitario delle azioni al crescere della partecipazione acquistata:



Analizziamo ora la situazione secondo la quale le quote societarie siano diffuse tra il pubblico; in questo caso la diluizione delle azioni fa sì che anche una quota inferiore al 50% del capitale possa esercitare un controllo dominante sulla società, pur non potendo controllarla di diritto. Volendo esplicitare la questione in termini giuridici, rientriamo nella fattispecie al numero 2 dell'art. 2359 cc, laddove sono considerate società controllate, anche “le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria”. In questi casi però è necessario considerare anche il potere che l'*i-esimo* azionista potrebbe esercitare in caso di voto; esso infatti, in un contesto nel quale le quote societarie sono maggiormente diffuse tra gli azionisti, potrebbe avere un'importanza decisiva nelle votazioni assembleari. Per spiegare in termini matematici il concetto appena esposto, utilizzeremo, in termini molto semplificati, l'intuizione di Lloyd Shapley nell'ambito della teoria dei giochi con n giocatori¹⁶. Il valore di Shapley può infatti descrivere l'importanza che riveste l'*i-esimo* azionista nel caso di una votazione in questi termini:

$$V_s = \frac{n_i^{pivotal}}{n!} \quad (2.2)$$

¹⁶ SHAPLEY LLOYD, "A Value for n-person Games". In Kuhn, H. W.; Tucker, A. W. Contributions to the Theory of Games. Annals of Mathematical Studies. 28. Princeton University Press. pp. 307–317, 1953

Dove:

$n_i^{pivotal}$ = il numero delle combinazioni in cui l'*i-esimo* azionista risulti decisivo nel voto

$n!$ = il numero totale delle combinazioni di voto.

È intuitivo considerare che al crescere del valore di Shapley cresca l'importanza che assume l'*i-esimo* azionista¹⁷ nello svolgimento delle votazioni, la quale a sua volta aumenta all'aumentare dei diritti di voto a disposizione del singolo azionista. Tale relazione tuttavia non è del tutto lineare, perché dipende anche dalla maniera in cui i diritti di voto sono distribuiti tra gli azionisti.

Esemplificando ulteriormente al fine di meglio comprendere il modo in cui varia l'indice di Shapley, e quindi il potere di influenzare una votazione a disposizione del singolo azionista di minoranza, riportiamo un esempio tratto dal già citato lavoro di Antonio Salvi "Premi per il controllo, Metodo, Misure, Evidenze".

L'esempio considera il caso in cui esistano due azionisti che possiedono entrambi una percentuale significativa di azioni della società X, mentre le altre azioni sono disperse tra il pubblico. Il potere che gli azionisti di minoranza possono acquisire nella votazione deriva dalla possibilità che questi possano agire in blocco come se fossero anch'essi un unico azionista. La tabella sottostante¹⁸ riassume i valori che assume l'indice di Shapley, e quindi il potere degli azionisti non di controllo, al variare delle percentuali di azioni possedute dai due azionisti principali.

	Voti dell'azionista di controllo 1			
Voti dell'azionista di controllo 2	10	20	30	49
10	0,78	0,65	0,50	0,05
20	0,65	0,56	0,48	0,06
30	0,50	0,48	0,50	0,09
49	0,05	0,06	0,09	0,50

¹⁷ Ai nostri fini consideriamo l'*i-esimo* azionista come il generico azionista di minoranza della società

¹⁸ SALVI ANTONIO, Premi per il controllo, Metodo, Misure, Evidenze, 2013

È evidente come, in linea generale, il potere degli azionisti dispersi sia maggiore nei casi in cui gli azionisti di riferimento abbiano una percentuale minore di azioni: l'indice assume infatti il valore significativo di 0,78 nel caso in cui la percentuale di azioni possedute da entrambi i due maggiori azionisti sia pari al 10%. Il valore assunto dall'indice diminuisce progressivamente nei casi in cui vi sia un notevole squilibrio tra le percentuali di azioni possedute dai due azionisti di riferimento: è infatti ovvio che gli azionisti dispersi abbiano ben poco potere nel caso in cui l'azionista 1 abbia una percentuale di azioni molto vicina alla soglia del 50%, mentre l'azionista 2 abbia soltanto il 10% delle azioni; in questo caso l'indice assume valore di 0,05. Il caso più interessante è invece quello rappresentato dal vertice in basso a destra della tabella: in questa situazione entrambi gli azionisti di riferimento possiedono il 49% delle azioni; è evidente come il residuale 2% dei voti sia fondamentale per ciascuno dei due al fine del raggiungimento della faticosa soglia del 50%+1. Tali circostanze giustificano il valore di 0,5 che l'indice di Shapley assume in questo caso.

Il principio generale che possiamo ricavare dall'esempio poc'anzi esplicito è che nel caso di possesso di una partecipazione al di sotto della soglia del 50%, i benefici privati derivanti dal controllo, benché in parte ancora esistenti, perché derivanti dal possesso di una quota azionaria comunque significativa, rischiano di poter essere goduti soltanto in parte, perché potenzialmente messi a rischio dall'influenza, ora maggiore, ora minore, che gli azionisti di minoranza possono esercitare nelle votazioni decisive per ottenerli. La formula 2.1 in questi casi deve quindi essere rivista, aggiungendo due altre variabili, α_1 e α_2 , che rappresentano rispettivamente le probabilità di godere dei benefici divisibili e indivisibili derivanti dal controllo.

$$V_a = (V_{base} + V_{div} * \alpha_1) * \alpha + V_{indiv} * \alpha_2 \quad (2.3)$$

2.3.4. Metodi di misurazione dei premi ed evidenze empiriche

Nella letteratura in materia numerosi sono stati i lavori di studiosi che hanno tentato di dare una definizione e, conseguentemente, di stabilire un metodo di misurazione dei premi legati all'acquisto di pacchetti di controllo di società quotate. Tuttavia l'universo di tali studi può essere ricondotto in sintesi a due metodologie utilizzate per tale stima:

- Metodi di stima basati sull'analisi delle transazioni aventi ad oggetto il trasferimento di un pacchetto di controllo di una società quotate;
- Metodi di stima basati sul cosiddetto *voting premium*, ossia il maggior prezzo di mercato delle azioni ordinarie rispetto a quelle con diritto di voto limitato o senza diritto di voto.

2.3.4.1. Metodo di stima basato sulle transazioni rilevanti

Il primo contributo afferente alla prima tipologia di metodo, che ne rappresenta anche la pietra miliare per la portata rivoluzionaria in materia è legato a Barclay e Holderness (1989)¹⁹. I due studiosi partono infatti, superandola, da una premessa ritenuta un caposaldo della letteratura finanziaria in materia, ossia il fatto che gli azionisti ricevono benefici proporzionalmente alla quota di azioni possedute nella società. Tale assunzione infatti deriva dalla teoria del portafoglio, secondo la quale gli agenti economici devono detenere soltanto una limitata percentuale del capitale di una singola società, al fine di poter efficientemente diversificare il rischio relativo alle varie azioni possedute in portafoglio. I due studiosi tuttavia rilevano come molte società americane quotate, circa il venti per cento secondo una ricerca condotta dalla SEC nel 1984, presentano nel proprio capitale uno o più azionisti di riferimento, ossia possedenti di una quota almeno pari al 10% del capitale. È significativo osservare peraltro come tale osservazione sia stata per prima fatta da studiosi americani, che analizzano un mercato con una percentuale di

¹⁹ BARCLAY MICHEAL J., HOLDERNESS CLIFFORD G., Private benefits from control of public corporations, *Journal of financial economics* 25, pp 371-395, 1989

società controllate molto inferiore, ad esempio, al nostro attuale 74,3%. Barclay e Holderness osservano poi come, se fosse vera la teoria secondo la quale i benefici degli azionisti sono proporzionali rispetto alla quota di azioni posseduta, le partecipazioni di controllo dovrebbero essere scambiate ad un prezzo pari alle azioni negoziate sul mercato, mentre invece, se effettivamente esistessero benefici legati al controllo, i potenziali acquirenti sarebbero disposti a pagare un premio per l'acquisto di un pacchetto di azioni di controllo; il campione scelto dai due studiosi è rappresentato da 63 transazioni avvenute tra il 1978 e il 1982 aventi ad oggetto almeno il 5% di azioni di società quotate sul NYSE o sull'Amex, mentre l'ipotesi necessaria alla base dello studio è l'efficienza del mercato: il mercato deve infatti scontare correttamente le informazioni derivanti dall'annuncio della transazione. Delle transazioni considerate i due studiosi sono andati a considerare il prezzo al quale sono state scambiate le azioni di controllo, rispetto al prezzo registrato sul mercato *successivamente* all'acquisto. Questa puntualizzazione è molto importante perché l'osservazione del prezzo successivo rispetto alla transazione consente di depurare il premio complessivo dal premio per l'acquisizione, isolando così il premio "puro" di controllo così come definito nelle pagine precedenti. Barclay e Holderness riconducono poi l'eventuale esistenza di un premio puro per il controllo a benefici sia pecuniari che non pecuniari, esattamente come sottolineato in precedenza.

I due studiosi individuano un premio puro di controllo pari al 20,4%, il che conferma l'esistenza dei benefici privati derivanti dal controllo; è inoltre evidenziata l'importanza della percentuale rappresentata dal pacchetto di azioni acquistato rispetto al totale, osservando come al crescere della percentuale acquisita cresca anche l'influenza nelle elezioni del *management* e conseguentemente il potere di direzione dell'impresa stessa. Esiste tuttavia un punto oltre il quale i benefici del controllo cominciano a ridursi, ossia una volta che l'influenza sulle elezioni del *board* sarà dominante e i rischi di *takeover* pressoché nulli. Oltre questa soglia la relazione tra la percentuale di controllo marginale acquisita e il valore netto dei benefici di controllo derivanti sarà negativa. I premi di mercato più alti sono inoltre legati ad un *leverage* maggiore, ad azioni dalla varianza dei rendimenti minore e ad azioni più liquide sul mercato. I due studiosi infine giustificano il fatto che alcuni pacchetti di controllo siano stati venduti a sconto, per alcuni anche significativo. È stato questo il caso del pacchetto relativo al 55% della *Leisure Technology Corporation*, venduto ad uno sconto del 59,6%, giustificato dalle disastrose condizioni

economiche della società, che avrebbero sottoposto gli acquirenti ad ingenti sforzi economici per il suo risanamento.

Altro contributo significativo è quello di Dyck e Zingales (2004)²⁰, i quali riprendono il metodo di studio utilizzato da Barclay e Holderness estendendo il campione a 393 transazioni avvenute in 39 paesi diversi tra il 1990 e il 2000. Le transazioni considerate dagli autori sono quelle nelle quali l'acquirente partiva da una posizione nella quale possedeva meno del 20% delle azioni societarie ed arrivava a possedere a seguito dell'acquisto oltre il 20% delle azioni; il campione è stato poi depurato da alcune operazioni particolari come *tender offer*, *spin off*, riacquisti. I risultati delle osservazioni sono coerenti con quanto osservato quindici anni prima da Barclay e Holderness: il premio medio osservato è pari al 14%, se ciascuno Stato considerato riceve uguale peso, mentre scende al 10% se si dà uguale peso alle singole transazioni. È poi interessante notare come i premi varino in maniera anche significativa tra le varie nazioni, arrivando a toccare il 65% in Brasile, ed essendo superiori al 25% in Argentina, Austria, Colombia, Repubblica Ceca, Israele, Messico, Turchia, Venezuela e anche Italia, dove per la maggior parte del periodo considerato dall'analisi, non era ancora entrata in vigore la normativa sull'offerta pubblica di acquisto, risalente al 1998. Sono invece proprio i paesi nei quali erano all'epoca già presenti normative a maggiore tutela degli azionisti di minoranza quelli in cui il premio di controllo risulta più limitato: Australia, Canada, Finlandia, Francia, Hong Kong, Giappone, Olanda, Nuova Zelanda, Norvegia, Singapore, Sudafrica, Taiwan, Regno Unito, Stati Uniti. Tale evidenza appare totalmente giustificata alla luce del *trade-off* esistente tra la tutela degli azionisti di minoranza e la promozione del trasferimento dei pacchetti di controllo. Riportiamo di seguito la tabella con i risultati in questione, tratta direttamente dal *paper* di Dyck e Zingales.

²⁰ DYCK ALEXANDER, ZINGALES LUIGI, "Private benefits of control: an international comparison", *Journal of Finance*, Vol. 2, 537-600, 2004.

Country	Mean	Median	Standard Deviation	Minimum	Maximum	Number of Observations	Number of Positive Observations
Argentina	0.27	0.12	0.26	0.05	0.66	5	5
Australia	0.02	0.01	0.04	-0.03	0.11	12	8
Austria	0.38	0.38	0.19	0.25	0.52	2	2
Brazil	0.65	0.49	0.83	0.06	2.99	11	11
Canada	0.01	0.01	0.04	-0.02	0.06	4	2
Chile	0.18	0.15	0.19	-0.08	0.51	7	6
Colombia	0.27	0.15	0.34	0.06	0.87	5	5
Czech Republic	0.58	0.35	0.80	0.01	2.17	6	6
Denmark	0.08	0.04	0.11	-0.01	0.26	5	3
Egypt	0.04	0.04	0.05	0.01	0.07	2	2
Finland	0.02	0.01	0.06	-0.07	0.13	14	9
France	0.02	0.01	0.11	-0.10	0.17	4	2
Germany	0.10	0.11	0.14	-0.24	0.32	17	14
Hong Kong	0.00	0.02	0.05	-0.12	0.05	8	6
Indonesia	0.07	0.07	0.03	0.05	0.09	2	2
Israel	0.27	0.21	0.32	-0.01	0.89	9	8
Italy	0.37	0.16	0.57	-0.09	1.64	8	7
Japan	-0.04	-0.01	0.09	-0.34	0.09	21	5
Malaysia	0.07	0.05	0.10	-0.08	0.39	40	30
Mexico	0.34	0.47	0.35	-0.04	0.77	5	4
Netherlands	0.02	0.03	0.05	-0.07	0.06	5	4
New Zealand	0.03	0.04	0.09	-0.17	0.18	16	12
Norway	0.01	0.01	0.05	-0.05	0.13	12	8
Peru	0.14	0.17	0.11	0.03	0.23	3	3
Philippines	0.13	0.08	0.32	-0.40	0.82	15	11
Poland	0.13	0.12	0.11	0.02	0.28	4	4
Portugal	0.20	0.20	0.14	0.11	0.30	2	2
Singapore	0.03	0.03	0.03	-0.01	0.06	4	3
South Africa	0.02	0.00	0.03	0.00	0.07	4	2
South Korea	0.16	0.17	0.07	0.04	0.22	6	6
Spain	0.04	0.02	0.06	-0.03	0.13	5	4
Sweden	0.07	0.03	0.09	-0.01	0.22	11	10
Switzerland	0.06	0.07	0.04	0.01	0.15	8	8
Taiwan	0.00	0.00	0.01	-0.01	0.00	3	2
Thailand	0.12	0.07	0.19	-0.08	0.64	12	11
Turkey	0.37	0.11	0.58	0.05	1.41	5	5
United Kingdom	0.01	0.00	0.04	-0.06	0.17	41	21
United States	0.01	0.02	0.09	-0.20	0.25	46	27
Venezuela	0.27	0.28	0.21	0.04	0.47	4	4
Average/Number	0.14	0.11	0.18	-0.04	0.48	393	284

Proprio a proposito dell'Italia, Dyck e Zingales hanno effettuato un'analisi ancora più approfondita del campione, segmentandolo tra le transazioni avvenute prima e dopo la "riforma Draghi". Anche in questo caso i risultati non sorprendono: il premio medio per le acquisizioni pre 1998 è pari al 47%, mentre si riduce al 6% nel post 1998, in linea con quanto osservato nei paesi che tutelano maggiormente gli azionisti di minoranza.

2.3.4.2. Metodo di stima del *voting premium*

L'altro metodo usato nella pratica, il cosiddetto *voting premium*, calcola il premio di controllo come la differenza di prezzo tra le azioni ordinarie e le azioni prive di diritto di voto (se esistenti) emesse dalla società. In Italia le azioni prive del diritto di voto sono definite anche *azioni di risparmio* e vennero introdotte nel nostro ordinamento dalla legge n.214/1974, che convertì in legge il DL dell'8 aprile dello stesso anno. Le azioni di risparmio sono attualmente normate dall'art. 2368 cc e dagli artt. 145 e seguenti del TUF (Testo Unico della Finanza), il cui primo comma stabilisce che «le società italiane con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea possono emettere azioni prive del diritto di voto, dotate di particolari privilegi di natura patrimoniale»²¹, mentre è demandata all'atto costitutivo di ciascuna società la definizione specifica dei contenuti e dei limiti del privilegio nonché i termini per il suo esercizio. L'art.146 istituisce poi un'assemblea speciale degli azionisti di risparmio, che ha, tra gli altri poteri, quello di eleggere il rappresentante comune degli azionisti di risparmio e di approvare eventuali deliberazioni dell'assemblea della società che pregiudichino gli interessi particolari della categoria.

Il metodo del *voting premium* tuttavia non è universalmente valido, esso infatti per poter essere correttamente applicato necessita di una condizione necessaria: le azioni ordinarie quotate sul mercato devono incorporare almeno una parte del valore del controllo; ciò può emergere qualora le azioni di minoranza possano generare eventuali coalizioni alternative a quella attuale di controllo. Ciò implica altresì che se questa condizione non è rispettata, il differenziale di prezzo tra le azioni ordinarie e quelle di risparmio tende ad appiattirsi a zero.

In tal senso uno studio molto interessante è quello di Linciano (2002)²², la quale si propone di studiare l'impatto della progressiva regolamentazione del mercato del controllo societario, avvenuta in Italia nel corso degli anni Novanta, sulla misura dei benefici privati derivanti dal controllo; il campione di riferimento si riferisce ad 80 società che hanno quotato le proprie azioni di risparmio tra il 1989 e il 2000. I metodi di misurazione utilizzati sono invece due: il primo

²¹ Testo Unico della Finanza vigente all'1.1.2019, CONSOB, 2019

²² LINCIANO NADIA, "Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione", Quaderni di Finanza, CONSOB, 2002

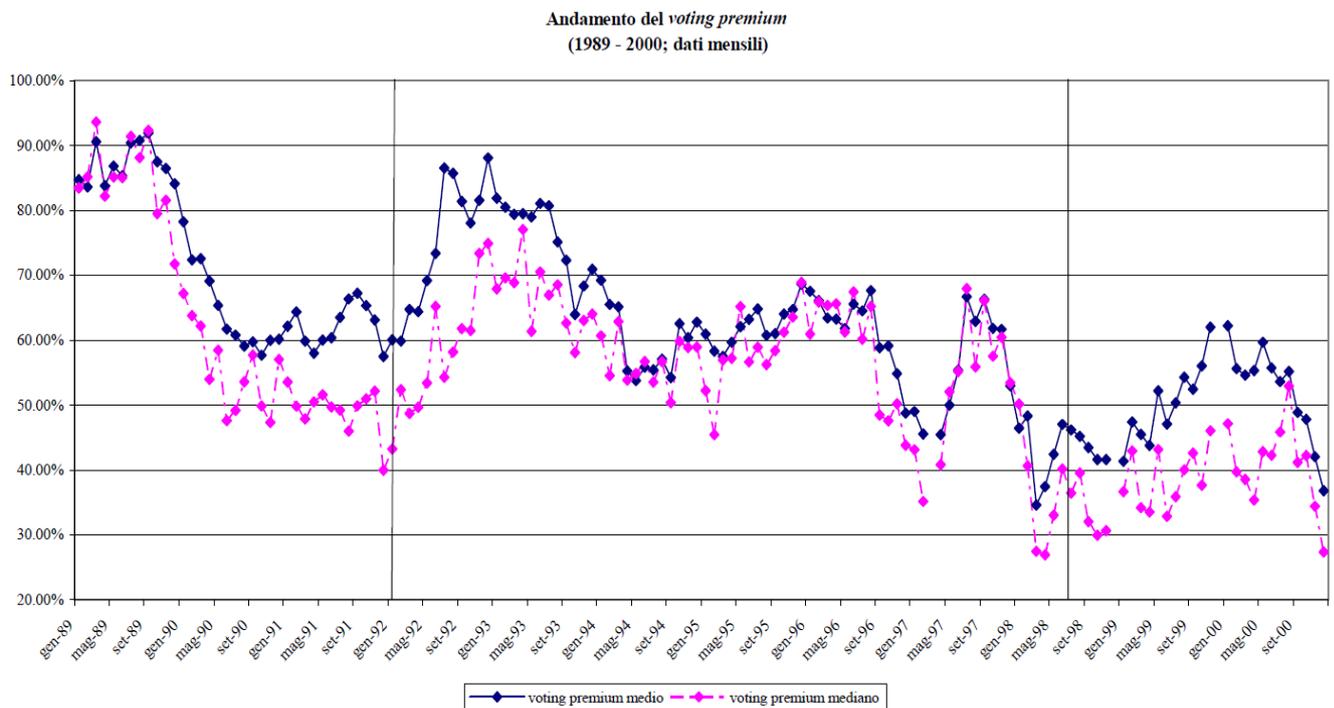
ripreso da Zingales, che calcola il *voting premium* semplicemente come la differenza percentuale tra il prezzo delle azioni ordinarie e quelle di risparmio:

$$VP_{tot} = \frac{P_{ord} - P_{risp}}{P_{risp}} \quad (2.4)$$

La seconda formula utilizzata riprende la (2.4), ma mette in rapporto la misura del *voting premium* con la capitalizzazione della società di riferimento:

$$VP = \frac{VP_{tot}}{Cap} \quad (2.5)$$

Consideriamo ora, per questioni di uniformità rispetto quanto esposto sullo studio di Zingales, soltanto i risultati dello studio considerando la (2.4), ossia il *voting premium* totale.



La figura sopra²³ evidenzia come la tendenza del *voting premium* sia decrescente per tutti gli anni Novanta, nonostante non ci siano stati veri e propri “gradini” in corrispondenza con l’entrata in vigore delle due riforme nel 1992 e nel 1998. Anzi addirittura nel 1992 il *voting premium* subisce un aumento significativo dal 60% circa al 90% circa, tornando così ai livelli

²³ LINCIANO NADIA, “Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione”, *Quaderni di Finanza*, CONSOB, 2002

toccati nel 1988. La flessione avvenuta invece proprio tra il 1988 e il 1992 è stata dovuta, secondo l'opinione dell'autrice, già parzialmente anticipata da Zingales, all'anticipazione del mercato della Legge che era in procinto di entrare in vigore e che ha avuto una gestazione molto lunga, iniziata per l'appunto nel 1988. Aldilà degli aggiustamenti di breve periodo, possiamo notare nel complesso come il *voting premium* sia disceso, negli anni della regolamentazione, dai livelli già registrati nel 1994 da Zingales, ad un valore medio inferiore al 40% e ad un valore mediano inferiore al 30%, che, seppur relativamente basso rispetto a quanto si osservava alla fine degli anni Ottanta, rimaneva comunque relativamente elevato rispetto a quanto si registrava (il 6% circa) nei paesi con le legislazioni più avanzate.

Volendo fare ora un breve confronto tra i due metodi esposti in precedenza, possiamo affermare che il metodo basato sul prezzo di vendita dei pacchetti di controllo è superiore rispetto al metodo basato sul *voting premium* per due ordini di ragioni:

- Il metodo del *voting premium*, confronta le azioni di risparmio, per definizione prive del diritto di voto, con azioni che, pur essendone pienamente dotate, restano comunque, per la conformazione del mercato azionario italiano e in generale il tipo di capitalismo maggiormente diffuso in Italia, ossia quello Renano, azioni di minoranza, che incorporano soltanto l'aspettativa di poter risultare decisive in caso di votazione, che è un concetto ben diverso dal diritto di controllo e dai benefici ad esso correlati. Il metodo basato sul prezzo delle transazioni aventi ad oggetto i pacchetti di controllo indaga invece per definizione il prezzo di azioni di maggioranza.
- Il numero di società emittenti azioni di risparmio si sta riducendo nel corso degli anni (a febbraio 2019 sono soltanto 14).

2.4. Il mercato del controllo societario: *market rule* ed *equal opportunity rule*

Nel precedente paragrafo abbiamo approfondito la trattazione dei benefici privati derivanti dal controllo societario, essendo questa propedeutica e necessaria per meglio comprendere quanto si dirà nelle prossime righe per quanto riguarda il cuore della trattazione del capitolo: il funzionamento del mercato del controllo societario e il modo, peraltro molto rilevante, attraverso il quale la sua regolamentazione incide su di esso e sulle scelte di natura economica degli investitori. Sono infatti proprio i benefici privati derivati dal controllo il principale motivo che spinge un potenziale investitore all'acquisto di una partecipazione di maggioranza di una società. Un tema delicato da affrontare per il legislatore può essere quello della ripartizione economica di tali benefici nell'ambito delle operazioni di acquisto di partecipazioni di maggioranza; si tratta in poche parole di stabilire se il premio in termini di maggiore prezzo di acquisto derivante da tali benefici, debba essere riconosciuto al solo vecchio proprietario del pacchetto di controllo oppure debba essere condiviso con gli altri azionisti di minoranza. Il tema non è di secondaria importanza, perché da esso scaturiscono rilevanti implicazioni sulla liquidità del mercato del controllo societario, che verranno diffusamente trattate nelle prossime pagine; per il momento partiamo da una considerazione molto semplice: quanto maggiore è la tutela degli azionisti di minoranza in termini di premio di acquisto che ad essi deve essere riconosciuto in caso di passaggio di proprietà del pacchetto di controllo, tanto maggiore sarà l'onerosità di tali operazioni, con tutte le possibili conseguenze che ne possono scaturire, e che indagheremo.

Abbiamo già dato nelle pagine precedenti una definizione del mercato del controllo societario e del fondamentale *trade-off* che lo caratterizza. Le due principali impostazioni che la normativa del *market for corporate control* può seguire sono due: la *market rule*, che si esplica nella trattativa privata tra il potenziale acquirente e il venditore del pacchetto di controllo, la quale esclude di fatto la partecipazione degli altri azionisti alla ripartizione del premio di controllo; la *equal opportunity rule*, che si sostanzia invece nell'obbligo in capo al potenziale acquirente di una partecipazione di controllo²⁴ di promuovere un'offerta pubblica di acquisto (Opa),

²⁴ La definizione di partecipazione di controllo peraltro non è univoca nelle diverse legislazioni, che tendono a stabilire una soglia minima, variabile di paese in paese, oltre la quale scatta l'obbligatorietà di promuovere l'offerta pubblica di acquisto

nell'ambito della quale viene dato un duplice vantaggio agli azionisti di minoranza della società *target*: il diritto di *exit*, ossia la possibilità di disinvestire la propria partecipazione nel caso in cui il nuovo proprietario non sia di gradimento, evitando così di rimanere “prigionieri del proprio investimento” in un contesto del quale le condizioni originarie di rischio possono notevolmente mutare²⁵, e la possibilità di beneficiare in tutto o in parte del premio di maggioranza, essendo il potenziale acquirente obbligato ad acquistare, ad un prezzo che può essere al più pari a quello riconosciuto al venditore, anche le azioni non di controllo. La *market rule* è l'assetto attualmente negli Stati Uniti d'America, così come in Italia fino al 1992, anno in cui venne introdotto per la prima volta l'obbligo di Opa; l'*equal opportunity rule* invece è correntemente applicata in Gran Bretagna e negli Stati appartenenti all'Unione Europea, a seguito della Direttiva 2004/25/CE.

L'autore esordisce ricordando come nei mercati caratterizzati dal capitalismo anglosassone, è questo evidentemente il caso americano, la modalità più adottata per ottenere il controllo di una società ad azionariato diffuso è quello delle *takeover bids*, ossia proprio le offerte pubbliche di acquisto. Questo avviene perché non essendo presente un pacchetto di azioni di maggioranza già nelle mani di un unico socio, il modo più facile e rapido per scalare una società è quello di offrire agli attuali azionisti una somma per l'acquisto delle azioni in loro possesso, onde evitare un faticoso e prolungato rastrellamento di azioni sul mercato. È chiaro che le modalità attraverso le quali tali offerte sono lanciate sono a totale discrezione del potenziale acquirente, non essendo previsti obblighi in tal senso. Il discorso cambia nei mercati caratterizzati dal capitalismo renano-nipponico; in tali casi il pacchetto di maggioranza è in possesso di uno o pochi azionisti ben identificabili e l'acquisizione del controllo passa inevitabilmente dal consenso dei proprietari uscenti. Sono poi le normative particolari a stabilire se gli azionisti di minoranza devono essere coinvolti o meno tramite l'obbligatorietà di un'offerta pubblica di acquisto. Altra questione fondamentale è quella legata all'efficienza delle transazioni dei pacchetti di controllo: la normativa del *market for corporate control* è infatti soggetta a due tipi di “errori”²⁶: l'errore di tipo 1, ossia che questa possa essere troppo stringente, arrivando a scoraggiare acquisizioni efficienti, cioè tutte quelle acquisizioni che aumentano la capitalizzazione di borsa della società e quindi risultano essere socialmente desiderabili; l'errore di tipo 2 al contrario consiste in una

²⁵ CHIAPPETTA FRANCESCO, “Diritto del governo societario” IV Ed, Cedam, 2017

²⁶ MACEY JONATHAN R., Takeovers in the United States: a law and economics perspective, in Quaderni di Finanza, CONSOB, 1999.

legislazione troppo poco stringente che non scoraggia acquisizioni inefficienti e conduce quindi anche a passaggi di proprietà socialmente non desiderabili.

Passiamo ora ad analizzare, sulla scia del lavoro di Bebchuk, le implicazioni dal punto di vista dell'efficienza economica in caso di applicazione della *market rule* e della *equal opportunity rule*. Supponiamo che il potenziale acquirente N voglia acquistare dall'attuale proprietario E il pacchetto di controllo da questi posseduto, e consistente in k azioni. Il restante numero di azioni, n-k, è invece in mano agli azionisti di minoranza. Con W si indica infine il valore totale del quale godono i possessori delle azioni, mentre con B si indica il solo valore dei benefici privati del controllo, che quindi saranno appannaggio del solo azionista di maggioranza. Ricapitolando avremo quindi:

n: azioni totali della società

k: azioni di controllo

W: valore totale azioni

B: valore benefici privati del controllo

E: attuale proprietario

N: potenziale acquirente

Come già affermato molteplici volte, nel caso di MR, il potenziale acquirente è libero di negoziare con l'attuale proprietario il prezzo delle azioni da acquistare, lasciando fuori dalla trattativa gli altri azionisti. Il beneficio totale che il potenziale acquirente potrà trarre dall'operazione è pari a:

$$BT = kW + (n - k) * B \quad (2.6)$$

La formula è costituita da due parti: la prima indica il beneficio totale che il potenziale acquirente sarà in grado di trarre dalla quota di azioni che andrà ad acquistare; la seconda parte rappresenta invece i benefici privati, come detto ad appannaggio esclusivo del socio di maggioranza, e relativi alla quota di azioni disperse sul mercato, n-k. È evidente affermare inoltre che avverrà un trasferimento del controllo soltanto se:

$$BT_n > BT_e \quad (2.7)$$

Tale condizione implica quindi che il controllo sarà trasferito da E a N soltanto se quest'ultimo sarà capace di trarre benefici totali maggiori di E. Guardando alla 2.6 ciò può avvenire sia nel caso in cui N riesca effettivamente ad aumentare il valore W delle azioni, garantendo così un vantaggio a sé ma anche a tutti gli altri azionisti, realizzando così un trasferimento efficiente in senso paretiano²⁷, sia nel caso in cui invece N non riesca effettivamente ad aumentare il valore delle azioni, o addirittura lo faccia diminuire, ma in compenso riesca a trarre dalla società benefici privati che superino tale perdita. Quest'ultima fattispecie non è però socialmente desiderabile, perché alla fine il valore di borsa della società ne risulterà ridimensionato, causando un danno a tutti gli azionisti di minoranza, che a differenza dell'azionista di maggioranza non potranno godere dei maggiori benefici privati.

Parallelamente può accadere che N, benché sia potenzialmente in grado di aumentare il valore complessivo della società, non sia altrettanto bravo ad estrarre benefici privati rispetto a quanto riesce a fare E, pertanto, nonostante sia in grado di apportare un potenziale vantaggio alla molteplicità di azionisti e a tutto il sistema economico, non riesce a garantire ad E un premio abbastanza cospicuo da spingerlo a cedere il proprio pacchetto azionario. In sintesi un trasferimento efficiente viene bloccato. In estrema sintesi possiamo quindi affermare che la *market rule* non previene l'avvenire di alcune transazioni inefficienti, ma al contrario può prevenire alcune trattative efficienti. Tutto ciò è provocato dal fatto che nella trattativa privata tra N ed E, le esternalità, ora positive, e quindi a vantaggio del mercato, ora negative, quindi a svantaggio del mercato, non sono tenute in considerazione, non vengono cioè *internalizzate*.

Sotto la *equal opportunity rule* il potenziale acquirente n è costretto ad acquistare la totalità delle azioni della società *target* e a riconoscere a tutti gli azionisti, compresi quelli di minoranza, un premio per il controllo. Al termine dell'operazione il nuovo proprietario N si troverà quindi

²⁷ Intendiamo qui una transazione che riesca a migliorare la situazione economica di tutti i *player*: il nuovo proprietario N godrà di un valore più alto delle azioni, così come gli azionisti di minoranza, al vecchio proprietario sarà riconosciuto un premio rispetto al vecchio valore delle azioni

ad essere proprietario della totalità delle azioni della società. Affinché la transazione possa essere conclusa, la condizione necessaria è quindi la seguente:

$$W_n > k * W_e + (n - k) * B_e \quad (2.8)$$

È necessario cioè che il valore della totalità delle azioni societarie che N si troverà a possedere post-acquisizione sia maggiore della somma del valore totale dei benefici che E riesce a trarre dalla sua quota di azioni, più il valore dei benefici privati che questi traeva comunque dalle azioni non in suo possesso. Trasformando opportunamente la 2.8 otteniamo:

$$\Delta W > \left(\frac{n-k}{k}\right) * B_e \quad (2.9)$$

Dove ΔW è l'incremento di valore che il nuovo proprietario N può generare rispetto al vecchio proprietario E. Possiamo quindi osservare che l'incremento di valore che il nuovo proprietario dovrà essere in grado di apportare alle azioni della società deve essere superiore ai benefici privati che il vecchio azionista era in grado di estrarre, moltiplicato per un coefficiente inversamente proporzionale alla sua quota di controllo. È immediato comprendere che sotto la *equal opportunity rule* avverranno soltanto trasferimenti efficienti, dal momento che N deve essere necessariamente in grado di aumentare il valore complessivo delle azioni societarie, essendo il valore di B_e positivo per definizione, e che anche agli azionisti di minoranza viene riconosciuto un premio per il controllo; tuttavia la EOR eviterà anche il compiersi di trasferimenti efficienti, essendo comunque necessario che l'aumento di valore sia superiore ad una certa quota dei benefici privati dei quali godeva E.

Volendo fare alcune parziali considerazioni su un possibile confronto tra le due regole possiamo osservare come in termini assoluti possa essere preferibile la *equal opportunity rule*, che permette il compiersi soltanto di trasferimenti efficienti e che consente anche una maggiore equità dal punto di vista della redistribuzione della ricchezza. È tuttavia immediato constatare che nel caso in cui vi siano elevati benefici privati il ΔW necessario per consentire il compiersi del trasferimento possa diventare troppo elevato, disincentivando quindi il compiersi di numerosi

trasferimenti efficienti e paralizzando il mercato. Essendo inoltre l'Italia un paese nel quale storicamente i benefici privati sono molto elevati, come dimostrato dalla già citata ricerca di Zingales²⁸, è chiaro come l'adozione della *equal opportunity rule* possa generare effetti distorsivi notevoli, cristallizzando l'assetto delle partecipazioni esistente. Una possibile adozione della *market rule* potrebbe invece significare un incentivo al compimento di molti trasferimenti efficienti che invece con la EOR sono troppo dispendiosi e che peraltro andrebbero anche a vantaggio degli azionisti di minoranza, che potrebbero godere di un valore più alto delle azioni e di una migliore gestione societaria. Insomma un obiettivo come la tutela degli azionisti di minoranza in casi come questo potrebbe essere perseguito non tramite il riconoscimento di un premio di controllo obbligatorio, che rende oltremodo onerosi, nonché più rari, i trasferimenti delle partecipazioni di controllo, ma garantendo una maggiore efficienza del mercato del controllo societario che possa consentire una maggiore valorizzazione delle società quotate da parte di chi sia maggiormente in grado di amministrarle e in definitiva comunque un vantaggio per gli investitori.

Un ulteriore argomento a favore della *market rule* è desumibile dal lavoro di Jensen e Ruback (1983)²⁹. I due studiosi hanno infatti indagato gli *abnormal returns* associati al compimento di offerte pubbliche di acquisto, stimando addirittura una media del 30% per le azioni della società *target*.

Table 1
Abnormal percentage stock price changes associated
with successful corporate takeovers^a

Takeover technique	Target (%)	Bidders (%)
Tender offers	30	4
Mergers	20	0
Proxy contests	8	n.a. ^b

^a Abnormal price changes are price changes adjusted to eliminate the effects of marketwide price changes.

^b Not applicable.

²⁸ ZINGALES LUIGI, The value of the voting rights: a study of the Milan stock exchange experience", *Review of Financial Studies*, Vol. 7, 125-148, 1994.

²⁹ JENSEN MICHAEL C., RUBACK RICHARD S., The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics* 11 pp 5-50, 1983

La tabella sovrastante evidenzia esattamente come le imprese *target* soggette a offerta pubblica di acquisto (*tender offer*) o fusione subiscano *abnormal returns*³⁰ significativi e positivi; ciò a tutto vantaggio anche degli azionisti di minoranza delle stesse società *target*, che, pur non essendo ricompensati in termini di premi per il controllo loro garantiti, riescono comunque a realizzare un guadagno in conto capitale, tramite l'aumento del prezzo delle loro azioni. È vero insomma che la *market rule* non tutela in senso stretto gli azionisti di minoranza, non garantendogli rendimenti garantiti, ma dà la possibilità ai potenziali acquirenti di realizzare acquisizioni che creano valore per la società e per gli azionisti stessi con un esborso economico minore. Tutto ciò garantendo un'efficienza del mercato maggiore.

D'altro canto è ormai assodato che la *equal opportunity rule* possa fungere in qualche modo da deterrente alle acquisizioni, imponendo costi ai potenziali acquirenti molto superiori a quelli che sopporterebbero con la *market rule*. Come abbiamo già detto, questi costi risiedono nell'obbligo a garantire un premio di controllo anche a tutti gli altri azionisti non di controllo della società, dai quali sono obbligati ad acquistare la totalità delle azioni, qualora questi lo volessero; il costo è tanto maggiore quanto maggiori sono i benefici privati per il controllo e per questi motivi potenziali acquisizioni efficienti possono essere di fatto bloccate. Altrettanto importanti sono le specifiche relative alle singole normative che introducono offerte pubbliche di acquisto obbligatorie: senza entrare per il momento nei dettagli legislativi, che analizzeremo in un secondo momento, cominciamo a considerare alcune specifiche della *equal opportunity rule*.

Una prima variabile di considerare è la soglia percentuale minima della partecipazione acquisita oltre la quale diventa obbligatorio lanciare un'offerta pubblica di acquisto. La scelta della soglia deve essere ben ponderata a seconda della conformazione della struttura delle partecipazioni societarie relative a ciascun mercato. Scegliere infatti una soglia troppo alta rispetto alla percentuale minima per ottenere il controllo di una società vuol dire rendere la regola di fatto inefficace, potendo di fatto un potenziale acquirente garantirsi il controllo di fatto di una società senza promuovere un'offerta pubblica di acquisto. A parità di soglia scelta insomma, il costo di un'acquisizione può variare notevolmente di paese in paese: è questo il caso ad esempio di Italia e Gran Bretagna, dove la soglia è identicamente fissata al 30% - tuttavia in Italia qualora la società *target* non sia una PMI è obbligatorio promuovere l'Opa al raggiungimento della soglia

³⁰ Gli *abnormal returns* sono misurati come la differenza tra ritorni delle azioni attesi ed effettivi. Il ritorno atteso di un'azione è misurato considerando i ritorni realizzati di un indice di mercato, per tenere conto dell'influenza di eventi a livello di mercato sui ritorni dei singoli titoli.

del 25% in assenza di altro socio che detenga una partecipazione maggiore³¹ - ma mentre in Gran Bretagna le azioni sono maggiormente distribuite tra i soci, in Italia la partecipazione media dell'azionista di controllo si attesta al 33,8%³², con il risultato che l'acquisizione sarà molto meno dispendiosa in Gran Bretagna piuttosto che in Italia³³.

Un'altra variabile fondamentale, sempre connessa ad una soglia minima stabilita *ex ante* dalla normativa, riguarda l'obbligo di *disclosure* da fornire al mercato. Le varie normative stabiliscono infatti una soglia minima (in Italia è stata di recente innalzata dal 2% al 3%, in seguito al recepimento del decreto legislativo 15 febbraio 2016, n. 25, della direttiva 2013/50/UE)³⁴ al di sopra della quale il possessore della partecipazione rilevante deve “uscire allo scoperto” e rivelare la propria identità. È immediato capire come più alta è la soglia e minori sono le informazioni da comunicare al mercato, maggiori sono i profitti per i potenziali acquirenti che possono acquistare un maggior numero di azioni ad un prezzo “di mercato”, non comprensivo cioè del premio di controllo. Una volta infatti che le intenzioni del potenziale acquirente vengono allo scoperto infatti, il prezzo delle azioni sul mercato tende a crescere al fine di incorporare anche il premio per il controllo, rendendo i profitti nulli per il potenziale acquirente e costringendolo quindi a lanciare un'offerta pubblica di acquisto. Sono proprio gli acquisti “sotto-soglia” quelli che garantiscono ai potenziali acquirenti i maggiori profitti, e una normativa troppo stringente sugli obblighi di *disclosure* può avere come effetto quello di rendere ancora più onerose le acquisizioni. Proprio a tal proposito, in Italia è stato di recente modificato l'Art.120 Tuf, che è stato integrato del comma 4-bis, il quale ha introdotto l'obbligo in capo all'azionista, al raggiungimento delle soglie del 10%, 20% e 25% del capitale di una società quotata, di fornire all'emittente e alla Consob una dichiarazione circa gli obiettivi che questo intende raggiungere nei successivi sei mesi, indicando in particolare:

- i modi di finanziamento dell'acquisizione;
- se agisce solo o in concerto;

³¹ In presenza di PMI gli statuti delle singole società possono modificare la soglia minima, in un intervallo tra il 25 e il 40%

³² CONSOB, Report on corporate governance of italian listed company, 2018

³³ CLERC CHRISTOPHE, DEMARIGNY FABRICE, VALIANTE DIEGO, ARAMENDIA MIRZHA DE MANUEL, A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation, Marccus Partners the Mazars Group, 2012

³⁴ Norma anti scorriere Appunto, Ministero dello Sviluppo Economico, Ufficio Legale

- se intende fermare i suoi acquisti o proseguirli nonché se intende acquisire il controllo dell'emittente o comunque esercitare un'influenza sulla gestione della società e, in tali casi, la strategia che intende adottare e le operazioni per metterla in opera;
- le sue intenzioni per quanto riguarda eventuali accordi e patti parasociali di cui è parte;
- se intende proporre l'integrazione o la revoca degli organi amministrativi o di controllo dell'emittente³⁵.

È evidente come tale modifica inasprisca ancora maggiormente la già stringente normativa italiana, obbligando il potenziale acquirente a fornire dettagliate informazioni riguardo le sue intenzioni già al raggiungimento di una soglia non elevatissima di azioni detenute. Ma su questo argomento ci soffermeremo nel corso del prossimo capitolo, analizzando nel dettaglio tutti gli aspetti della riforma.

2.5. Un confronto tra la normativa americana ed europea

Nelle scorse pagine abbiamo passato in rassegna il funzionamento di alcune previsioni normative della Direttiva europea del 2004, tra cui l'obbligo di offerta pubblica di acquisto e i suoi effetti sull'efficienza e sull'equità del mercato del controllo societario, la regola di passività, la regola di neutralizzazione e le regole di *squeeze-out* e *sell-off*. Tali regole furono introdotte con il fine di armonizzare a livello europeo le norme a livello nazionale in tema di *market for corporate control*; tale intenzione era già esistente nel 1985, quando si iniziò a discutere del completamento del mercato unico europeo, mentre una prima proposta di regolamentazione fu presentata dalla Commissione Europea già nel 1989. Le resistenze di alcuni stati membri fecero tuttavia dilatare non poco i tempi; fu inoltre abbandonato il tentativo, molto ambizioso ma irrealizzabile a causa delle divergenze esistenti tra gli Stati, di creare una normativa di dettaglio armonizzata a livello europeo. Si arrivò invece nel 2000 ad una definizione di una “direttiva quadro”³⁶, volta a stabilire principi generali ai quali doversi attenere per la definizione della normativa interna; dopo un lungo processo di conciliazione tra Commissione, Consiglio e

³⁵ La settimana fiscale de il Sole 24 Ore, 20 dicembre 2017, n. 48 pag. 22-26

³⁶ POMELLI ALESSANDRO, Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate, Giuffrè Editore, 2014

Parlamento Europeo, si arrivò al recepimento della “direttiva quadro” il 30 marzo 2004, con la denominazione formale di Direttiva 2004/25/CE. Tra gli obiettivi dichiarati della Direttiva troviamo quello della tutela dei possessori dei titoli, più espressamente dei possessori di minoranza, quello della definizione di un «contesto chiaro e trasparente a livello comunitario per quanto riguarda i problemi giuridici da risolvere nel caso di offerte pubbliche di acquisto», quello della prevenzione di distorsioni a livello comunitario causate dalle differenze regolative a livello di Stati. Alla luce di quanto osservato nelle precedenti pagine in tema di *trade-off* tra efficienza del mercato per il controllo societario e tutela degli azionisti di minoranza, il legislatore europeo propende per il secondo obiettivo; si giustifica così formalmente e sostanzialmente il ricorso ad una previsione normativa come quella dell’Opa obbligatoria, che applica di fatto alla lettera la *equal opportunity rule*. Ai sensi dell’Art.3 co. 1, lett. a) della Direttiva Opa è infatti previsto che: «tutti i possessori di titoli di una società emittente della stessa categoria devono beneficiare di un trattamento equivalente; inoltre, se una persona acquisisce il controllo di una società, gli altri possessori di titoli devono essere tutelati». Appare quindi evidente come, anche alla luce della struttura prevalente delle partecipazioni rilevanti negli Stati appartenenti all’Unione Europea, l’unico modo per assumere il controllo di una società quotata sia quello di promuovere un’offerta pubblica di acquisto, a meno che non si voglia procedere ad una fusione per incorporazione della società *target*, che però comporta un necessario accordo tra i consigli di amministrazione delle due società e anche ovviamente dei soci di controllo della società *target*.

Spostandosi dall’altra parte dell’oceano la situazione muta radicalmente: basta anche solo citare la Costituzione Americana per capire che le esigenze a livello legislativo e gli interessi conseguentemente tutelati sono radicalmente diversi. La *Commerce Clause* impedisce infatti agli Stati Americani di approvare leggi che possano interferire con il commercio interstatale, e in questo rientrano le acquisizioni societarie. Lo statuto dell’Illinois fu ad esempio giudicato incostituzionale perché poneva limiti alle acquisizioni delle società locali da parte delle società degli altri stati³⁷. È quindi evidente che negli Stati Uniti si preferisce garantire una maggiore fluidità del mercato per il controllo societario, puntando a favorire la possibilità che le partecipazioni di controllo delle società quotate finiscano nelle mani di coloro che possano meglio

³⁷ MACEY JONATHAN, *Takeovers in the United States, A Law and Economics perspective*, Quaderni di finanza, Consob, 1999

valorizzarle, creando valore per sé e per tutti gli azionisti di minoranza, piuttosto che tutelare *ex-ante* questi ultimi tramite il riconoscimento di una parte del premio di controllo.

Le fonti legislative in materia di Opa sono peraltro molto più frastagliate negli Stati Uniti che in Europa. La regolazione delle modalità di svolgimento delle Opa, degli obblighi di trasparenza a carico dell'offerente, degli obblighi di correttezza da procedurale da seguire e anche della correttezza formale del documento di offerta è a carico del diritto federale; più segnatamente la normativa di riferimento è da ricercarsi nel *Securities Exchange Act* del 1934, così emendato dal successivo *Williams Act* del 1968. Di competenza del diritto statale è invece la regolazione dei poteri e doveri fiduciari degli amministratori del socio di controllo della società *target*, tra le quali la possibilità di adottare misure difensive di contrasto dell'offerta. Mentre il diritto federale ha quindi il compito di rendere uniforme a livello nazionale le modalità di svolgimento delle offerte pubbliche di acquisto, è lasciato ai singoli Stati il compito di stabilire i limiti e gli obblighi nell'ambito delle acquisizioni, sempre nel rispetto però della Costituzione Americana e della *Commerce Clause*. Una delle norme centrali del *Securities Exchange Act* fu introdotta proprio dal *Williams Act* nel 1968; essa peraltro è stata fonte di ispirazione per l'introduzione in Italia del già citato comma 4-bis dell'Art.120 Tuf, nonché fonte di critiche da parte di alcuni studiosi americani. La *rule* 13d-1 stabilisce che chiunque acquisti più del 5% delle azioni con diritto di voto deve comunicare alla SEC, all'emittente e alla società di gestione del mercato, tramite un apposito modulo: identità e background dell'acquirente, la fonte e la quantità dei fondi utilizzati per effettuare gli acquisti, il numero delle azioni possedute e oggetto di diritto di acquisto da parte di colui che effettua la comunicazione e di ogni suo "associato"³⁸, informazioni riguardanti ogni tipo di accordo che coinvolga le azioni oggetto di comunicazione, ma soprattutto: «*if the purpose of the purchases or prospective purchases is to acquire control of the business of the issuer of the securities, any plans and proposals which such persons may have to liquidate such issuer, to sell its assets to or merge it with any other persons, or to make any other major change in its business or corporate structure*»³⁹. In poche parole la norma configura l'obbligatorietà di una dichiarazione di intenti da parte del potenziale acquirente, che è così obbligato ad "uscire allo scoperto" non appena acquisti una partecipazione relativa bassa di azioni. Tale previsione normativa, apparentemente così stringente per il diritto americano, è tuttavia mitigata dalla relativamente lunga finestra temporale massima fissata per effettuare la comunicazione:

³⁸ In Italia parleremmo di soggetti che agiscono in concerto tra di loro

³⁹ *Securities Exchange Act, US Securities and Exchange Commission*

l'acquirente ha infatti dieci giorni di tempo dal superamento della soglia del 5% per uscire allo scoperto ed effettuare la comunicazione di intenti al mercato, avendo quindi sufficiente tempo per continuare ad effettuare acquisti "sotto traccia" e quindi ad un prezzo relativamente basso, prima di dovere annunciare eventualmente la volontà di lanciare un'Opa. La violazione peraltro non impone sanzioni, in Europa al contrario piuttosto peculiari, come l'inibizione del diritto di voto per le azioni che eccedono la soglia oggetto di comunicazione al mercato o il divieto di acquisto di nuove azioni. Macey e Netter⁴⁰ (1987) criticano aspramente la previsione della *rule* 13d-1, sostenendo che una previsione normativa di questo genere sia un deterrente per le acquisizioni efficienti, dovendo i potenziali acquirenti sostenere i costi legati alla preparazione del documento, che diventerebbe così un ulteriore strumento nelle mani del *management* della società per prevenire l'acquisizione. Ciò avverrebbe nel caso in cui il documento fornisse informazioni rilevanti; i due studiosi sostengono inoltre che alcune delle informazioni in esso contenute siano addirittura ridondanti, escludendo quindi un qualsiasi tipo di utilità dello stesso. Macey e Netter concludono il loro scritto addirittura con un appello al congresso americano per rimuovere il 13d-1, al fine di favorire potenziali scalate desiderabili; i due sono tuttavia rimasti ad oggi inascoltati. Schipper e Thompson (1983)⁴¹ hanno invece stimato un impatto negativo del *Williams Act* sul valore delle imprese acquirenti del 6%, attribuibile all'aumento dei costi di acquisizione delle società *target*, le cui azioni sul mercato hanno invece registrato un significativo aumento degli *abnormal returns*⁴², di circa il 13%.

L'aspetto peculiare che caratterizza la normativa americana, e la distanza notevolmente da quella introdotta in Europa dalla Direttiva del 2004 è però l'assenza di un obbligo di Opa successiva all'acquisizione del controllo a favore degli azionisti di minoranza. Questo approccio prevalente negli ordinamenti degli Stati americani fa sì che negli Stati Uniti viga di fatto la *market rule*, non esistendo un obbligo espresso che estenda l'offerta anche agli azionisti di minoranza, che ne possono quindi rimanere esclusi, non avendo la possibilità di vendere le azioni ad un prezzo prestabilito. Il fatto che esista e sia ampiamente regolamentata la possibilità di promuovere un'offerta pubblica di acquisto non deve infatti trarre in inganno, laddove questa non prevede né l'obbligo di acquisto della totalità delle azioni, né tantomeno l'obbligo di essere lanciata nel caso

⁴⁰ MACEY JONATHAN, NETTER JEFFRY, *Regulation 13D and the Regulatory Process*, 1987

⁴¹ SCHIPPER KATHERINE, THOMPSON REX. *The Impact of Merger-Related Regulations on the Shareholders of Acquiring Firms*. *Journal of Accounting Research*: Spring, p. 184, 1983

⁴² SMILEY, ROBERT, *The Effect of the Williams Amendment and Other Factors on Transactions Costs in Tender Offers*. *Industrial Organization Review* 3: pp 138-145, 1975.

in cui si voglia acquistare il controllo della società: il potenziale acquirente mantiene infatti la possibilità di acquistare il controllo della società rastrellando azioni sul mercato oppure acquistando a trattativa privata pacchetti di minoranza e di controllo. Solo qualora questo decidesse, per vari motivi, di lanciare un'Opa, dovrebbe allora sottostare ad una serie di obblighi procedurali che esporremo tra poco. L'Opa resta quindi uno strumento nelle mani del potenziale acquirente che può anche rimanere inutilizzato, ma che rappresenta molte volte di fatto il modo più rapido e anche meno costoso per portare a termine un'acquisizione: non bisogna infatti dimenticare che una volta che l'acquirente è uscito allo scoperto, in ottemperanza a quanto previsto dal 13d-1, il prezzo delle azioni sul mercato subisce un significativo e immediato aumento al fine di incorporare il premio richiesto per il controllo. Resta aperta soltanto la finestra temporale di dieci giorni di tempo che l'investitore ha per compiere acquisti "sotto-traccia" e a prezzo di mercato. L'approccio americano nasce da un punto di vista radicalmente diverso da quello europeo sulla proprietà del valore del controllo: questo infatti secondo gli americani non spetta a tutta la base azionaria, ma bensì al solo azionista di maggioranza, in ragione del fatto che questo deve sopportare i costi relativi alla concentrazione del suo portafoglio di investimento e dei costi di monitoraggio sul *management*, oneri che non sono sopportati in nessun modo dagli azionisti di minoranza⁴³. Tale discorso è particolarmente valido se appunto la società presenta nell'azionariato un socio di controllo. Se invece manca il socio di controllo, e quindi siamo in presenza di una *public company*, quanto detto è chiaramente inapplicabile: in presenza di azionariato diffuso il valore del controllo spetta invece a tutti gli azionisti in ragione della loro quota detenuta nella società. Abbiamo però ricordato come in presenza di azionariato diffuso l'Opa diventi uno strumento relativamente conveniente in mano del potenziale acquirente, il quale può acquistare in tempi rapidi la grande maggioranza delle azioni della società *target*, avendo inoltre la possibilità di promuovere lo *squeeze-out* sulle restanti azioni e procedere quindi ad una fusione per incorporazione semplificata, la cosiddetta *short-form merger*, che permette alla società incorporanda e che possieda almeno il 90% delle azioni della società incorporata, di deliberare la fusione mediante semplice deliberazione del consiglio di amministrazione della controllante. Tale schema è come detto particolarmente utilizzato negli Stati Uniti per la sua rapidità, e soprattutto a prescindere da un obbligo in tal senso.

⁴³ POMELLI ALESSANDRO, Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate, Giuffrè Editore, 2014

Avevamo accennato agli obblighi di correttezza procedurale da seguire in caso di promozione di offerta pubblica di acquisto. Tra queste la più importante è la cosiddetta *all-holders best price rule* (14d-7 *Securities Exchange Act*), secondo la quale, in caso di lancio dell'offerta pubblica di acquisto, questa deve essere rivolta alla totalità di possessori della medesima azione o del medesimo strumento finanziario, e deve prevedere un corrispettivo uguale per ciascuno, che deve essere pari al più alto corrispettivo pagato dall'offerente durante la pendenza dell'offerta. Anche questa previsione tuttavia non introduce un obbligo di acquisto della totalità delle azioni ad un prezzo prestabilito, ma semplicemente stabilisce un criterio di parità di trattamento tra tutti i potenziali soggetti coinvolgibili, con ambito di applicazione limitato alla pendenza dell'offerta e comunque per i soli possessori di titoli che si trovano in condizioni formalmente e sostanzialmente identiche. A completare la *all-holders best price* c'è la *rule 14e-5*, la quale vieta il compimento di acquisti paralleli in pendenza dell'offerta: la *ratio legis* di tale previsione normativa è ravvisabile nella volontà di evitare un trattamento asimmetrico dei portatori delle azioni, proibendo al potenziale acquirente di effettuare acquisti paralleli a condizioni diverse da quelle stabilite nell'offerta, in continuità e in coerenza con la 14d-7.

Esistono però, sempre negli Stati Uniti, importanti eccezioni alla *market rule*, stabilite dagli ordinamenti di Stati come Pennsylvania, Maine e Utah, i quali prevedono la possibilità di *cash-out* a seguito di un'operazione che abbia generato l'acquisto di una partecipazione superiore al 20% da parte di un soggetto: tale norma introduce quindi un diritto di *sell-out* da parte degli azionisti "residuali" in caso di acquisto del controllo della società da parte di un qualsiasi acquirente. L'aver previsto una soglia così bassa per attivare la possibilità dell'esercizio del diritto rende di fatto la possibilità di *sell-out* molto simile ad un'Opa obbligatoria totalitaria successiva, essendo l'acquirente obbligato ad acquistare, al prezzo più alto da lui pagato nell'effettuare gli acquisti di azioni precedenti, i titoli da chiunque degli azionisti attuali gliene faccia richiesta.

Passando ora al ruolo che assume il *board* della società *target* nell'ambito dell'offerta osserviamo innanzitutto che la *rule 14e-2* impone alla società *target* l'obbligo di comunicare ai propri azionisti se questa raccomanda o meno l'adesione all'offerta, adducendo informazioni a supporto del proprio giudizio. In tema di poteri decisionali che il *board* può assumere in pendenza di un'offerta pubblica di acquisto, ricordiamo le osservazioni fatte in tema di *neutrality board rule*: tra le tre soluzioni configurabili⁴⁴ per la ripartizione dei poteri in tema di messa in atto di

⁴⁴ Vedi sul punto pag. 34

azioni difensive contro le scalate ostili, la Direttiva europea ha propeso per quella intermedia, ossia l'obbligo da parte del *board* di ricevere l'autorizzazione da una percentuale qualificata di soci. Il legislatore americano opta per una soluzione diversa, riconoscendo invece piena autonomia agli amministratori, i quali sono di fatto lasciati liberi di adottare misure difensive nel caso in cui ritengano una scalata poco desiderabile per gli attuali azionisti. Chiaramente tale libertà deve essere sempre esercitata nel rispetto e nell'interesse degli azionisti, lungi dal poter legittimamente sfociare in comportamenti che impediscano a tutti i costi la riuscita della scalata.

2.6. Conclusioni

La definizione di una normativa che coniughi efficienza ed efficacia nell'ambito del mercato del controllo societario non può prescindere dallo studio delle caratteristiche delle strutture proprietarie e dei benefici privati derivanti dal controllo prevalenti nel contesto di riferimento. Abbiamo analizzato le caratteristiche principali delle due macro soluzioni legislative a disposizione, *market rule* e *equal opportunity rule*, e stabilito le condizioni nelle quali l'una possa funzionare meglio dell'altra: la *equal opportunity rule* può essere desiderabile nel momento in cui essa possa efficacemente dissuadere acquisizioni inefficienti e quindi protegga gli azionisti di minoranza da una potenziale perdita di valore del loro investimento e in generale protegga la società da una generale distruzione di valore; alquanto discutibile è invece il pensiero secondo il quale, in sistemi ad azionariato concentrato, gli azionisti di minoranza debbano essere protetti a tutti i costi tramite il riconoscimento di parte del premio per il controllo, premio che probabilmente non può neanche essere ritenuto di loro competenza, non sopportando questi molti dei costi ad esso legati, come il pensiero degli americani ci insegna sul punto. Centrale è proprio la quantificazione dei benefici privati derivanti dal controllo; nel caso in cui questi siano molto elevati, come è stato dimostrato essere in Italia, il premio per il controllo garantito deve essere simmetricamente elevato: è immediato capire come in tal caso la *equal opportunity rule* possa essere particolarmente punitiva nei confronti dei potenziali acquirenti della società *target*, essendo costretti a garantire un generoso premio anche agli azionisti non di controllo. Tutto ciò non fa altro che aumentare il costo delle acquisizioni, arrivando a scoraggiare anche quelle potenzialmente efficienti e creando in ultima istanza un danno proprio agli azionisti di minoranza, i quali, invece che essere tutelati, si trovano costretti ad essere "dominati" da un socio di controllo impossibile da scalzare da coloro che potenzialmente creerebbero maggiore valore per gli investitori. La *market rule* al contrario funziona particolarmente bene nel contesto appena descritto, permettendo un maggior numero di acquisizioni efficienti e quindi foriere di creazione di valore per gli investitori; l'esperienza americana insegna peraltro che essa non funziona particolarmente male nemmeno in un contesto di azionariato diffuso, laddove in questo caso l'offerta pubblica di acquisto è invocata spontaneamente dal potenziale acquirente, essendo lo strumento migliore per ottenere il controllo dell'entità, a prescindere dalla previsione di un obbligo in tal senso.

3. La normativa in Italia

3.1. Introduzione

Dopo aver affrontato gli aspetti prettamente economici del mercato del controllo societario e della sua regolamentazione, e avendo peraltro operato un primo confronto tra la normativa vigente in Europa e quella americana, ci addentriamo nella disciplina italiana del *market for corporate control*. Il capitolo è strutturato come segue: il primo paragrafo sarà dedicato alla genesi della normativa italiana e delle ragioni pratiche che hanno portato alla regolamentazione delle offerte pubbliche di acquisto, con particolare riferimento ai primissimi e sporadici interventi normativi; saranno poi ripercorsi i tratti salienti della prima normativa organica in materia, costituita dalla legge 149/1992, della quale saranno in particolare evidenziati i suoi più grandi limiti, che porteranno dopo soltanto sei anni ad una sua sostanziale revisione, in occasione dell'emanazione del Testo Unico della Finanza (d.lgs 58/1998). Nel secondo paragrafo, dedicato proprio all'esposizione della nuova normativa introdotta dal Tuf, e delle modifiche recepite a seguito dell'introduzione della normativa, saranno evidenziate criticamente le differenze più evidenti con la disciplina previgente, nell'ottica di stabilire se le novità introdotte dal legislatore nel corso degli anni hanno favorito o meno il mercato del controllo societario in Italia. Infine, nel terzo paragrafo, ci focalizzeremo nell'ultima rilevante riforma che ha impattato sul *market for corporate control* italiano, ossia la legge "anti-scorrerie", la quale sarà presentata non perdendo di vista il contesto economico-politico nella quale fu emanata, ossia a seguito dell'*affaire* Mediaset-Vivendi e più in generale nell'intenzione di un rafforzamento del *golden power*, a seguito dell'ondata di acquisizioni da parte di società estere che hanno colpito le imprese italiane negli ultimi anni.

3.2. Evoluzione della normativa: primi interventi legislativi e Legge 149/1992

3.2.1. Genesi e contesto di riferimento

L'istituzione in Italia di una normativa che disciplini in modo organico le offerte pubbliche di acquisto è un fatto piuttosto recente. Per poter ricercare una norma di tale portata è infatti necessario risalire alla Legge 149/92 sulle offerte pubbliche di acquisto, la quale verrà poi abrogata e sostituita *in toto* soltanto sei anni dopo con l'approvazione del Testo Unico sulla Finanza (TUF). Che l'introduzione in Italia di una siffatta normativa sia arrivata piuttosto tardi, se paragonata all'esperienza normativa di Stati come Stati Uniti e Gran Bretagna, è circostanza storicamente spiegabile dalla minore importanza attribuita nel nostro paese alla borsa valori, rispetto al ruolo fondamentale e meritevole di attenzione da parte del legislatore che questa svolge da sempre nei paesi dove prevale il cosiddetto capitalismo anglosassone. Abbiamo infatti già sottolineato come l'Offerta pubblica di acquisto sia stata disciplinata per la prima volta dal legislatore americano già nel 1934 con l'introduzione del *Securities Exchange Act*, nato con il fine di contrastare le azioni dei *corporate raiders*, i quali erano soliti approfittare dei bassi prezzi dei titoli di società sottovalutate al fine di impadronirsene a costi ragionevoli⁴⁵. In Inghilterra i primi interventi legislativi atti a regolare alcuni aspetti dell'Opa sono risalenti al 1938, quando il *Prevention of Frauds Investments Act* vietò qualsiasi tipo di offerta, dichiarazione, parole ingannevoli o reticenti, nonché la distribuzione di circolari contenenti l'invito ad essere parte di contratti di acquisto, di disposizione o di sottoscrizione di azioni; tale divieto tuttavia è applicabile soltanto alle persone fisiche che non siano:

- (a) a member of any recognised stock exchange or recognised association of dealers in securities, or
- (b) the Bank of England, any statutory corporation or municipal corporation, any exempted dealer or any industrial and provident society or building society, or

⁴⁵ DE BLASIO ANGELO, La legge italiana sulle Opa e le normative europee e USA, Giuffrè Editore, 1994

(c) any person acting in the capacity of manager or trustee under an authorised unit trust scheme.⁴⁶

Nel 1948 la *section 209* del *Companies Act* introdusse invece il diritto, per chi avesse ottenuto almeno il 90% delle azioni della società *target*, di ottenere il trasferimento coattivo delle restanti quote dagli azionisti residuali (*squeeze-out rule*). Il contributo più importante alla regolamentazione arrivò tuttavia soltanto nel 1959, quando su iniziativa della *Bank of England* e con l'adesione di un gruppo di organismi finanziari della *City*, venne elaborato il *City Code on Takeovers and Mergers*, contenente disposizioni sul corretto svolgimento delle Offerte pubbliche di acquisto. Tale codice di autoregolamentazione sopravvive ancora oggi, anche a seguito dell'introduzione nell'Unione Europea della Direttiva del 2004.

Negli altri paesi europei, caratterizzati da una forma di capitalismo simile a quella rinvenibile in Italia, il legislatore non è stato solerte quanto nei paesi anglosassoni, ma ha comunque anticipato di gran lunga gli interventi avvenuti in tal senso in Italia. In Francia l'occasione per l'introduzione per norme che regolassero le Opa si concretizzò negli anni Sessanta dall'offerta lanciata sulle azioni della società Saint-Gobain, la quale portò nel 1970 all'emanazione di un primo testo di legge, l'*arrêté* ministeriale del 21 gennaio 1970, che integrava il precedente Regolamento generale della compagnia degli agenti di cambio, risalente al 1890; sempre nello stesso anno la *Commission des operation de bourse* emanò invece la *Decision générale de la Commission des opération de Bourse relative aux offres publiques*, al fine della regolamentazione del mercato dei titoli⁴⁷. Ulteriori interventi legislativi avvennero con l'*arrêté* del 17 febbraio 1972, che introduceva una procedura semplificata di Opa, con l'*arrêté* del 19 marzo 1975, che introduceva una soglia minima di azioni che devono essere oggetto di offerta. Il quadro di riferimento era quindi già ampiamente delineato sul finire degli anni Settanta con ulteriori interventi risalenti al 1978. In Germania, nonostante la prolungata mancanza di necessità di una legislazione primaria delle Opa, la "Consob tedesca" decise di promulgare nel 1979 un codice organico che regolamentasse la materia, con il fine di assicurare la massima trasparenza delle operazioni di acquisto. Anche in Olanda, come in Inghilterra e in Germania, la regolamentazione delle Opa fu affidata ad un testo regolamentare approvato il 25 giugno 1971.

⁴⁶ *Prevention of Frauds Investments Act*, <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1958/45/enacted>.

⁴⁷ DE BLASIO ANGELO, La legge italiana sulle Opa e le normative europee e USA, Giuffrè Editore, 1994

In Belgio invece siamo in presenza di un vero e proprio intervento legislativo, avvenuto nella metà degli anni Sessanta.

Passando finalmente all'Italia, abbiamo preliminarmente osservato che una vera e propria normativa avente ad oggetto le offerte pubbliche di acquisto era stata varata soltanto nel 1992, come risultato finale di un dibattito in dottrina durato circa quarant'anni. In realtà il *casus belli* che sollevò il dibattito sull'opportunità di introdurre anche in Italia un *corpus* legislativo per le Opa ci fu solamente nel 1971, quando il finanziere Michele Sindona, per appropriarsi della Bastogi, allora la *Società italiana per le strade ferrate meridionali*, lanciò un'offerta pubblica di acquisto, la prima di sempre in Italia, per scalare la società e acquisirne il controllo. La scalata alla fine fallì, ma gli strascichi del tentativo rimarranno pesanti per gli anni successivi: il "caso Bastogi" spinse il comitato direttivo degli agenti di cambio della borsa valori di Milano a varare un Codice di Comportamento, sulla falsariga delle esperienze legislative e regolamentari negli altri paesi europei. Si trattava peraltro di un mero codice etico cui gli agenti di cambio e gli operatori di Borsa dovevano attenersi, che disciplinava le offerte di acquisto di azioni e obbligazioni quotate in cambio di contanti⁴⁸. Il codice tuttavia non aveva carattere coercitivo e non teneva in minima considerazione gli interessi nazionali che saranno di seguito oggetto di attenzione per la formulazione di una riforma organica in tema di Opa; sul punto Astolfi (1981), secondo il quale "il Codice di autodisciplina milanese non offre un quadro regolamentare idoneo a disciplinare completamente l'operazione"⁴⁹. I primi tentativi legislativi in tal senso sono invece riferibili al senatore Valiante (3 dicembre 1971) e al senatore Lombardi (27 gennaio 1972), nell'ambito di un progetto più ampio di riforma della disciplina sulle società per azioni. La peculiarità della prima proposta risiedeva nella volontà di sottoporre ciascuna offerta pubblica di acquisto all'esame preventivo di un apposito organo di vigilanza, che doveva avere natura tecnico-politica: doveva in poche parole essere in grado di valutare la convenienza dell'offerta anche nell'ottica dell'interesse pubblico, garantendo il corretto svolgimento dell'offerta e provando quindi a vincere la strenua resistenza opposta dai gruppi di comando. La seconda proposta inquadrava invece l'inserimento della disciplina Opa in una più ampia riforma del diritto societario, collegandola quindi agli istituti già esistenti.

⁴⁸ FALCONE GIOVANNI, ROTONDO GENNARO, SCIPIONE LUIGI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Giuffrè, 2001

⁴⁹ ASTOLFI ANDREA, *Offerta Pubblica di acquisto*, *Diz. Dir. Priv. Diritto commerciale e industriale*, Giuffrè, 1981

La prima norma che fa riferimento ad offerte pubbliche di titoli viene promulgata nel 1974: è l'art.18 inserito nella legge 216/1974, la quale, tra le altre novità, introdusse per la prima volta in Italia le azioni di risparmio. È quindi evidente anche solo per la collocazione topografica e funzionale che tale norma fu inserita in contesto di riforma della normativa in tema di società per azioni molto più ampio. La norma sanciva che: *“coloro che intendono procedere all'acquisto o alla vendita di azioni o di obbligazioni convertibili mediante offerta al pubblico, devono preventivamente darne comunicazione alla Commissione nazionale per le società e la borsa, indicando le condizioni, le modalità e i termini di svolgimento dell'operazione. Entro venti giorni dalla data di ricezione di tale comunicazione, la Commissione può stabilire i modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica nonché i dati e le notizie che deve contenere. L'omissione della comunicazione alla Commissione o la inosservanza delle prescrizioni da essa stabilite sono punite con l'ammenda da lire 2 milioni a lire 20 milioni.”*⁵⁰ Appare evidente già ad una prima lettura l'insufficienza di una norma di tale portata: innanzitutto è dubbio l'oggetto al quale la norma fa riferimento; la norma infatti non dà una definizione di “offerta al pubblico” omettendo completamente qualsiasi riferimento ad un quantitativo minimo di azioni necessario per qualificare in tal modo l'offerta. La diretta conseguenza era l'applicabilità della disciplina a qualsiasi offerta al pubblico, anche quelle aventi per oggetto quantitativi di titoli non rilevanti; l'unica definizione di “offerta al pubblico” era peraltro quella rinvenibile nel Codice Civile, là dove l'art. 1336 stabilisce che l'offerta al pubblico può essere definita tale “quando contiene gli estremi essenziali del contratto alla cui conclusione è diretta” e che “vale come proposta, salvo che risulti diversamente dalle circostanze o dagli usi”. La norma non stabiliva inoltre minimamente le modalità con le quali tali offerte avrebbero dovuto dispiegarsi, limitandosi invece a richiedere “un'informazione adeguata rispetto ai mezzi e al contenuto”⁵¹, la quale doveva essere assicurata dalla Consob. In poche parole, come Marchetti (1975) aveva felicemente sintetizzato “se da un lato l'art.18 aveva posto il problema delle offerte pubbliche, dall'altro non lo aveva risolto”.

Sempre nel 1974 il senatore Valiante, già promotore nel 1971 di una proposta di riforma in tal senso, sollevò le lacune della legislazione in materia e in particolare dell'art.18, il quale proponeva ancora una volta l'istituzione a livello legislativo di un procedimento obbligatorio che regolasse le offerte pubbliche di acquisto; anche questa proposta cadde tuttavia nel vuoto.

⁵⁰ Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana

⁵¹ Vedi nota 56

Neanche l'art.12 della Legge 77/1983, il quale modificava l'art.18, risolse i problemi esistenti: esso infatti si limitava ad introdurre l'obbligo da parte dell'offerente di darne preventiva comunicazione alla Consob, la quale poi entro venti giorni dalla ricezione della comunicazione poteva "stabilire modi diversi da quelli da essa determinati in via generale in cui l'offerta deve essere resa pubblica, nonché gli ulteriori dati e notizie che il prospetto informativo deve contenere"⁵². La mancata osservanza degli obblighi informativi stabiliti dalla Consob poteva sfociare nella sospensione dell'offerta. L'ambito di applicazione di tale norma era poi stato allargato alle obbligazioni "anche non convertibili", essendo così manifesta la volontà del legislatore di voler primariamente attuare una tutela della sollecitazione del pubblico risparmio, attraverso i meccanismi di *disclosure* obbligatoria poc'anzi illustrati; essa non distingueva inoltre l'offerta di sottoscrizione o di vendita dall'offerta di acquisto, "in altre parole non distingueva la sollecitazione all'investimento e la sollecitazione al disinvestimento sul mercato finanziario"⁵³. Rimaneva così ancora lontano ed irrealizzato l'obiettivo della formulazione di una disciplina strutturata in materia di Opa.

Passeranno ancora quattro anni prima di arrivare ad un nuovo tentativo, stavolta decisivo, nella definizione di una normativa con tali finalità. Il 23 ottobre 1987 viene infatti comunicato alla Presidenza del Senato un disegno di legge, di cui primo firmatario era il democristiano Enzo Berlanda, il cui obiettivo era la definizione di una disciplina organica in tema. Il progetto verrà poi approvato in Commissione finanze e tesoro del Senato il 9 giugno 1988. Per potere meglio comprendere le finalità ispiratrici dei Senatori firmatari, è opportuno riportare alcuni passaggi fondamentali dei lavori preparatori del disegno di legge. L'intento primario dei firmatari era quello di favorire e rinforzare la crescita, a volte disordinata, che stava caratterizzando il mercato azionario italiano durante quegli anni; vale la pena ricordare che proprio in quegli stessi anni sono state varate alcune significative riforme aventi ad oggetto il mercato mobiliare: la legge sui fondi comuni di investimento (legge n.77 del 23 marzo 1983), la legge di riforma della Consob (legge n.281 del 4 giugno 1985), la legge sulle SIM (legge n.1 del 2 gennaio 1991), la legge sull'*insider trading* (legge n.157 del 17 maggio 1991)⁵⁴. È dunque in questa più ampia stagione di riforme che deve essere inquadrato il disegno di legge in oggetto, senza poi dimenticare che da lì a poco avrà inizio la stagione delle grandi privatizzazioni, che porterà alla quotazione di colossi appartenenti all'ex IRI e non solo. I Senatori sottolineano inoltre come intento del disegno di

⁵² Vedi nota 57

⁵³ RICHTER MARIO STELLA, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Giappichelli Editore, 2011

⁵⁴ FALCONE GIOVANNI, ROTONDO GENNARO, SCIPIONE LUIGI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Giuffrè, 2001

legge sia quello di “portare alla luce, di pubblicizzare, di disciplinare e di sottoporre a controlli e sanzioni alcuni comportamenti e fenomeni riferibili alla finanza sommersa”⁵⁵; abbiamo già evidenziato nelle pagine precedenti come in Italia vigesse di fatto la *market rule* fino al 1992, e che in ossequio a questa le transazioni dei pacchetti di controllo delle società quotate avvenivano molto spesso privatamente e fuori borsa, senza alcuna *disclosure* verso il mercato e gli azionisti di minoranza, al di fuori delle limitate tutele offerte dalla legge 216/1974. I firmatari vogliono così esplicitamente colmare questa lacuna legislativa, realizzando così un provvedimento che stabilisca non solo un “procedimento-tipo” per il compimento delle offerte pubbliche di acquisto – che vengono in questo modo finalmente separate dalle offerte pubbliche di sottoscrizione e vendita – ma che sia anche una “soluzione per realizzare equamente la cessione di pacchetti di controllo di titoli di quotati”⁵⁶. Ed è proprio questo uno dei passaggi fondamentali del documento, perché esprime la volontà programmatica di volere introdurre in Italia la *equal opportunity rule*, la quale peraltro, giova sempre ribadirlo, non è conseguenza diretta e necessaria dell’approvazione di una normativa che disciplini in maniera analitica il procedimento di offerta pubblica di acquisto, quanto dell’introduzione nello stesso di un obbligo di acquisto delle azioni di minoranza della società *target* ad un prezzo che comprenda anche il premio per il controllo riconosciuto all’ex azionista di maggioranza, qualora un soggetto decida di acquisire il controllo di una società quotata. Ribadiamo ancora una volta in tal senso come negli Stati Uniti il procedimento di Opa è tipizzato e regolamentato nei dettagli dal 1933, senza che sia mai venuta meno la *market rule*. La volontà che permea il tentativo di riforma in essere è quindi in ultima istanza quella di garantire una maggiore protezione dell’investitore, con la speranza che da tale maggiore protezione derivi un maggiore flusso di investimenti verso il mercato borsistico; abbiamo già ampiamente evidenziato nel precedente capitolo che sarebbe più opportuno realizzare tale tutela garantendo una maggiore fluidità del mercato del controllo societario – che poco si concilia con l’introduzione di una disciplina che rende i trasferimenti delle partecipazioni di controllo così onerosi come quella dell’obbligo di acquisto successivo dei titoli – e quindi la possibilità di agevolare il ricambio al vertice delle società a favore di coloro che possano generare da esse maggiore valore, piuttosto che garantendo loro in caso di vendita delle azioni un premio di controllo che ad essi probabilmente neanche dovrebbe spettare. Il disegno di legge costituirà

⁵⁵ Lavori preparatori disegno di legge Berlanda

⁵⁶ Vedi nota precedente

peraltro soltanto la base della discussione parlamentare, dalla quale uscirà un testo profondamente rivisto e che verrà approvato soltanto quattro anni dopo (Legge n.149 del 18 febbraio 1992).

3.2.2. Legge 149/1992

Partiamo con l'osservare che la normativa in oggetto era costituita complessivamente da 37 articoli, suddivisi in due capi: il Capo I (artt. 1-8) regolamentava le offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione, il Capo II (artt. 9-37) disciplinava le offerte pubbliche di acquisto e di scambio. Oggetto della nostra trattazione è evidentemente il Capo II della Legge.

L'art.9 della Legge dettava una definizione di "offerta pubblica di acquisto", colmando così la lacuna in tal senso che in precedenza avevamo lamentato: "costituiscono offerte al pubblico [...] tutte quelle aventi per oggetto l'acquisto e scambio di valori mobiliari quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto (quali azioni, obbligazioni convertibili o altri titoli o diritti) che comunque consentono di acquisire diritti di voto di seguito denominati «titoli»". Il comma 2 stabiliva poi che "l'offerta può essere destinata ad acquisire titoli verso corrispettivo (offerta pubblica di acquisto), contro corrispettivo formato da altri titoli (offerta pubblica di scambio), ovvero contro titoli e denaro (offerta pubblica di acquisto e scambio)". La norma in questione restringeva dunque il campo di applicabilità della Legge 149/1992, dovendo il procedimento in essa definito essere obbligatoriamente applicato qualora si intendesse acquistare «titoli» che "consentano di acquistare diritti di voto; erano quindi escluse dal procedimento le offerte pubbliche di acquisto aventi come oggetto azioni di risparmio e obbligazioni semplici, il cui acquisto non è in grado di influire sugli assetti patrimoniali della società. Tali acquisizioni restavano dunque regolate dagli artt.18 e seguenti della Legge 216/74 in tema di sollecitazione del pubblico risparmio, incombando sul promotore dell'offerta gli unici obblighi di comunicare alla Consob la propria intenzione, pubblicare apposito prospetto informativo seguendo le disposizioni dell'autorità di vigilanza e modificarlo qualora intervengano fatti nuovi tra la data di pubblicazione e quella dell'offerta. Si ritiene inoltre che restino fuori dagli obblighi procedurali prescritti dalla Legge 149/1992 le offerte aventi ad oggetto azioni, che però rimangono al di sotto della soglia del 10% dettata dall'art.10 comma 7 della stessa Legge. Erano poi escluse dalla lettera della norma tutte quegli acquisti aventi ad oggetto titoli che non sono quotati in borsa o nel

mercato ristretto, ponendosi qui il problema della linea di separazione tra sollecitazione pubblica e privata⁵⁷. Erano invece incluse, come peraltro stabilito direttamente dalla norma, le obbligazioni convertibili, essendo queste potenzialmente trasformabili in azioni al momento della scadenza; sono altresì inclusi i *warrant*, ossia quei titoli che danno diritto, non l'obbligo, al possessore di acquistare una determinata quantità di titoli ad un prezzo predefinito ed entro una scadenza prestabilita⁵⁸; vi rientravano poi infine le azioni prive di diritto di voto cui viene attribuita dall'assemblea straordinaria la possibilità di conversione in azioni di altra categoria.

Le diverse ipotesi di Opa erano invece regolate dai vari commi dell'art.10; erano individuabili quattro diverse categorie: l'Opa preventiva (alcuni distinguono tra Opa preventiva per il controllo e Opa per la quota di maggioranza relativa)⁵⁹, l'Opa incrementativa del semicontrollo, l'Opa successiva, l'Opa residuale. L'Opa preventiva, secondo l'art.10 comma 1 doveva essere lanciata da "chiunque intenda acquisire, direttamente o indirettamente, per il tramite di una interposta persona o di una società fiduciaria ovvero attraverso la partecipazione a sindacati di voto, il controllo di una società quotata in borsa o ammessa alle negoziazioni nel mercato ristretto deve promuovere una offerta pubblica di acquisto relativamente alle azioni con diritto di voto"; alle azioni con diritto di voto la norma equiparava poi tutte le categorie di titoli in precedenza precisate e stabiliva la soglia minima del 10% del capitale sociale. Viene innanzitutto a mancare nella norma una definizione puntuale di "controllo", la norma non stabiliva infatti una soglia minima al di sopra del quale il controllo si presumesse; il comma 2 parla solamente di capacità di "esercitare un'influenza dominante in assemblea". Doveva essere la Consob a stabilire caso per caso la percentuale minima di tale partecipazione rilevante (comma 3), sollevando questa disposizione più di una perplessità a causa della presa in considerazione di un parametro oltremodo variabile, spostando le difficoltà relative alla sua determinazione dal piano legislativo a quello amministrativo⁶⁰; sul punto peraltro il Disegno di legge originario del senatore Berlanda stabiliva delle soglie ben precise: l'impossibilità di acquistare, per chi detenesse già il 25% di azioni, più del 5% del capitale sociale in un anno, se non attraverso offerta pubblica di acquisto, e l'impossibilità di superare, per chi detenesse meno del 25% del capitale, la soglia del 30% delle partecipazioni. Tali soglie erano state ampia fonte di dibattito durante l'iter che portò all'approvazione della Legge, fino ad uno loro totale stralcio e sostituzione con il

⁵⁷ ROMAGNOLI GIANLUCA, Le offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie, CEDAM, 1996

⁵⁸ Sito internet di Borsa Italiana

⁵⁹ PALISI FRANCESCA, RICCI ROSANNA, L'obbligo di offerta pubblica in borsa, Bancaria Editrice, 1993

⁶⁰ Vedi nota precedente

discusso meccanismo delle “soglie mobili”. L’unica certezza contenuta nella norma rimaneva quindi quella legata al superamento della percentuale del 50%, che attribuiva incontrovertibilmente il controllo di diritto sulla società, in tutti gli altri casi ci si rimetteva all’arbitrio della Consob, la quale peraltro non tardò a pubblicare i criteri seguiti per la configurazione di obbligo di Opa, che facevano riferimento al costante monitoraggio degli assetti proprietari delle varie società e alle diverse vicende assembleari, studiando di volta in volta come ciascun socio riesca ad imporsi nelle assemblee, esercitando la fatidica “influenza dominante”; la variabilità di tali criteri generava tuttavia non poca confusione all’interno del mercato, portando ad un sistema regolamentare inadeguato ed incompleto⁶¹. La lettera della norma sembrava inoltre escludere dall’obbligo l’eventualità di controllo a cascata; la stessa Consob⁶² aveva espresso un’interpretazione restrittiva della norma là dove questa prevedeva il dovere di lanciare un’Opa anche per gli acquisti effettuati tramite “interposta persona”.⁶³ Questo perché la *ratio* della norma vuole che si imponga un’offerta pubblica di acquisto soltanto nel caso in cui le transazioni generate avvenissero ad un prezzo comprensivo del premio per il controllo.

L’art.10 comma 8 disciplinava invece la fattispecie dell’Opa successiva, prevedendo la possibilità di effettuare acquisti in deroga ai limiti posti ai commi 1,7 (quest’ultimo comma disciplina l’Opa incrementativa, di cui tratteremo in seguito), anche tramite acquisti effettuati fuori dalla borsa o dal mercato ristretto, purché questo entro trenta giorni “promuova, entro trenta giorni dalla data dell’acquisto, un’offerta pubblica di acquisto per un quantitativo di titoli non inferiore a quello acquistato e per un prezzo non inferiore alla media ponderata dei prezzi di acquisto”. La soluzione adottata dal legislatore si è posta nel mezzo tra la *market rule* e la *equal opportunity rule*, prevedendo infatti l’obbligo di Opa sul totale delle azioni soltanto qualora gli acquisti in precedenza effettuati fosse superiore al 50%; nel caso in cui invece gli acquisti si fossero attestati al di sotto di tale soglia, il promotore avrebbe potuto scegliere di lanciare un’offerta su un quantitativo minore di titoli, violando così in maniera netta il principio di parità di trattamento degli azionisti di minoranza; tale forma imperfetta di *equal opportunity rule* sembrava quindi porsi nel mezzo tra gli obiettivi di tutela degli azionisti di minoranza e di maggiore fluidità del mercato del controllo societario⁶⁴. Più correttamente si dovrebbe peraltro osservare come una tutela siffatta degli azionisti di minoranza sia sostanzialmente inutile, non

⁶¹ ROMAGNOLI GIANLUCA, Le offerte pubbliche d’acquisto obbligatorie, CEDAM, 1996

⁶² Comunicazione Consob n. SOC/RM/92008534 del 4 dicembre 1992

⁶³ FALCONE GIOVANNI, ROTONDO GENNARO, SCIPIONE LUIGI, Le offerte pubbliche di acquisto, Giuffrè, 2001

⁶⁴ Vedi nota precedente

pervenendo all'obiettivo per cui è stata posta in essere, ossia la distribuzione in parte uguale del premio di controllo tra tutti gli azionisti di minoranza, creando invece possibili disparità tra gli stessi. Brescia Morra e Salleo (2002) hanno studiato proprio gli effetti della nuova normativa sul mercato del controllo societario italiano: con questa normativa il trasferimento della partecipazione di controllo risulta essere comunque molto costoso, in quanto l'incremento di valore dell'impresa necessario a giustificare la transazione deve essere superiore al livello dei benefici privati (che come abbiamo avuto modo di osservare sono particolarmente elevati in Italia), più una frazione dell'aumento del valore di borsa che questa causerebbe. Tale sistema per di più non escluderebbe neanche trasferimenti inefficienti, oltre ovviamente a prevenire numerosi trasferimenti efficienti, arrivando quindi a cumulare gli svantaggi derivanti dai due sistemi⁶⁵. I due studiosi hanno poi studiato le quattro Opa preventive e le trentuno Opa successive che avvennero in Italia dal 1992 fino al giugno 1996, osservando le offerte successive avevano riguardato il 29% dei titoli della società *target*, stimando che i benefici privati estratti dai nuovi proprietari furono superiori del 57% rispetto a quelli estratti dagli ex-proprietari; gli azionisti di minoranza hanno poi realizzato un profitto medio pari al 10,9%, tuttavia “la mancata realizzazione di trasferimenti che sarebbero efficienti sul piano economico si è in tal modo ripercossa sugli azionisti di minoranza, ai quali è stato impedito di trarre beneficio da un possibile ricambio della gestione dell'impresa in favore di soggetti più capaci”, ciò è avvalorato dal fatto che i trasferimenti conclusi negli stessi anni hanno riguardato società caratterizzate da benefici privati “significativamente inferiori alla media”. Altri due aspetti della norma appaiono essere discutibili: il primo riguarda la definizione del prezzo al quale deve essere lanciata l'offerta sulle azioni, che doveva essere “non inferiore alla media ponderata dei prezzi di acquisto”; tale disposizione in apparenza chiara e nemmeno troppo punitiva nei confronti del potenziale acquirente, risultava però essere di difficile applicazione, in relazione alla complessità dei criteri di calcolo del prezzo utilizzati nei contratti di compravendita e ai diversi meccanismi di ponderazione utilizzabili in astratto, come sottolineato da Weigmann (1993) e Andriani (1994). Ancora più discutibile era poi il termine per l'obbligo di lancio dell'offerta successiva, che era stato fissato in trenta giorni, considerato da più parti spropositatamente elevato in quanto poteva

⁶⁵ BRESCIA MORRA CONCETTA, SALLEO CARMELO, Trasferimento del controllo societario e Opa obbligatoria: profili di efficienza ed equità, Banca Impresa Società, fascicolo 3, dicembre 2002

favorire fenomeni di *insider trading*, ossia lo “sfruttamento di informazioni privilegiate che alterino la trasparenza dei mercati”⁶⁶.

L’art. 10 comma 7 disciplinava l’Opa incrementativa del semicontrollo, enunciando che “chiunque abbia comunque acquisito un ammontare di azioni con diritto di voto nell’assemblea ordinaria pari alla metà delle partecipazioni previste nei commi 2 e 3 non può acquisire, nell’arco di dodici mesi, ulteriori azioni con diritto di voto nell’assemblea ordinaria in misura eccedente il quinto dei titoli posseduti e comunque il 2 per cento del capitale sociale se non con offerta pubblica di acquisto”. La norma va dunque a disciplinare gli acquisti di pacchetti azionari avvenuti in breve tempo da parte di soggetti che vogliono consolidare il proprio controllo all’interno della società o che comunque preludono ad una conseguente offerta, evitando così che tali acquisti avvengano in mancanza di trasparenza.

Nei casi in cui le disposizioni riportate in precedenza fossero state violate, la Legge prevedeva apposite sanzioni (art.10 comma 10): il diritto di voto riferibile alle azioni acquistate in violazione delle suddette norme non era infatti esercitabile, e le deliberazioni assembleari prese con il voto decisivo di tali azioni erano annullabili ex art.2377 c.c.; le stesse azioni dovevano essere alienate entro dodici mesi. Era infine prevista una sanzione amministrativa pari ad una somma compresa tra un ventesimo e un decimo del valore delle azioni per le quali vi era obbligo di offerta.

Ultima fattispecie di Opa prevista dalla normativa era la cosiddetta Opa residuale, la quale doveva essere promossa da chi a seguito dell’offerta avesse già ottenuto il controllo della società, qualora il flottante fosse inferiore al 10% o alla minore misura stabilita con apposita comunicazione dalla Consob. Secondo l’interpretazione della norma la percentuale deve essere riferita a tutti i titoli che possano essere danneggiati dal ritiro delle quotazioni, quindi anche le azioni di risparmio quotate.⁶⁷

⁶⁶ DE BLASIO ANGELO, La legge italiana sulle Opa e le normative europee e USA, Giuffrè Editore, 1994

⁶⁷ PALISI FRANCESCA, RICCI ROSANNA, L’obbligo di offerta pubblica in borsa, Bancaria Editrice, 1993

3.3. Il Tuf e la sua evoluzione: confronto tra normativa originaria e normativa vigente

Il sistema normativo sopra esposto non ha conosciuto una lunga vita. Solo quattro anni dopo dalla sua approvazione, il 6 febbraio 1996 veniva promulgata la legge n.52, la quale obbligava, delegando il governo a tal proposito, ad emanare nel termine di un anno i decreti legislativi attuativi delle direttive europee di riferimento, al fine di adeguare la normativa italiana. A tal proposito venne istituita una apposita commissione, la “Commissione Draghi”, la quale nel 1997 provvide, presso il Ministero del Tesoro, alla redazione della nuova normativa. Alla commissione partecipò un comitato di giuristi ed economisti, il progetto fu caratterizzato da una innovativa interdisciplinarietà, non mancando nei suoi lavori preparatori riferimenti alla *law and finance* e alla *corporate governance*⁶⁸.

Il decreto legislativo che fu il risultato della produzione della “Commissione Draghi” fu approvato il 24 febbraio 1998 (D.Lgs n.58/1998) sotto il nome di “Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria”, meglio noto come “Tuf”, ed entrò in vigore il primo luglio dello stesso anno. Il nuovo testo legislativo razionalizzò tutte le disposizioni sparse in tema appunto di intermediazione finanziaria e di società quotate, compresa la disciplina Opa, che fu in esso ampiamente rivista, che vennero così incluse in un unico *corpus* legislativo organico; fine ultimo di tale intervento normativo fu quello di favorire lo sviluppo dei mercati finanziari in Italia, tramite una formulazione di una disciplina maggiormente coerente ed equilibrata. La normativa Opa andò incontro ad un’opera di maggiore allineamento con le normative europee vigenti all’epoca, che portò ad una razionalizzazione della stessa.⁶⁹

A coronamento del processo di integrazione delle diverse normative in tema di Opa arrivò nel 2004, con l’approvazione della Direttiva 2004/25/CE, volta alla fissazione di principi comuni ai quali le legislazioni degli Stati dovevano uniformarsi. La Direttiva ebbe una lunghissima gestazione, una prima proposta fu presentata al Consiglio Europeo già nel 1989, ma incontro resistenze da molti Stati, specie in tema di offerta di acquisto obbligatoria e riduzione delle misure difensive. Una seconda proposta fu presentata al Consiglio e al Parlamento Europeo nel 1996, ma

⁶⁸ FERRARINI GUIDO, Il testo unico della finanza venti anni dopo, Rivista delle società, Giuffrè, 2019

⁶⁹ PREDA SILVIO, Una testimonianza sul mercato italiano, in Quaderni di Finanza, Consob, 1998

fu definitivamente rigettata nel 2001, a causa delle preoccupazioni generate dalla *neutrality board rule* e dalla scarsa protezione dei lavoratori dipendenti. Una terza e decisiva proposta fu presentata il 2 ottobre 2002, che fu alla fine approvata a seguito del raggiunto “compromesso portoghese” che introduceva sì le regole di neutralità e di *breakthrough*, ma rendeva la loro adozione opzionale da parte degli Stati membri⁷⁰. La normativa doveva essere recepita in tutti gli Stati entro il 20 maggio 2006. In Italia la Direttiva fu recepita dal d.lgs 19 novembre 2007 n.229 – con oltre un anno di ritardo dal termine stabilito – senza alterare in modo decisivo l’impianto del Tuf.

Il Tuf disciplina le Offerte pubbliche di acquisto o di scambio con gli artt. 101-*bis*-113 del D.Lgs; essi individuano tre fattispecie distinte di Opa: l’Opa successiva totalitaria (Art.106), l’Opa preventiva totalitaria (la cosiddetta “Opa volontaria”, Art.106 co.4), l’Opa preventiva parziale (Art.107), ad esse si aggiunge l’Opa residuale (Art.108). Prima di passare all’analisi della normativa occorrono alcune osservazioni preliminari. Rispetto alla normativa dettata dalla Legge 149/1992, il Tuf inverte i rapporti di forza tra Opa preventiva e Opa successiva: il vecchio art.10 infatti disciplinava dapprima l’Opa preventiva, la quale evidentemente costituiva la regola da seguire per le acquisizioni delle società; solo in caso di superamento della soglia – mobile - rilevante l’acquirente era obbligato a lanciare l’Opa successiva sulle restanti azioni. Il Tuf “declassa” invece l’Opa preventiva totalitaria a causa di esenzione dall’Opa successiva, tanto è vero che essa è normata in comma specifico dell’Art.106, a testimonianza dell’eccezione costituita dalla fattispecie⁷¹. La rubrica dell’Art.107 “Offerta pubblica di acquisto preventiva” si riferisce invece all’Opa preventiva parziale, che è nello stesso articolo disciplinata, nonostante per Opa preventiva si intenda molto più spesso la fattispecie all’Art.106 co.4.

⁷⁰ CLERC CHRISTOPHE, DEMARIGNY FABRICE, VALIANTE DIEGO, ARAMENDIA MIRZHA DE MANUEL, A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation, Marccus Partners the Mazars Group, 2012

⁷¹ LUCANTONI PAOLA, Esenzioni dall’obbligo e offerte pubbliche di acquisto preventive, in RICHTER MARIO STELLA, Le offerte pubbliche di acquisto, Giappichelli Editore, 2011

3.3.1. Evoluzione della disciplina dell'Opa successiva

Il testo originario dell'Art.106 co.1 Tuf recitava: “Chiunque, a seguito di acquisti a titolo oneroso, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento, promuove un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni ordinarie”. Partiamo con il commentare la novità più evidente introdotta dalla norma: l'introduzione di una soglia rilevante fissa, che segnò così il superamento della cosiddetta soglia mobile e di tutte le perplessità che questa suscitava. Il legislatore stabilisce così chiaramente, come peraltro era nelle intenzioni del disegno di legge originario della Legge 149/1992, una soglia oltre la quale si presume il controllo di un soggetto acquirente sulla società e lo obbliga all'acquisto delle restanti azioni da chiunque ne faccia richiesta. Chiaramente la determinazione di tale soglia presuntiva può generare qualche distorsione là dove esistano delle società il cui controllo è realizzabile con una partecipazione di entità inferiore⁷²; è invece escluso l'obbligo qualora vi sia uno o più soci che detengono il controllo della società, prevenendo così la fattispecie per cui un soggetto superi la soglia e sia obbligato a promuovere l'Opa anche in presenza di un socio di controllo (Art.106 co.5)⁷³. Alcuni dubbi peraltro persistevano su cosa dovesse intendersi nello specifico per “partecipazione”; l'introduzione di azioni senza diritto di voto o limitato a specifici argomenti e di quelle a voto plurimo o maggiorato aveva fatto venir meno il principio “*one share one vote*”, slegando così l'entità della partecipazione detenuta ai voti esercitabili in assemblea ordinaria. Il legislatore è così intervenuto sul punto con la Legge 116/2014 (il cosiddetto “Decreto Competitività”), aggiungendo alla norma l'inciso “ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi”, chiarendo quindi che ai fini dell'obbligo Opa non rileva la consistenza in sé della partecipazione detenuta, quanto la percentuale dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria, e anzi più precisamente nelle delibere assembleari riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza⁷⁴. Il Regolamento Emittenti viene poi in soccorso dettando ulteriori disposizioni interpretative con riguardo al computo dei diritti di

⁷² FALCONE GIOVANNI, ROTONDO GENNARO, SCIPIONE LUIGI, Le offerte pubbliche di acquisto, Giuffrè, 2001

⁷³ Altre fattispecie di esenzione sono previste nei casi di: operazioni dirette al salvataggio di società in crisi, trasferimento dei titoli previsti dall'articolo 105 tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione, cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente, operazioni ovvero superamenti della soglia di carattere temporaneo, operazioni di fusione o di scissione, acquisti a titolo gratuito (Art.106 co.5 Tuf).

⁷⁴ CHIAPPETTA FRANCESCO, “Diritto del governo societario” IV Ed, Cedam, 2017

voto incorporati nelle azioni proprie (Art.44-bis Regolamento Emittenti)⁷⁵, nelle azioni a voto plurimo (Art.44-bis 1 Regolamento Emittenti)⁷⁶ e negli strumenti finanziari derivati (Art.44-ter Regolamento Emittenti)⁷⁷. Si ritiene inoltre che nell'individuazione della partecipazione rilevante ai fini Opa debbano essere considerati anche tutti gli eventuali strumenti finanziari partecipativi previsti dagli statuti delle società e che possono attribuire "diritti di voto su argomenti specificamente indicati", tra i quali, ad esempio, "la nomina componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco" (Art.2351 co.5 c.c.). Da ciò deriva la necessità di includere nel perimetro dell'offerta di acquisto anche quegli strumenti che consentono la nomina di un amministratore, poiché "per questa via si può giungere allo "svuotamento" delle azioni ordinarie, ove si creino diverse categorie di strumenti finanziari, ciascuna con il diritto di nomina di un amministratore"⁷⁸. Lascia poi qualche perplessità la modifica sull'ampiezza delle categorie di titoli che devono essere oggetto di offerta operata dalla Legge 116/2014, la quale estende l'obbligatorietà a "tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso", la cui *ratio* non è di facile comprensione⁷⁹. Il legislatore ha infatti creato un disallineamento tra i titoli che rilevano per il calcolo della soglia rilevante (ossia quelli che conferiscono il diritto di voto nelle assemblee ordinarie) e quelli che devono essere oggetto obbligatorio di Opa (tutti i titoli quotati sul mercato).

Abbiamo già osservato come lo stabilire una soglia fissa al di sopra della quale scatta l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sul totale delle azioni dia maggiori garanzie in tema di certezza del diritto, piuttosto che lasciare alla Consob la determinazione della stessa soglia in base alla situazione concreta e quindi caso per caso, basandosi sul concetto dell'influenza dominante. I primi commentatori della disciplina introdotta dal Tuf hanno tuttavia

⁷⁵ "Le azioni proprie detenute dall'emittente, anche indirettamente, sono escluse dal capitale sociale su cui si calcola la partecipazione rilevante ai fini dell'articolo 106, commi 1, 1-bis, 1-ter e 3, lettera b), del Testo unico", salvo quanto previsto dal comma successivo

⁷⁶ "Nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, la partecipazione rilevante ai sensi dell'articolo 106, commi 1, 1-bis, 1-ter, e 3, lettera b), del Testo unico è calcolata tenendo conto del numero dei diritti di voto, esercitabili nelle deliberazioni assembleari riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza, in rapporto al numero complessivo dei diritti di voto comunicati dall'emittente ai sensi dell'articolo 85-bis"

⁷⁷ Ai fini del calcolo delle soglie previste dall'articolo 106, commi 1, 1-bis, 1-ter e 3, lettera b), del Testo unico, sono computati gli strumenti finanziari derivati, detenuti anche indirettamente, per il tramite di fiduciari o per interposta persona, che conferiscano una posizione lunga sui titoli indicati nell'articolo 105, comma 2, del Testo unico, nella misura del numero totale di titoli sottostanti. Nel caso in cui il numero di titoli sottostanti sia variabile, si fa riferimento al quantitativo massimo previsto dallo strumento finanziario

⁷⁸ LENER RAFFAELE, Le offerte obbligatorie, in RICHTER MARIO STELLA, Le offerte pubbliche di acquisto, Giappichelli Editore, 2011

⁷⁹ Vedi nota precedente

sollevato qualche dubbio in merito all'opportunità di introdurre un tale obbligo, in quanto diventerebbe un disincentivo alle acquisizioni: "l'obbligo di Opa totalitaria in ipotesi di acquisizione ostile del controllo costituisce una formidabile *poison pill* che il legislatore offre su un piatto d'argento a nuclei più o meno duri, a famiglie arroccate nella difesa di posizioni ereditate ed a *managers* propensi all'inamovibilità" (Carbonetti, 1998).⁸⁰ Come già più volte affermato nel corso dello scorso capitolo, tale disposizione potrebbe rappresentare uno svantaggio tutto a discapito degli stessi azionisti risparmiatori, che il nuovo testo vorrebbe invece tutelare, e che invece possono più difficilmente avvantaggiarsi di eventuali nuovi e differenti azionisti di controllo, i quali, rilevando la società per un corrispettivo ragionevole, potrebbero incrementarne il valore con la loro gestione. Non bisogna poi sottovalutare il fatto che, come già evidenziato nel capitolo precedente, negli Stati Uniti, dove non esiste una norma che imponga un'offerta pubblica di acquisto totalitaria, ma soltanto la possibilità di lanciare un'Opa volontaria nel caso in cui lo si ritenga opportuno e vantaggioso, la fissazione nello statuto societario di un obbligo in tal senso sia una tecnica di difesa societaria comunemente utilizzata.⁸¹ Un altro effetto indesiderato che l'Opa obbligatoria potrebbe generare è quello di diminuire le società quotate, in seguito al *delisting* che da essa può derivare; sempre negli Stati Uniti infatti è frequente la tecnica per cui viene prima lanciata l'Opa totalitaria per acquisire il 100% delle azioni per poi procedere ad una fusione per incorporazione con procedura semplificata. Sempre a proposito della soglia minima, la Legge 116/2014 ha poi aggiunto all'Art.106 un comma 1-bis, che abbassa la soglia rilevante al 25% qualora non vi siano azionisti che detengano una partecipazione superiore, con l'intento di abbassare ulteriormente la soglia Opa in caso di azionariato particolarmente frazionato e favorendo così l'ampliamento dell'ambito di applicazione della disciplina; è immediato osservare come anche questa disposizione vada nella direzione opposta di una maggiore fluidità del mercato del controllo societario, rendendo ancora più costose le scalate, specialmente per le società ad elevata capitalizzazione⁸². La già citata Legge 116/2014 ha poi aggiunto un comma 1-ter, che conferisce alle PMI di adottare nei propri statuti una diversa soglia, compresa però tra il 25% ed il 40%.

La stessa Legge ha poi introdotto nel Tuf una nuova particolare fattispecie cui deve seguire l'offerta pubblica di acquisto, che deve essere promossa "a seguito di acquisti superiori al 5% o

⁸⁰ FALCONE GIOVANNI, ROTONDO GENNARO, SCIPIONE LUIGI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Giuffrè, 2001

⁸¹ CHIAPPETTA FRANCESCO, *"Diritto del governo societario"* IV Ed, Cedam, 2017

⁸² Vedi nota precedente

alla maggiorazione dei diritti di voto in misura superiore al cinque per cento dei medesimi, da parte di coloro che già detengono la partecipazione indicata nei commi 1 e 1-ter senza detenere la maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria” (Art.106 Tuf co.3, lett. b); la fattispecie è conosciuta anche come “Opa da consolidamento” - la quale può essere accostata alla cosiddetta Opa incrementativa del semicontrollo che era stata introdotta dalla Legge 149/1992 – che scatta qualora un soggetto detenga già una partecipazione al di sopra della soglia Opa, senza però detenere il controllo della società, e tenti di acquisirlo tramite ulteriori acquisti di azioni; tale circostanza rimarrebbe infatti “scoperta” dall’obbligo di Opa, essendo prevista un’esenzione in caso di esistenza di un soggetto che detiene la maggioranza dei diritti di voto nell’assemblea ordinaria della società. L’Art.46 del Regolamento Emittenti chiarisce poi che l’acquisto delle azioni può essere anche indiretto e che vi si applicano gli stessi criteri sostanziali utilizzati per il calcolo della partecipazione rilevante precedentemente illustrati.

Al pari della determinazione della soglia minima, riveste primaria importanza la determinazione del prezzo al quale deve essere promossa l’offerta. La sua variazione incide infatti sull’onerosità della stessa. Partiamo ricordando che la Legge 149/1992 fissava un limite inferiore nella “media ponderata dei prezzi di acquisto”, con tutti i limiti applicativi già esposti; il Tuf, almeno nella sua formulazione originaria, fissa il prezzo minimo nella “media aritmetica fra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi e quello più elevato pattuito nello stesso periodo dall’offerente per acquisti di azioni ordinarie”. La soluzione adottata dal legislatore è quindi un compromesso tra la tutela degli investitori realizzata dalla *equal opportunity rule* e la maggiore fluidità del mercato realizzata dalla *market rule*, il legislatore non ha quindi voluto rendere i trasferimenti oltremodo onerosi⁸³, ingessando le strutture proprietarie delle società, e ha realizzato una sorta di *equal opportunity rule* imperfetta, incapace tuttavia di tutelare in astratto alcun interesse, né quello degli azionisti di minoranza, né quello dei potenziali acquirenti. Il legislatore è poi tornato sui suoi passi nell’ambito del recepimento della Direttiva, modificando l’Art.106 co.2, e stabilendo che l’offerta deve essere promossa “a un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall’offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all’articolo 102, comma 1⁸⁴, per acquisti di titoli della medesima categoria”. Tramite questa scelta è quindi completata la tutela degli investitori, i

⁸³ CANNIZZARO GIUSEPPE, commento sub Art.106 in AA.VV, Commentario al testo unico delle disposizioni in tema di intermediazione finanziaria, a cura di ALPA GUIDO, CAPRIGLIONE FRANCESCO

⁸⁴ Il riferimento è alla comunicazione obbligatoria che deve essere fatta alla Consob in seguito alla maturazione della volontà di promuovere un’Opa ovvero al sorgere di un obbligo in tal senso

quali si trovano ora a poter beneficiare di un'offerta ad un prezzo che includa una parte più ampia del premio per il controllo, come vuole la *equal opportunity rule*; la norma è quindi ora maggiormente coerente con i principi ispiratori del sistema adottato, adatta per lo meno alla realizzazione dell'obiettivo per il quale è stata pensata, per quanto esso discutibile sia. Certo è che in questo modo l'onerosità delle acquisizioni risulta essere ulteriormente aggravata, con tutte le conseguenze, ampiamente discusse, che ne derivano. La Consob può intervenire nella fissazione del prezzo in aumento o in diminuzione: può infatti diminuire il prezzo di offerta nei casi in cui i prezzi sul mercato siano stati condizionati da eventi eccezionali o vi sia il fondato sospetto di una manipolazione oppure ancora le operazioni di compravendita avrebbero beneficiato di una delle ipotesi di esenzione di cui al comma 5 (Art.106 co.3 lett. c). La Consob può invece rivedere il prezzo al rialzo qualora "l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo abbiano pattuito l'acquisto di titoli ad un prezzo più elevato di quello pagato per l'acquisto di titoli della medesima categoria" oppure se vi sia stata collusione tra le parti che hanno concluso lo scambio oppure ancora se vi sia il fondato sospetto di una manipolazione. Tutte le circostanze esposte in precedenza sono puntualmente individuate dalla Consob con regolamento (Art.47 e ss. Regolamento Emittenti).

3.3.2. Opa preventiva totalitaria e parziale

All'Art.106 co.4 rinveniamo la disciplina, piuttosto scarna peraltro, dell'Opa preventiva totalitaria, la quale è stata quindi derubricata a semplice fattispecie di esenzione dall'obbligo di Opa successiva totalitaria; il legislatore ha così voluto evitare una duplicazione della disciplina, prevenendo così l'ipotesi, in base alla quale un soggetto avrebbe potuto superare la soglia rilevante con un'offerta totalitaria volontaria e si sarebbe poi trovato a dover lanciare successivamente un'Opa obbligatoria; il legislatore quindi arretra di fronte ad una tutela troppo spinta dell'investitore, il quale avrebbe così avuto una "seconda possibilità" di disfarsi delle azioni nel caso in cui non lo avesse fatto nell'ambito dell'offerta volontaria. Il comma 4 originario inoltre taceva in merito alla possibilità di esenzione derivante dal lancio di un'offerta di scambio totalitaria; la fattispecie era infatti prevista unicamente nel Regolamento Emittenti della Consob,

che tuttavia si trovava così ad essere censurabile per illegittimità⁸⁵, scavalcando questo la normativa primaria. La questione è stata poi posta in risalto con l'emanazione della Direttiva comunitaria, la quale prevedeva espressamente l'esenzione all'Art.5; il legislatore con il D.lgs 229/2007 ha quindi dovuto adeguare il Tuf riformulando il comma 4, il quale prevede ora espressamente che "l'obbligo di offerta non sussiste se la partecipazione indicata nei commi 1, 1-bis e 1-ter è detenuta a seguito di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio rivolta a tutti i possessori di titoli per la totalità dei titoli in loro possesso, purché, nel caso di offerta pubblica di scambio, siano offerti titoli quotati in un mercato regolamentato di uno Stato comunitario o sia offerto come alternativa un corrispettivo in contanti". Nulla stabilisce la normativa sul prezzo al quale l'offerta debba essere lanciata, che quindi può essere liberamente scelto dall'offerente; trattasi questo di un secondo rilevante arretramento del legislatore dalla tutela dell'investitore, al quale evidentemente non viene garantito un corrispettivo minimo e che invece è astrattamente esposto anche ad offerte penalizzanti; tale arretramento deriverebbe dall'assenza del rischio che il pacchetto di controllo venga acquistato a trattativa privata e che dei guadagni differenziale godrebbero solo gli azionisti di controllo⁸⁶. Da ciò segue che il potenziale acquirente della partecipazione di controllo è decisamente incentivato alla promozione di un'offerta preventiva totalitaria al fine di evitare la particolarmente punitiva disciplina del prezzo minimo per le offerte successive, con ciò rispondendo almeno in parte all'obiettivo dell'efficienza del mercato del controllo societario. La legge tace anche riguardo ad un eventuale divieto di effettuazione acquisti a ridosso dell'offerta; questa mancata previsione rischia di compromettere il rispetto del principio di parità di trattamento degli azionisti, non impedendo all'acquirente di effettuare acquisti fuori mercato e a prezzi diversi precedentemente o a seguito del lancio dell'offerta. La norma non fa inoltre riferimento ad una possibile applicazione del comma 2-bis, il quale pone alcune tutele nel caso in cui il corrispettivo sia costituito da titoli⁸⁷, e la cui applicabilità in estensione anche all'Opa preventiva rimane dubbia.

⁸⁵ LUCANTONI PAOLA, Esenzioni dall'obbligo e offerte pubbliche di acquisto preventive, in RICHTER MARIO STELLA, Le offerte pubbliche di acquisto, Giappichelli Editore, 2011

⁸⁶ CHIAPPETTA FRANCESCO, "Diritto del governo societario" IV Ed, Cedam, 2017

⁸⁷ Il comma recita che "Il corrispettivo dell'offerta può essere costituito in tutto o in parte da titoli. Nel caso in cui i titoli offerti quale corrispettivo dell'offerta non siano ammessi alla negoziazione su di un mercato regolamentato in uno Stato comunitario ovvero l'offerente o le persone che agiscono di concerto con questi, abbia acquistato verso un corrispettivo in denaro, nel periodo di cui al comma 2 e fino alla chiusura dell'offerta, titoli che conferiscono almeno il cinque per cento dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea della società i cui titoli sono oggetto di offerta, l'offerente deve proporre ai destinatari dell'offerta, almeno in alternativa al corrispettivo in titoli, un corrispettivo in contanti"

L'Opa preventiva parziale viene disciplinata dall'Art.107, ed è espressamente indicata dalla legge come un'ulteriore ipotesi di esenzione dall'obbligo di Opa successiva totalitaria. Anche la presente fattispecie è stata introdotta dal legislatore con l'intento di evitare l'eccessivo ingessamento del mercato del controllo societario e mitigare l'obbligo di offerta previsto dall'Art.106 co.1. Tale evenienza era già emersa all'interno dei lavori preparatori, dai quali scaturì la volontà di prevedere l'esenzione in caso di lancio di un'offerta a prezzo di mercato e riguardante almeno la metà dei titoli. I membri della commissione Draghi optarono poi per ricalcare fedelmente la *rule 36* del *City Code on takeovers and mergers*, la quale fissa la percentuale minima al 60% del capitale e subordina il lancio al rispetto di talune condizioni delle quali subito diremo⁸⁸. Il primo requisito vincola l'offerente alla non effettuazione di acquisti di azioni superiori all'1% del capitale nei dodici mesi precedenti (co.1 lett. a) o successivi (co.3 lett. a) l'offerta, nonché in pendenza della stessa; la previsione è stata inserita con l'intento di garantire il rispetto del principio della parità di trattamento⁸⁹, e si discosta dalla normativa inglese, la quale esclude totalmente la possibilità di effettuare acquisti in pendenza dell'offerta, mentre vincola gli acquisti a ridosso dell'offerta all'autorizzazione del *Panel*. La *ratio* della disposizione "si ricostruisce in base all'ovvia considerazione che l'Opa preventiva parziale, a differenza dell'Opa preventiva totalitaria, non consente a tutti gli azionisti la dismissione integrale della partecipazione posseduta ma solo il soddisfacimento *pro-rata*⁹⁰. L'offerta è poi soggetta ad "approvazione di tanti possessori di titoli che possiedano la maggioranza dei titoli stessi, escluse dal computo i titoli detenuti [...] dall'offerente, dal socio di maggioranza, anche relativa, se la sua partecipazione sia superiore al dieci per cento, e dalle persone che agiscono di concerto con lui"; è quindi rimessa direttamente in capo agli azionisti di minoranza la decisione in merito all'offerta, potendo questi eventualmente scegliere di rinunciare alle tutele ordinamentali in caso di trasferimento del controllo. Il co.1 lett. c stabilisce poi che è la Consob ad accordare l'esenzione prevista dall'articolo stesso, la quale peraltro è legata al rispetto di condizioni anche successive l'offerta⁹¹; è da ritenersi che il controllo della Consob non sia discrezionale, non potendo questo

⁸⁸ DRAGHI MARIO, commento sub Art.107 in AA.VV, Commentario al testo unico delle disposizioni in tema di intermediazione finanziaria, a cura di ALPA GUIDO, CAPRIGLIONE FRANCESCO

⁸⁹ Abbiamo già rimarcato l'assenza di una disposizione dello stesso tipo in tema di offerta preventiva totalitaria

⁹⁰ LUCANTONI PAOLA, commento sub Art.106 in AA.VV, Commentario al testo unico delle disposizioni in tema di intermediazione finanziaria, a cura di ALPA GUIDO, CAPRIGLIONE FRANCESCO

⁹¹ Come peraltro già in parte precisato, il co.3 prevede, così come modificato dal D.lgs 37/2004, che "l'offerente è tenuto a promuovere l'offerta pubblica prevista dall'articolo 106 se, nei dodici mesi successivi alla chiusura dell'offerta preventiva: a) l'offerente medesimo o persone che agiscono di concerto con esso, abbiano effettuato acquisti di partecipazioni in misura superiore all'uno per cento, anche mediante contratti a termine con scadenza successiva; b) la società emittente abbia deliberato operazioni di fusione o di scissione.

entrare nel merito della convenienza dell'offerta stessa, al contrario invece di quanto sostenuto da Draghi (1998) e Cannella (1999), ma questo deve limitarsi a verificare l'avvenuto rispetto delle condizioni prescritte dalla legge per il riconoscimento dell'esenzione, così come sostenuto da Costi (2010), Enriques (2002) e Weigmann (2002), potendo tutt'al più opporre un rifiuto dell'esenzione nel caso in cui sussistano fatti sospetti.

3.3.3. Opa residuale, *sell-out rule* e le altre principali novità introdotte dalla Direttiva

L'Art.108 Tuf regola la fattispecie della cosiddetta Opa residuale, la quale consente all'offerente che ha acquistato una larga percentuale di azioni della società in occasione di un'Opa, di acquistare la restante parte dei titoli residuali, in modo da acquisire il controllo totale della società e non essere soggetto ad opposizioni pretestuose da parte della restante e minima parte di azionisti di minoranza. La struttura della norma è stata peraltro profondamente rivista a seguito dell'entrata in vigore della Direttiva, venendo integrata dall'aggiunta di ben sei nuovi commi. La formulazione originaria statuiva infatti semplicemente che “chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al novanta per cento promuove un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni con diritto di voto al prezzo fissato dalla Consob, se non ripristina entro quattro mesi un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni”. La lettera della norma superava così l'imprecisione della disposizione omologa contenuta nella Legge 149/1992, che faceva riferimento ad un “flottante inferiore al 10%”; era poi intervenuta la Consob precisando che per “flottante” si intendevano “tutte le azioni ordinarie che non sono comprese in una partecipazione di controllo [...] e che non sono oggetto di accordi per il loro trasferimento al controllante”⁹². La nuova formulazione stabilisce quindi con maggiore chiarezza la soglia in oggetto, la quale peraltro, a norma dell'Art.112 poteva (e può tuttora) essere elevata, per singole società, dalla Consob con provvedimento da pubblicare nella Gazzetta Ufficiale. La norma poi non collegava espressamente l'obbligo di Opa residuale ad una precedente offerta pubblica di acquisto; tale circostanza faceva pensare che tale obbligo scattasse a seguito di acquisti di ogni tipo, rilevando quindi esclusivamente il raggiungimento della soglia

⁹² PROVIDENTI SALVATORE, commento sub Art.108 in AA.VV, Commentario al testo unico delle disposizioni in tema di intermediazione finanziaria, a cura di ALPA GUIDO, CAPRIGLIONE FRANCESCO

in sé e per sé. Tale discrasia peraltro è perfettamente giustificabile dalla diversa finalità che giustifica la Opa residuale, ossia quella di “bonificare” il mercato mobiliare dalla presenza di società i cui titoli quotati siano illiquidi, e che quindi non consentono un regolare andamento delle quotazioni; il presupposto dell’Opa residuale è quindi da ricercarsi principalmente nell’esigenza di tutelare il regolare funzionamento del mercato, e quindi a prescindere da una precedente offerta di acquisto. L’articolo lasciava poi autonomia alla Consob nello stabilire il prezzo al quale le azioni residue dovevano essere acquistate, come accadeva anche nel regime precedente; tale imposizione autoritativa trova giustificazione dalla natura liquidatoria dell’operazione e nella volontà del legislatore di imporre un prezzo all’acquirente che voglia procedere al *delisting* della società⁹³. La stessa Consob si era poi autoimposta delle linee guida ben precise per la definizione del prezzo, che potevano risiedere nel corrispettivo di una precedente offerta pubblica precedente, nel prezzo medio ponderato di mercato nell’ultimo semestre, nel patrimonio netto rettificato a valore corrente dall’emittente, nelle prospettive reddituale dell’emittente. Sulla disciplina del prezzo è tuttavia intervenuto successivamente il legislatore introducendo nell’articolo il comma 3, il quale parificava *ex-lege* il corrispettivo dell’Opa residuale a quello dell’eventuale offerta pubblica precedente, realizzando così una più coerente – per il sistema italiano - parità di trattamento tra gli azionisti di minoranza; il prezzo rimane a discrezione della Consob soltanto nel caso in cui la soglia rilevante sia stata raggiunta a seguito di acquisti di altro tipo (Art.108 co.4). Ultimo aspetto, non poco rilevante, riguarda la possibilità di sottrarsi all’obbligo di acquisto prescritto dall’Art.108, tramite il ripristino “entro novanta giorni [di] un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni”. Come facilmente osservabile il termine è stato drasticamente ridotto rispetto al testo originario, che lo fissava in *quattro mesi*; è immediato poi rinvenire la *ratio* della norma, che si fonda anch’essa sulla possibilità di evitare l’acquisto delle azioni residue qualora venga rimosso lo stesso presupposto che ne era alla base, ossia l’illiquidità dei titoli in questione. Non facile è oltretutto lo stesso ripristino della regolarità delle contrattazioni, che può essere effettuato soltanto tramite ricorso al mercato oppure operazioni straordinarie, ossia rispettivamente attraverso un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione o attraverso una fusione per incorporazione; nel primo caso il diritto di opzione può essere escluso adducendo come motivo l’interesse della società a non perdere lo *status* di società emittente titoli quotati, nel secondo caso invece si realizza invece la diluizione dell’azionariato. La seconda soluzione però difficilmente può conciliarsi con il ridotto termine di *novanta giorni*

⁹³ Vedi nota precedente

utile per sfuggire all'obbligo. Rimane infine da definire cosa debba intendersi per "flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni": si ritiene al tal proposito che si possa far riferimento ai parametri di irregolarità dell'andamento delle negoziazioni che giustificano la sospensione o la revoca della quotazione (Art.2.5.1 Regolamento Borsa Italiana).⁹⁴⁹⁵

Facendo salvo quanto finora esposto, l'Art.108 comma 1 prevede una ulteriore e più stringente fattispecie di obbligo di acquisto, il quale si realizza qualora l'offerente arrivi a detenere, a seguito di offerta pubblica di acquisto, "una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata"; è immediato osservare come a differenza della fattispecie prevista al comma 2, questa sia ricollegata ad una partecipazione rilevante acquistata esclusivamente a seguito di offerta pubblica di acquisto. Ciò giustifica la previsione al comma 3, che in ossequio alla *equal opportunity rule*, parifica *ex-lege* il corrispettivo degli acquisti a quello pagato nella precedente offerta; è anche evidente la differente *ratio* della disposizione, che non può ricollegarsi alla illiquidità dei titoli del mercato mobiliare, già normata al comma 2, quanto alla volontà di offrire ai soci di minoranza una "seconda possibilità" di *exit* dalla società qualora le azioni di questi fossero diventate totalmente marginali ai fini della struttura proprietaria, ad un prezzo non discriminatorio e anzi pari a quello dell'offerta. La *ratio* così ricostruita appare ancora più evidente se si considera che il legislatore in questo caso non fa alcun riferimento al flottante né alla possibilità di scampare all'obbligo tramite diminuzione della partecipazione rilevante e anche, a norma del comma 6, l'obbligo può essere anche adempiuto attraverso la riapertura dei termini dell'offerta. Il Regolamento Emittenti (Art.50) detta poi le norme di attuazione delle disposizioni all'Art.108,

⁹⁴ MARCHEGIANI LAURA, L'obbligo e il diritto di acquisto, in RICHTER STELLA MARIO, Le offerte pubbliche di acquisto, Giappichelli Editore, 2011

⁹⁵ L'articolo in questione del Regolamento di Borsa Italiana fa espresso riferimento all'Art.108 Tuf. I parametri sui quali si basa un provvedimento di sospensione della quotazione sono i seguenti: a) diffusione o mancata diffusione di notizie che possono incidere sul regolare andamento del mercato; b) delibera di azzeramento del capitale sociale e di contemporaneo aumento al di sopra del limite legale; c) ammissione dell'emittente a procedure concorsuali; d) scioglimento dell'emittente e) giudizio negativo del revisore legale o della società di revisione legale, ovvero impossibilità per il revisore legale o la società di revisione legale di esprimere un giudizio, per due esercizi consecutivi (Art.2.5.1. Co.2 Reg Borsa Italiana). I parametri sui quali si basa un provvedimento di revoca della quotazione sono i seguenti: a) controvalore medio giornaliero delle negoziazioni eseguite nel mercato e numero medio di titoli scambiati, rilevati in un periodo di almeno diciotto mesi; b) frequenza degli scambi registrati nel medesimo periodo; c) grado di diffusione tra il pubblico degli strumenti finanziari in termini di controvalore e di numero dei soggetti detentori; d) ammissione dell'emittente a procedure concorsuali; e) giudizio negativo del revisore legale o della società di revisione legale, ovvero impossibilità per il revisore legale o la società di revisione legale di esprimere un giudizio, per due esercizi consecutivi; f) scioglimento dell'emittente; g) sospensione dalle negoziazioni per una durata superiore a 18 mesi (Art.2.5.1. Co.5 Reg Borsa Italiana).

stabilendo gli “obblighi informativi”, “i termini entro i quali i possessori dei titoli residui possono richiedere di cedere i suddetti titoli”, “la procedura da seguire per la determinazione del prezzo”.

Parallelo all’Opa residuale è il diritto d’acquisto, da parte dell’offerente, previsto all’Art.111. La norma consente all’acquirente che, a seguito di un’offerta totalitaria, sia venuto a detenere una percentuale superiore al 95% del capitale rappresentato da titoli⁹⁶, di acquistare la restante parte delle azioni; la disposizione è giustificata da tre motivazioni: l’incentivo alle offerte totalitarie, la prevenzione di comportamenti opportunistici da parte di quei soci che non abbiano aderito all’Opa e che vogliano contrastare l’acquisto da parte dell’offerente della totalità delle azioni tramite la richiesta di un prezzo maggiorato – che confliggerebbe peraltro in modo palese con la *equal opportunity rule* – e la necessità di ripulire il mercato azionario di quelle società con un flottante molto ridotto – obiettivo già garantito anche dall’Art.108⁹⁷. La volontà di avvalersi di tale disposizione deve essere peraltro dichiarata preliminarmente dall’acquirente già nel documento di offerta (Art.108 co.1), garantendone la conoscibilità da parte dei destinatari dell’offerta. Il prezzo è poi determinato secondo le disposizioni già dettate dall’Art.108; anche in questo caso il legislatore intervenne con il D.lgs 229/2007 in modifica della precedente previsione normativa, che affidava la determinazione del corrispettivo ad un “esperto nominato dal tribunale del luogo ove la società emittente ha sede”, preferendo anche in questo caso applicare in modo più rigoroso il principio della *equal opportunity rule*.

Le altre due principali novità introdotte dalla Direttiva hanno riguardato la regola di passività e la *breakthrough rule*. La regola di passività prevede alcune limitazioni ai poteri del *board* in pendenza di offerta pubblica di acquisto; tale regola ha lo scopo di evitare che il *board* possa autonomamente mettere in atto azioni difensive contro la possibilità di *takeover* da parte di un potenziale acquirente. Ciò avviene in ragione del fatto che i membri del *board* possono tutelare i propri interessi personali, legati alla possibilità di scongiurare una loro sostituzione da parte dei nuovi proprietari della società, ostacolandone così la scalata, anziché promuovere la potenziale acquisizione, qualora questa sia invece potenzialmente vantaggiosa per gli attuali azionisti. È peraltro opportuno puntualizzare che i poteri degli amministratori non sono del tutto azzerati, essi infatti possono porre in essere azioni difensive contro il potenziale scalatore, ma devono preventivamente ricevere il consenso dall’Assemblea dei soci. Il potere discrezionale di scegliere

⁹⁶ La percentuale è stata diminuita dal D.lgs 229/2007 dall’originario 98% all’attuale 95%

⁹⁷ GUARRACINO FRANCESCO, commento sub Art.111 in AA.VV, Commentario al testo unico delle disposizioni in tema di intermediazione finanziaria, a cura di ALPA GUIDO, CAPRIGLIONE FRANCESCO

se un'acquisizione è desiderabile oppure no viene in breve spostato dagli amministratori, che potrebbero, come detto, essere in questo caso in conflitto di interessi con gli azionisti, ai soci, che vengono così lasciati liberi di scegliere se favorire o meno la scalata. La regola era già presente nella legge 149/1992, peraltro nella sua forma più restrittiva: il *management* era infatti condizionato da una "passività assoluta", non potendo in nessun modo modificare il proprio statuto a contrasto di eventuali scalatori sgraditi. Ciò portava inevitabilmente i soci a blindare la propria partecipazione di controllo tramite patti parasociali, incroci azionari o clausole statutarie, congelando così gli assetti proprietari e, in ultima istanza, rendendo il mercato del controllo societario poco fluido. L'attuale soluzione fu poi introdotta con il Tuf nel 1998, che prevedeva la possibilità da parte degli amministratori di adottare misure difensive previa autorizzazione dell'Assemblea degli azionisti; nello specifico la normativa modificata in sede di recepimento della Direttiva prevedeva la necessità del voto favorevole di almeno il trenta per cento del capitale. La *passivity rule* divenne poi meramente opzionale per una breve parentesi temporale nel 2008, prima di essere definitivamente reintrodotta dal D.lgs 146/2009; il decreto legislativo prevedeva peraltro la possibilità di derogare a tale regola mediante apposita previsione statutaria. Con la reintroduzione del 2009 fu tuttavia "dimenticato" dal legislatore il *quorum* assembleare del 30% per l'autorizzazione all'adozione delle difese preventive, con l'effetto che l'Assemblea può ora deliberare su tale materia secondo i normali *quorum* stabiliti dalla legge per l'Assemblea ordinaria. Il periodo durante il quale la regola di passività decorre inizia dalla prima comunicazione dell'offerente alla Consob e al pubblico e termina fino alla chiusura dell'offerta o alla sua decadenza. La *breakthrough rule* è invece frutto della Direttiva del 2004, che la introdusse con valore imperativo; la legge 2/2009 la declassò poi a mera facoltà, stabilendo che le società potevano liberamente introdurla nei propri statuti⁹⁸. Mentre la regola di passività, per come definita nella maggior parte degli ordinamenti, attiene alla limitazione delle tecniche di difesa post-offerta, la *breakthrough rule* si riferisce invece alla prevenzione dell'adozione di alcune specifiche tecniche di difesa pre-offerta, che vengono di fatto neutralizzate. La *breakthrough rule* va quindi vista in un'ottica di insieme con la regola di passività, della quale è un necessario complemento: avevamo infatti segnalato come la regola di passività non rispondeva al problema del conflitto di interessi tra gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza in pendenza in un'offerta pubblica di acquisto. La *breakthrough rule* permette di risolvere questo *gap* a livello di regolamentazione introducendo il principio *one share one vote* in tutte quelle

⁹⁸ CHIAPPETTA FRANCESCO, "Diritto del governo societario" IV Ed, Cedam, 2017

votazioni in merito all'adozione di azioni difensive post-offerta: in questo modo viene neutralizzato il maggior potere in termini di voto da parte degli azionisti di maggioranza nel caso in cui questi abbiano fatto ricorso, precedentemente all'offerta, all'emissione di azioni dotate di voto maggiorato⁹⁹; inoltre non possono essere fatti valere speciali poteri di voto in materia di nomina o revoca degli amministratori, mentre sono inibite le limitazioni del diritto di voto stabilite nello statuto o tramite l'adozione di patti parasociali nonché ogni limitazione al trasferimento delle azioni.

3.4. La norma “anti-scorrerie” (Art.13 DI 148/2017)

3.4.1. Genesi della norma e contesto di riferimento: il caso Mediaset-Vivendi

L'intenzione di approvare una norma “anti-scorrerie” era stata paventata dall'allora Ministro dello Sviluppo Economico Carlo Calenda ad un convegno organizzato da “il Foglio” nel febbraio 2017. Calenda sostenne allora la necessità di inserire nell'ordinamento una norma che permettesse al mercato di conoscere le intenzioni degli investitori qualora questi avessero superato una soglia rilevante di azioni detenuti nella società bersaglio: «Non sarà una norma anti Vivendi, ma una norma mutuata da Francia e Stati Uniti che dirà che se compri il 5% di una società devi dichiarare perché lo stai facendo. L'obiettivo è non paralizzare le aziende». Ancora: «La misura non sarà retroattiva, ma sarà a favore della trasparenza per chi acquisisce partecipazioni rilevanti»¹⁰⁰. Il riferimento del Ministro alle pregresse vicende che hanno coinvolto da un lato i francesi di Vivendi e dall'altro Mediaset, e ancora prima l'opposizione del governo francese all'acquisizione di Stx da parte della società italiana Fincantieri è chiaro, con Calenda che tenne allora a ribadire che «Non siamo più fessi dei francesi».

⁹⁹ Le azioni a voto maggiorato sono state introdotte nel nostro ordinamento dall'Art.127-quinquies del Tuf, il quale prevede la possibilità di attribuzione di un voto maggiorato, con un limite di massimo due voti, a favore di coloro che possiedono azioni della società per un periodo continuativo non inferiore a 24 mesi. L'introduzione nel Tuf di tale previsione rende la norma applicabile alle sole società quotate, per le quali non è invece prevista la possibilità di emissione di azioni a voto plurimo. L'Art.127-sexies prevede tuttavia la possibilità di mantenere le azioni a voto plurimo qualora queste siano state emesse anteriormente alla quotazione.

¹⁰⁰ “Pronta una norma Anti-Scorrerie”, La Stampa.it, 5 Marzo 2017

Il *casus belli* fu allora proprio la tentata scalata dei francesi di Vivendi, società finanziaria attiva nel campo dei media e delle telecomunicazioni facente capo a Vincent Bolloré, al capitale di Mediaset, vicenda della quale ricostruiamo brevemente le tappe più significative:

- 8 aprile 2016: le due società siglano una partnership di lungo periodo al fine di unire le rispettive leadership nazionali nel settore dei media e delle comunicazioni, al fine di “cogliere ogni opportunità di sviluppo nel nuovo scenario globale del settore media”¹⁰¹, tramite la creazione di una nuova major europea per la creazione di contenuti e di una nuova piattaforma pan-europea di streaming on demand. L’accordo si concretizzò attraverso la cessione da Mediaset a Vivendi di azioni proprie pari al 3,5% del capitale sociale, a fronte della cessione da Vivendi a Mediaset di azioni pari allo 0,54% del capitale, e della cessione da RTI a Vivendi del 100% delle azioni di Mediaset Premium, a fronte della cessione da Vivendi a RTI di azioni proprie pari al 2,96% del capitale.
- 26 luglio 2016: a seguito di “divergenze nell’analisi dei risultati della filiale pay Mediaset Premium” dovute appunto a risultati peggiori delle aspettative fatti registrare dalla controllata, Vivendi opera un clamoroso dietrofront, affermando di non volere più adempiere all’accordo siglato nell’aprile scorso, proponendo invece un accordo alternativo. Accordo che tuttavia Mediaset giudica insufficiente, ribadendo invece che quello originario restava valido e vincolante. Mediaset anzi annuncia la volontà di voler dare vita ad una battaglia legale per ottenere un risarcimento danni fino a 1,5 miliardi di Euro. Nel frattempo il titolo Mediaset crolla in borsa del 6,93%¹⁰².
- 28 luglio 2016: il CdA di Mediaset dà mandato agli amministratori di “adottare tutte le opportune azioni finalizzate ad ottenere l’adempimento del contratto da parte di Vivendi e, in caso di inerzia di quest’ultima, di agire in sede civile ed eventualmente anche penale a tutela degli interessi della società”¹⁰³.
- 23 agosto 2016: Fininvest, primo azionista di Mediaset, deposita al Tribunale di Milano un atto di citazione nei confronti di Vivendi nel quale chiede l’esecuzione coattiva dell’accordo già firmato oltre al risarcimento dei danni già subiti, per una

¹⁰¹ Comunicato stampa di Mediaset, 8 aprile 2016

¹⁰² Mediaset, dietrofront di Vivendi sull’acquisto di Premium, Repubblica.it, 26 luglio 2016

¹⁰³ Comunicato stampa di Mediaset, 28 luglio 2016

cifra non inferiore a 570 milioni di Euro, e dovuti alla perdita di valore delle azioni Mediaset, al mancato apprezzamento delle stesse qualora si fosse dato regolare corso all'esecuzione del contratto, al danno di immagine ricevuto¹⁰⁴.

- 12 dicembre 2016: Vivendi punta il capitale di Mediaset, rastrellando il 3% delle azioni del “Biscione” e annunciando la volontà di diventare il secondo azionista della società, con una quota compresa tra il 10% e il 20%. Il giorno successivo Vivendi annuncia di aver raggiunto, tramite acquisti sul mercato, una quota pari al 12,32% di Mediaset, con le azioni in rialzo del 31% e spesso soggette ad aste di volatilità¹⁰⁵. Il 14 dicembre Vivendi annuncia al mercato di aver raggiunto il 20% del capitale di Mediaset, mentre Fininvest sale al 39%. Nel frattempo interviene anche la procura di Milano, aprendo un fascicolo, al momento contro ignoti, per manipolazione di mercato; interviene per la prima volta anche il Ministro Calenda, dichiarando come “premesse il rispetto del Governo per le dinamiche di mercato, la scalata ostile ad uno dei più importanti gruppi media italiani non sia il modo più appropriato per rafforzare la propria presenza nel paese”, aggiungendo infine che “il Governo monitorerà con attenzione l'evolversi della situazione”.¹⁰⁶
- 22 dicembre 2016: Vivendi annuncia in un comunicato di detenere il 28,8% delle azioni Mediaset, pari al 29,94% dei diritti di voto esercitabili in assemblea, ossia appena al di sotto della soglia Opa; il titolo ha toccato il massimo annuale a 4,56 Euro per azione (un mese prima quotava 2,2 Euro). Vivendi non si sposterà da questa percentuale di partecipazione, rinunciando a lanciare l'Opa; gli acquisti sul mercato hanno avuto un costo di 1,3 miliardi di Euro.

La vicenda si è poi protratta fino ad oggi, senza che abbia avuto ancora un epilogo definitivo, con una battaglia giudiziaria ancora in atto tra le parti e con Vivendi che detiene tuttora il 28,8% del capitale di Mediaset. Quello che interessa ai nostri fini è il fatto che a seguito della vicenda tornerà di attualità il tema dell'intervento dello Stato nell'economia tramite l'utilizzo della cosiddetta “*golden share*”, ossia quella “quota del capitale sociale che attribuisce al detentore particolari privilegi”¹⁰⁷ e simmetricamente la necessità, manifestata dallo stesso

¹⁰⁴ Guerra tra Mediaset e Vivendi: Fininvest chiede 570 milioni di danni, Repubblica.it, 23 agosto 2016

¹⁰⁵ Vivendi sale al 12,32% di Mediaset: +32% a Piazza Affari, il Sole 24 Ore, 13 dicembre 2016

¹⁰⁶ Mediaset: "Vivendi al 20%". Berlusconi: "Operazione ostile, famiglia compatta", Repubblica.it, 14 dicembre 2016

¹⁰⁷ Treccani.it

Calenda, come già precisato sopra, di una maggiore *disclosure* sulle intenzioni da fornire al mercato al momento del raggiungimento di una soglia rilevante del capitale di una società quotata, informativa che nell'intento del Ministro dovrebbe disvelare anticipatamente gli obiettivi di tali acquisti di azioni. Una nota dello stesso Ministero dello Sviluppo Economico precisa come il fine della norma sia quello di “migliorare il grado di trasparenza del mercato e di incrementare il grado di conoscenza degli stakeholder onde favorire l'assunzione di decisioni consapevoli”, ricollegando tale necessità “al disallineamento tra prezzi di mercato e i valori fondamentali delle società emittenti”, con l'obiettivo di realizzare una migliore efficienza del mercato a seguito del “disvelamento delle finalità di acquisizione delle partecipazioni azionarie significative”¹⁰⁸. Ci occuperemo nel successivo capitolo del contenuto effettivo di tali dichiarazioni di intenzioni e dell'effetto che hanno avuto sui prezzi delle azioni delle società oggetto di acquisti. Nel frattempo notiamo come, nonostante le finalità ufficiali fornite dal Ministero della norma introdotta nel Tuf tramite il dl 148/2017, non si possa tacere il collegamento della stessa con la riforma del *golden power* presente nello stesso decreto legge; le due norme vanno infatti lette unitamente nell'ottica di voler assicurare una maggiore protezione al capitale delle imprese nazionali dagli attacchi ostili delle imprese straniere, dei quali il caso Mediaset-Vivendi rappresentò la goccia che fece traboccare il vaso, fermo restando gli effetti molto più generali che la norma ha avuto sul mercato del controllo societario italiano. Passiamo quindi nel paragrafo successivo a ripercorrere l'evoluzione della normativa sul *golden power* in Italia e successivamente ad analizzare nel dettaglio la lettera dell'Art.120 comma 4-bis del Tuf.

3.4.2. Il *Golden Power* in Italia

L'origine del *golden power* in Italia è da ricercarsi nei primi anni Novanta, ossia all'epoca della grande stagione delle privatizzazioni delle allora grandi imprese pubbliche (ENI, ENEL, IRI); in questo periodo la forte spinta alla liberalizzazione dei mercati, dettata anche e soprattutto dal completamento del mercato unico e dall'ingresso dell'Italia nell'Euro, costrinse lo Stato a dismettere gran parte delle sue partecipazioni in imprese pubbliche, che vennero così smembrate e privatizzate, e in imprese private, il cui capitale venne così aperto e furono quindi quotate in borsa. La legge che avviò tale processo fu la Legge n. 474 del 30 luglio 1994 (“norme per

¹⁰⁸ Appunto sulla norma anticorrotte, Ministero dello Sviluppo Economico, 2017

l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni”); lo Stato tuttavia volle mantenere la possibilità di intervenire nelle ex-imprese pubbliche, pur detenendone ormai solamente quote di minoranza, prevedendo nella stessa legge alcuni poteri speciali da attribuire al Ministero dell'economia e delle finanze, da esercitarsi con il Ministero delle attività produttive, nelle società ex-pubbliche appartenenti ai settori della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia e degli altri settori pubblici¹⁰⁹. In questo periodo si parlava ancora di *golden share*, dal momento che i poteri dello Stato erano esclusivamente riconducibili esclusivamente al possesso di azioni, anche se di minoranza, nelle società privatizzate; inoltre tali poteri speciali erano esercitabili esclusivamente nei confronti di società privatizzate, cui la Legge si riferiva esplicitamente, e da individuarsi tramite decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, su proposta del MEF e d'intesa con il Ministero delle attività produttive e dei Ministri competenti per settore. I poteri così configurati potevano essere inseriti nello Statuto tramite specifica clausola, con deliberazione dell'assemblea straordinaria, nel momento in cui si realizzava la perdita del controllo dello Stato nella società privatizzata; siffatte clausole furono introdotte negli statuti di Eni, STET, Telecom Italia, ENEL, ENEL Distribuzione, ENEL Produzione, Terna, Finmeccanica.

Tra i poteri speciali attribuiti allo Stato rientrano i poteri di opposizione all'acquisto di partecipazioni rilevanti, i poteri di opposizione alla conclusione di patti tra azionisti, i poteri di veto nelle decisioni della società. Tali poteri tuttavia furono ben presto ritenuti dalla Corte di Giustizia europea incompatibili con la legislazione comunitaria, e nello specifico con gli articoli 43 e 56 Trattato CE, ossia con i principi, fondamentali per il funzionamento del mercato unico europeo, del diritto di stabilimento e della libera circolazione dei capitali. Vale la pena precisare come non fu soltanto l'Italia a fare uso del *golden power*: Stati come Portogallo, Spagna, Francia, Regno Unito, Repubblica Ceca e Polonia fecero uso massiccio dei “poteri dorati”. La Corte di Giustizia, come già accennato, avviò così una lunga di serie di procedimenti che sfociarono nella produzione di una fluviale giurisprudenza volta ad impedire l'utilizzo degli *special rights* e a modificare le normative vigenti nei vari Stati dell'Unione in tema dei poteri dello Stato nelle società operanti nei settori strategici. La sentenza che colpì l'Italia fu la C-58/99 del 23 maggio 2000, nella quale la Corte dichiarò che l'Italia, “adottando i decreti concernenti i “poteri speciali” stabiliti in occasione della privatizzazione di ENI S.p.A. e Telecom Italia S.p.A., la Repubblica

¹⁰⁹ RUGGERI LUCA, I fondi sovrani e la nuova “Golden Share” italiana, Il Caso.it, 2012

Italiana non ha adempiuto le proprie obbligazioni stabilite dagli Artt. 43, 49, 56 Trattato CE”¹¹⁰. Lo Stato italiano tramite l’auto-attribuzione di tali poteri speciali acquisiva la facoltà di limitare, in modo discrezionale e pressoché illimitato, le movimentazioni di capitale all’interno della comunità e di ostacolare la libertà di stabilimento delle persone¹¹¹. Altra “condanna” per l’Italia è arrivata cinque anni più tardi (causa C-174/2004), con la Corte che giudicò incompatibile la disposizione contenuta nel decreto legge 192/2001, che sospendeva il diritto di voto per le partecipazioni superiori al 2% nelle società operanti nel settore del gas e dell’energia, controllate dallo Stato o da altre amministrazioni pubbliche, titolari di una posizione dominante nel proprio mercato di riferimento e non quotate in mercati regolamentati; la Corte ritenne tale disposizione una restrizione della libera circolazione dei capitali – la legge non può distinguere tra società controllate dal pubblico o dal privato e società che hanno o meno posizione dominante nel mercato di riferimento¹¹². In maniera simile la Corte di Giustizia si pronunciò anche nei confronti del Portogallo con la causa C-367/98¹¹³, della Francia con la causa C-483/99¹¹⁴; contro la Spagna, al termine del giudizio C-463/00¹¹⁵, contro il Regno Unito la Corte si pronunciò a seguito della causa C-98/01, concernente la privatizzazione di British Airports Authority plc.; alle pronunce della Corte non sfuggì nemmeno l’Olanda, con la sentenza del 28 settembre 2006. L’unica normativa che sfuggì alla falce della Corte di Giustizia europea fu quella belga, che fu ritenuta conforme con i dettami comunitari (Causa C-503/99); la causa riguardava i poteri speciali del governo belga nella Distrigaz e nella Société Nationale de Transport par Canalisations. La sentenza della Corte fu poi utilizzata dai legislatori dei vari Stati, compresa l’Italia, per enucleare i principi fondamentali al fine dell’elaborazione di normative compatibili con i principi comunitari: la Corte ritenne la normativa non in contrasto con i dettami comunitari dal momento che questa prevedeva un potere di opposizione successivo all’acquisto della partecipazione rilevante, non quindi un potere di preventivo gradimento; le misure inoltre risultavano essere proporzionate allo scopo e “basate su criteri oggettivi e precisi, rispondenti a criteri di interesse

¹¹⁰ Selected jurisprudence of the Court of justice of the European Union on the free movement of capital

¹¹¹ FRENI ELISABETTA, Golden Share, ordinamento comunitario e liberalizzazioni asimmetriche: un conflitto irrisolto, *Giornale di diritto amministrativo* n.2/2007, pp. 145-150.

¹¹² Vedi nota precedente

¹¹³ La corte stabilì che i procedimenti per l’autorizzazione degli investimenti stranieri nelle società privatizzate operanti nei settori bancario, assicurativo, energetico e dei trasporti erano incompatibili con il dettato dell’Art.63

¹¹⁴ La Corte ritenne incompatibile con l’Art.63 i poteri speciali contenuti nella golden share detenuta in *Société Nationale Elf-Aquitaine*

¹¹⁵ Furono giudicati incompatibile con il principio della libera circolazione dei capitali i poteri speciali introdotti dalla Legge 5/1995, ossia la legge attraverso la quale il governo spagnolo operò le privatizzazioni delle ex-imprese statali

generale, non discriminanti in ragione della nazionalità e soggette al controllo giurisdizionale”.¹¹⁶ In estrema sintesi, la disciplina comunitaria non esclude totalmente la legittimità della *golden share*, ma ne limita fortemente il proprio utilizzo subordinandola a delle forti restrizioni.

La pietra tombale sulla *golden share* così come introdotta nel 1994 fu tuttavia la sentenza della Corte di Giustizia europea del 26 marzo 2009 (C-326/07). A seguito dei rilievi sollevati dalla Corte nel 2000 riguardo i poteri speciali inseriti negli statuti di ENI e Telecom Italia infatti, il legislatore era intervenuto attraverso una specificazione delle condizioni di esercizio di tali poteri, attraverso il dpcm del 10 giugno 2004, in attuazione dell’Art.4 comma 230 Legge finanziaria 350/2003. Nonostante tale intervento normativo di adeguamento, la Commissione Europea deferì il nostro paese nel giugno 2006, ritenendo che il decreto del 2004 non specificasse sufficientemente i criteri di esercizio dei poteri speciali; nello specifico, venne criticata l’espressione «grave ed effettivo pericolo», ritenuta troppo generica e fonte potenziale di indeterminatezza delle situazioni oggettivamente configurabili. La Corte di Giustizia europea accolse i rilievi dell’Avvocato Generale nei confronti dell’Italia, stabilendo che “La Repubblica Italiana, adottando le disposizioni di cui sopra, è venuta meno agli obblighi ad essa incombenti: in forza degli Artt.43 CE (libertà di stabilimento) e 56 CE (libera circolazione dei capitali)” e ancora che il decreto del 2004 “non contiene precisazioni sulle circostanze in cui i criteri di esercizio del potere di veto possano trovare applicazione, di conseguenza gli investitori non sanno quando tale potere di veto possa trovare applicazione e i criteri da esso fissati non sono dunque fondati su condizioni oggettive e controllabili”. Secondo la Corte di Strasburgo dunque i poteri speciali che consentono allo Stato l’opposizione all’acquisto da parte di privati di partecipazioni superiori al 5% in società come ENI, Finmeccanica, Telecom ed Enel o il potere di veto alla stipula di patti o accordi tra gli azionisti per la stessa percentuale o la possibilità di opporsi all’adozione di delibere per lo scioglimento della società, al trasferimento all’estero della sede sociale, scoraggerebbero gli investitori esteri e costituirebbero uno strumento che va oltre il necessario per la tutela degli interessi pubblici che ne sono oggetto¹¹⁷. Fu questa l’occasione per il legislatore di rivedere organicamente la disciplina sulla *golden share*, spingendo inoltre la Commissione Europea a chiudere la procedura di infrazione che aveva aperto contro l’Italia a seguito della sentenza.

¹¹⁶ RUGGERI LUCA, I fondi sovrani e la nuova “Golden Share” italiana, Il Caso.it, 2012

¹¹⁷ SAN MAURO CESARE, La disciplina della Golden Share dopo la sentenza della Corte di Giustizia C-326/07, Astrid

La legge così adottata (Legge 56/2012) prevede la possibilità da parte dello Stato di esercitare poteri speciali nei settori strategici (difesa e sicurezza nazionale) e nei settori dell'energia, dei trasporti e delle telecomunicazioni; la nuova legge, a differenza della precedente, si applica a tutte le società ritenute strategiche, non solo a quelle privatizzate o in mano pubblica¹¹⁸. La norma così dettata appare dunque ben circoscrivere i poteri dello Stato, che può imporre specifiche condizioni qualora il trasferimento incida su specifici aspetti dell'attività imprenditoriale, in particolare: sicurezza degli approvvigionamenti, sicurezza delle informazioni sui trasferimenti tecnologici e controllo delle esportazioni¹¹⁹. L'Art.2 regola l'esercizio dei *golden powers* inerenti “agli attivi strategici nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni”; il riferimento è qui non alle intere società, ma ai singoli *assets* che le compongono, si parla infatti di “attivi strategici”. Anche qui la Legge rimanda a uno o più successivi decreti del Presidente del Consiglio dei Ministri per l'individuazione delle “reti e gli impianti, i beni e i rapporti di rilevanza strategica per il settore dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni” che formano oggetto di specifica tutela tramite la previsione di appositi poteri in capo alla Presidenza del Consiglio dei Ministri¹²⁰. Rimandando alla nota sottostante la

¹¹⁸ L'ambito di applicazione del golden power nei settori strategici (Art.1) prescinde dal fatto che i soggetti coinvolti siano comunitari o extracomunitari; il perimetro delle attività di rilevanza strategica è specificamente individuato dal dpcm 108/2014, nelle quali quindi il Presidente del Consiglio dei Ministri, solo in caso di minaccia di grave pregiudizio per gli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale potrà esercitare determinati poteri speciali. Tali poteri riguardano: a) imposizione di specifiche condizioni relative alla sicurezza degli approvvigionamenti, alla sicurezza delle informazioni, ai trasferimenti tecnologici, al controllo delle esportazioni nel caso di acquisto, a qualsiasi titolo, di partecipazioni in imprese che svolgono attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale; b) veto all'adozione di delibere dell'assemblea o degli organi di amministrazione di un'impresa di cui alla lettera a), aventi ad oggetto la fusione o la scissione della società, il trasferimento dell'azienda o di rami di essa o di società controllate, il trasferimento all'estero della sede sociale, il mutamento dell'oggetto sociale, lo scioglimento della società, le cessioni di diritti reali o di utilizzo relative a beni materiali o immateriali o l'assunzione di vincoli che ne condizionino l'impiego; c) opposizione all'acquisto, a qualsiasi titolo, di partecipazioni in un'impresa di cui alla lettera a) da parte di un soggetto diverso dallo Stato italiano, enti pubblici italiani o soggetti da questi controllati, qualora l'acquirente venga a detenere, direttamente o indirettamente, anche attraverso acquisizioni successive, per interposta persona o tramite soggetti altrimenti collegati, un livello della partecipazione al capitale con diritto di voto in grado di compromettere nel caso specifico gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale. A tale fine si considera altresì ricompresa la partecipazione detenuta da terzi con i quali l'acquirente ha stipulato uno dei patti di cui all'articolo 122 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 ovvero di quelli di cui all'articolo 2341-bis del codice civile.

¹¹⁹ SACCO GINEVRI ANDREA, I “Golden Powers” dello Stato nei settori strategici dell'economia, 2016

¹²⁰ Potere di veto per qualsiasi delibera, atto o operazione, adottata da una società che detiene uno o più degli attivi individuati ai sensi del comma 1, che abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi medesimi o il cambiamento della loro destinazione, comprese le delibere dell'assemblea o degli organi di amministrazione aventi ad oggetto la fusione o la scissione della società, il trasferimento all'estero della sede sociale, il trasferimento dell'azienda o di rami di essa in cui siano compresi detti attivi o l'assegnazione degli stessi a titolo di garanzia. Potere di vietare l'acquisto a qualsiasi titolo da parte di un soggetto esterno all'Unione Europea di partecipazioni in società che detengono gli attivi individuati come strategici ai sensi del comma 1, di rilevanza tale da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisto.

spiegazione dei poteri specifici attribuiti all'autorità pubblica, sottolineiamo che i poteri previsti dall'Art.2 sono espletabili esclusivamente qualora il soggetto acquirente sia esterno all'Unione Europea.

3.4.3. Il Decreto Legge 148/2017

Le novità legislative di cui si darà conto nel prosieguo della trattazione furono ampiamente preannunciate dal già citato ex-Ministro dello Sviluppo Economico Carlo Calenda, il quale ad un *forum* organizzato da *il Foglio* al piccolo Eliseo in Roma annunciò che nel ddl concorrenza sarebbe stata introdotta una norma “anti scorriere”, la quale non sarebbe stata una norma “anti Vivendi” – chiaro qui il riferimento alle già descritte vicende che coinvolsero Mediaset e la società del finanziere francese Vincent Bolloré – ma una norma “a favore della trasparenza per chi acquisisce partecipazioni rilevanti”, adducendo come spiegazione il fatto che “se compri il 5% di una società devi dichiarare perché lo stai facendo”¹²¹. Lo stesso Calenda, due mesi più tardi, indicherà come soglia rilevante quella del 10%, precisando che la norma sarebbe valsa per tutte le società quotate¹²².

Il *focus* dello scorso paragrafo ha riguardato l'evoluzione del *golden power* in Italia, inteso come l'insieme dei poteri speciali d'intervento in capo al Governo nelle delibere e nei fatti societari delle imprese operanti in settori strategici per l'economia. Si è discusso inoltre di come, a seguito della vicenda Mediaset-Vivendi, fu forte nel periodo immediatamente successivo il desiderio di introdurre una qualche sorta di “protezione” a favore delle società italiane, oggetto sempre più frequente di operazioni di acquisizione da parte di soggetti esteri. Di qui l'idea dell'implementazione della legge “anti-scorriere”, il cui nome di battaglia richiama appunto le operazioni predatorie subite dalle imprese italiane negli ultimi anni – secondo il vocabolario della lingua italiana *scorreria* indica «un'improvvisa incursione armata in territorio nemico, a scopo di devastazione e saccheggio». Le finalità perseguite dalla riforma appaiono ancora più chiare se si analizzano le varie mozioni presentate da diversi parlamentari della allora maggioranza di governo – tutte piuttosto simili per la verità – presentate alla Camera nel marzo 2017 e approvate nel maggio dello stesso anno. Nelle stesse è evidente il riferimento al *golden power*, del quale si

¹²¹ Calenda: in arrivo norma “anti scorriere” ma non è contro Vivendi, *il Sole 24 Ore*, 24 febbraio 2017

¹²² Norma anti-scorriere, Calenda: soglia sarà 10%, da decidere se in ddl Concorrenza, *Reuters*, 5 aprile 2017

ripercorre l'evoluzione e tuttavia ci si lamenta per la sua scarsa incisività – “fino ad oggi il golden power è stato utilizzato dai Governi solo per poche operazioni minori: secondo la relazione trasmessa al Parlamento «in materia di esercizio dei poteri speciali», dal 3 ottobre 2014 al 30 giugno 2016 sono stati emanati solo 2 decreti con prescrizioni su 30 operazioni notificate e mai è stato posto il veto¹²³” - limitata giocoforza dai paletti molto stringenti imposti dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia Europea. Lo stesso deputato Palese, autore di una delle mozioni presentate alla Camera, lamenta altresì che “il Comitato di coordinamento per l'esercizio dei poteri speciali presso la Presidenza del Consiglio, nella sua relazione sottolinea come il meccanismo del golden power «entra in gioco in maniera tardiva e cioè solo a seguito di decisioni già programmate e/o assunte dalle aziende», essendo auspicabile “perseguire obiettivi atti ad indirizzare ed accompagnare le scelte più importanti della vita di una società”. La mozione Lupi cita poi uno studio presentato da KPMG sulle operazioni di fusione e acquisizione in Italia, evidenziando “lo squilibrio in termini di merger and acquisition” e ricorda che “nel 2015 sono avvenuti acquisti di imprese italiane dall'estero per 32,1 miliardi (raggiungendo il record del 2008) contro acquisizioni di imprese estere da parte di soggetti italiani per appena 10 miliardi”¹²⁴; è evidente quindi l'insofferenza della politica italiana verso le operazioni straordinarie nei confronti delle società italiane, in particolar modo viene sottolineata una consistente attività da parte delle imprese francesi, che hanno acquistato dal 2006 al 2016 quote di imprese italiane per 52 miliardi di Euro, rilevando 185 aziende. Lupi nomina poi esplicitamente l'*affaire* Mediaset e altre acquisizioni francesi nel settore finanziario (operazioni Pioneer-Amundi, Bnl-Bnp Paribas e Cariparma-Credit Agricole).

In ragione di quanto rilevato Lupi propone poi “l'estensione della normativa sui poteri speciali dello Stato anche alle società nazionali operanti nel settore finanziario”, proposta questa del tutto irragionevole non potendo essere considerato il settore finanziario come un settore strategico per lo Stato; promuove l'introduzione “dell'obbligo delle comunicazioni preventive a carico dell'investitore che superi la quota del cinque per cento in società ritenute strategiche nelle quali siano evidenziati, tramite informativa dettagliata alla Consob, i piani di investimento, i potenziali conflitti di interessi, nonché le azioni volte al mantenimento sul territorio nazionale delle strutture produttive e dei livelli occupazionali, anche al fine di assicurare l'invarianza del gettito fiscale da parte delle società acquistate all'estero”; infine avanza “la possibilità di

¹²³ Mozione Palese 1-01545, presentata alla Camera il 20 marzo 2017

¹²⁴ Mozione Lupi 1-01525, presentata alla Camera il primo marzo 2017

assumere iniziative normative per estendere l'esercizio dei poteri speciali anche ai settori dell'agroalimentare e delle tecnologie avanzate, nonché ai settori ad alta intensità di lavoro"¹²⁵.

Alle proposte dell'onorevole Lupi l'esecutivo darà seguito tramite la presentazione del Decreto Legge n.148/2017, il quale all'Art.14 reca modificazioni alla legge 56/2012, aggiungendo alla lista dei settori ritenuti strategici per lo Stato ai quali va estesa la possibilità di esercitare il *golden power*:

- a) le infrastrutture critiche o sensibili, tra cui immagazzinamento e gestione dati, infrastrutture finanziarie;
- b) tecnologie critiche, compresa l'intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, le tecnologie con potenziali applicazioni a doppio uso, la sicurezza in rete, la tecnologia spaziale o nucleare;
- c) sicurezza dell'approvvigionamento di input critici;
- d) accesso a informazioni sensibili o capacità di controllare le informazioni sensibili.

L'insieme dei settori strategici viene quindi integrato con quelli appartenenti ai nascenti ambiti dell'industria 4.0 e del *data analysis*. Resta fuori da tale estensione il settore finanziario, contrariamente rispetto a quanto auspicato da Maurizio Lupi. La seconda rilevante modifica introdotta dal Decreto Legge riguarda i criteri per determinare se un investimento possa essere o meno pericoloso per la sicurezza nazionale; il decreto aggiunge ai criteri precedentemente stabiliti il fatto che "Per determinare se un investimento estero possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico è possibile prendere in considerazione la circostanza che l'investitore straniero è controllato dal governo di un paese terzo, non appartenente all'Unione europea, anche attraverso finanziamenti significativi". Il riferimento al fenomeno dei fondi sovrani è palese, mirando la norma a combattere quegli investitori che sono formalmente privati ma che dispongono di ingentissime risorse messe a disposizione dai Governi nazionali, risorse che possono derivare o dai surplus per la vendita di materie prime o dagli avanzi commerciali. In linea generale tuttavia, le modifiche non sembrano intaccare in maniera significativa i meccanismi di funzionamento del *golden power*, *in primis* la possibilità di intervento solamente successiva dello Stato, dei quali permangono gli aspetti critici sottolineati e peraltro difficilmente modificabili in ragione dell'esistenza delle sentenze della Corte.

¹²⁵ Mozione Lupi 1-01525, presentata alla Camera il primo marzo 2017

Un presidio preventivo alle scalate ostili di imprese straniere tuttavia è stato posto: esso tuttavia non ha trovato spazio nella stessa legge 56/2012, ciò probabilmente per gli evidenti problemi di incompatibilità che avrebbe creato con la giurisprudenza della Corte di Strasburgo. Come invece già anticipò Calenda, tale informativa preventiva è stata prevista a carico di tutti i potenziali investitori in tutte le società quotate; trattasi infatti di una norma di generale applicazione inserita all'interno del Tuf, con evidenti possibili riflessi in generale anche nei confronti del mercato del controllo societario, ma di ciò diremo tra poco. Lo stesso Ministero dello Sviluppo Economico, in già citato appunto alla norma in esame, fa esplicito riferimento alla vicenda Mediaset-Vivendi, rendendo quindi chiaro e solare il collegamento tra la volontà di riforma del *golden power* e il nuovo “presidio” introdotto dalla norma anti-scorrerie, che nelle intenzioni del legislatore vorrebbe essere uno strumento di tutela nei confronti delle società strategiche, anche soltanto a giudicare dal “nome di battaglia” della nuova norma, utilizzato peraltro dallo stesso ministero nella già citata nota ufficiale. Purtuttavia, il Ministero adduce come motivazione giustificatrice ufficiale della norma quello di voler garantire maggiore trasparenza sul mercato tramite il disvelamento delle finalità degli investitori¹²⁶, rendendo così più trasparente il fenomeno delle cosiddette “*creeping acquisitions*”, ossia gli acquisti di azioni sotto soglia Opa¹²⁷.

L'Art.13 Dl 148/2017 modifica quindi il Tuf, introducendo il comma 4-bis all'Art.120, che obbliga tutti coloro che acquistano una partecipazione in una società quotata pari o superiore delle soglie del 10%, 20%, 25% a redigere e trasmettere, *entro dieci giorni dal superamento della soglia rilevante*, alla società bersaglio e alla Consob una dichiarazione di intenzioni, ossia un documento recante le seguenti informazioni rilevanti:

- a) *i modi di finanziamento dell'acquisizione;*
- b) *se agisce solo o in concerto;*
- c) *se intende fermare i suoi acquisti o proseguirli nonché se intende acquisire il controllo dell'emittente o comunque esercitare un'influenza sulla gestione della società e, in tali casi, la strategia che intende adottare e le operazioni per metterla in opera;*
- d) *le sue intenzioni per quanto riguarda eventuali accordi e patti parasociali di cui è parte;*

¹²⁶ Vedi paragrafo 3.4.1. per l'esatta citazione dell'estratto della nota ministeriale

¹²⁷ SACCO GINEVRI ANDREA, BUI IRENE, LOCCI LORENZO, La norma “anti-scorrerie” introdotta dal decreto legge n. 148/2017, diritto bancario approfondimenti, 2018

e) *se intende proporre l'integrazione o la revoca degli organi amministrativi o di controllo dell'emittente.*

Tale dichiarazione deve poi essere aggiornata “se nel termine di sei mesi dalla comunicazione della dichiarazione intervengono cambiamenti delle intenzioni sulla base di circostanze oggettive sopravvenute”¹²⁸.

Prima di passare al confronto con le altre normative che prevedono l'obbligo della dichiarazione di intenzioni, osserviamo che tale previsione legislativa è totalmente conforme con quanto previsto dalla Direttiva in tema di Opa; essa infatti riconosce la possibilità agli Stati membri di introdurre, per certi temi, normative più restrittive (la cosiddetta libertà di *gold plating*). Il *considerando n.12* della direttiva 2013/50/UE infatti inserisce esplicitamente tra gli obblighi più stringenti che le normative nazionali possono introdurre quello di dichiarare le proprie intenzioni in capo agli acquirenti di partecipazioni rilevanti di società quotate¹²⁹. Un simile obbligo, cui la normativa italiana si ispira esplicitamente¹³⁰, era già presente nell'ordinamento degli Stati Uniti d'America, introdotto dal *Williams Act* nel 1968 che ha modificato il *Securities Exchange Act* del 1934¹³¹. Osserviamo qui che la differenza più sostanziale con la previsione normativa italiana risiede nel fatto che lo svelamento dell'identità dell'acquirente della partecipazione rilevante, in questo caso il 5%, e la dichiarazione di intenzioni coincidono, con il compratore che è obbligato quindi a rivelare: la propria identità, il numero di azioni acquistate, le fonti di finanziamento dell'acquisto, lo scopo che vuole realizzare tramite l'acquisizione; nel caso italiano invece il disvelamento dell'identità dell'azionista avviene in un momento anteriore, ossia al raggiungimento della soglia rilevante del 3%. Sempre negli Stati Uniti è inoltre possibile fornire una seconda forma di informativa, più lieve della precedente, poiché prevede la comunicazione della sola identità dell'investitore ed è riservata ai cosiddetti *passive investors*, ossia gli investitori che hanno superato la soglia del 5% (purché rimangano sotto il 20%) e non sono intenzionati ad acquisire il controllo della società o sostituirla il management. Una norma simile è poi presente in Francia, dove l'introduzione risale al 1988¹³², con la funzione di “intercettare sul nascere tentativi di scalata nei confronti di emittenti

¹²⁸ Gazzetta ufficiale della Repubblica Italiana

¹²⁹ SANDRELLI GIULIO, Note sulla disciplina “anti-scorrerie”, Rivista delle Società, 2018

¹³⁰ Appunto sulla norma antiscorrerie, Ministero dello Sviluppo Economico, 2017

¹³¹ Di tale previsione normativa abbiamo già diffusamente parlato nel paragrafo 2.5

¹³² Art. L 233-7, VII, Code de Commerce

quotati”¹³³; anche qui l’investitore che ha raggiunto il 10% delle azioni aventi diritto di voto di una società quotata è obbligato a dichiarare all’emittente e all’AMF (Autorité des Marchés Financiers), che successivamente effettuerà la comunicazione al mercato nei termini da essa stessa stabiliti, gli obiettivi che intende perseguire nei confronti dell’emittente. I termini della dichiarazione sono identici a quelli previsti in Italia, deve infatti essere fatta entro *dieci giorni* dal raggiungimento della soglia e deve coprire un orizzonte di sei mesi dallo stesso. In caso di modifica delle intenzioni, che può essere libero e non più, come era previsto fino al 2009, vincolato esclusivamente a “*modifications importantes*” del contesto di riferimento, l’investitore deve effettuare una nuova dichiarazione di intenzioni.

Passando ad alcuni aspetti specifici della norma, è ravvisabile una certa indeterminatezza nell’obbligo di *disclosure* previsto dalla lettera c) della norma, laddove si richiede all’investitore di indicare i modi in cui intende “*esercitare un’influenza sulla gestione della società*”; in questo caso non facendosi alcun riferimento ad una influenza notevole sembrerebbe si debba indicare un qualsiasi tipo di attivismo nei confronti della società *target*, a partire dal tentativo di elezione di propri rappresentanti in consiglio di amministrazione tramite la presentazione di una propria lista di candidati, anche di minoranza, fino ovviamente all’acquisizione del controllo della società e alla promozione di operazioni straordinarie. Deve essere in poche parole reso noto qualsiasi modo in cui si intenda avere rapporti con l’organo amministrativo della società e le modalità che si vogliono seguire per farlo, fermo restando l’obbligo, sancito dalla lettera e) della norma che obbliga l’acquirente a dichiarare “*se intende proporre l’integrazione o la revoca degli organi amministrativi o di controllo dell’emittente*”. Sarebbe poi opportuna, sulla scorta del modello americano, la definizione di un modello puntuale da seguire predisposto dalla Consob e uniforme per tutte le dichiarazioni di intenzioni al fine di evitare ogni disallineamento tra le stesse e renderle uniformi tra loro; a tal proposito la Consob non ha ancora emanato regolamenti attuativi sulla norma, né ha provveduto alla modifica del Regolamento Emittenti.

Sono state tuttavia poste in pubblica consultazione le modifiche al Regolamento Emittenti proposte da Consob che introducono diverse fattispecie di esenzione dall’obbligo di

¹³³ SANDRELLI GIULIO, Note sulla disciplina “anti-scorrerie”, Rivista delle Società, 2018

emettere la dichiarazione di intenzioni¹³⁴. La proposta avanzata da Consob introdurrebbe al Regolamento un nuovo Art. 122 ter contenente cinque categorie di ipotesi di esenzione:

- a) *esenzioni previste in materia di OPA obbligatorie*¹³⁵
- b) *casi di esenzione indicati dall'articolo 119-bis*¹³⁶
- c) *superamenti passivi delle soglie rilevanti*¹³⁷
- d) *acquisti effettuati da gestori di fondi*
- e) *acquisti effettuati nell'ambito di un'offerta pubblica di acquisto o scambio già comunicata al mercato*¹³⁸.

La Consob aggiunge infine nella proposta che l'operatività di dette esenzioni è “subordinata ad una dichiarazione del soggetto interessato circa la sussistenza nel caso concreto di una delle esenzioni”. Resta dunque in capo all'acquirente segnalare ed eventualmente dimostrare di trovarsi in una delle ipotesi di esenzione e di non dover quindi adempiere agli obblighi previsti dalla legge. È evidente poi che l'intenzione della Consob sia quello di sottrarre a tale obbligo informativo coloro che non abbiano compiuto azioni di *stake-building*, volte ad acquisire il controllo della società, come coloro che superano passivamente la soglia per causa di acquisti di azioni conseguenti a successioni, eventi involontari o esercizio di diritti già acquisiti; tali fattispecie non rientrano infatti nella *ratio* della norma, che intende porre luce su comportamenti attivi volti alla scalata della società. Per lo stesso motivo la Consob propone un'esenzione per i gestori dei fondi, che assumono “una posizione finanziaria” e quindi irrilevante ai fini della modifica degli assetti proprietari.

¹³⁴ Consob, proposte di modifica al Regolamento Emittenti in materia di trasparenza societaria, documento di consultazione, 27 giugno 2019

¹³⁵ Le esenzioni riguardano i casi in cui vi sia il superamento delle soglie in una società controllata di diritto da un solo socio, oppure a seguito di esercizio di diritto di opzione, sottoscrizione o di conversione originariamente spettanti, o ancora a seguito di acquisti conseguenti a successione o infine a seguito di acquisti di azioni infragruppo

¹³⁶ Precisamente: acquisto di azioni esclusivamente al fine della compensazione e liquidazione delle operazioni aventi ad oggetto le predette azioni entro il ciclo di negoziazione e alle controparti centrali per le azioni oggetto delle operazioni da esse garantite e sottoposte a procedure esecutive, nei limiti temporali richiesti per il completamento di dette procedure; azioni detenute nell'ambito della prestazione del servizio di custodia di azioni, purché i prestatori del servizio possano soltanto esercitare i diritti di voto inerenti a dette azioni secondo istruzioni fornite per iscritto o con mezzi elettronici dagli azionisti cui spetta il diritto di voto; azioni acquistate ai fini di stabilizzazione in conformità all'articolo 5 del regolamento (UE) n. 596/2014 e delle relative norme tecniche di attuazione purché i diritti di voto inerenti a tali azioni non siano esercitati né altrimenti utilizzati per intervenire nella gestione dell'emittente

¹³⁷ Mediante il rinvio all'ultima parte dell'art. 49, comma 1, lett. d-bis), del RE si intende circoscrivere l'esenzione al caso di condotte del tutto prive di volontarietà

¹³⁸ In tal caso evidentemente gli obblighi informativi sarebbero assorbiti da quelli in tema di Opa

A prescindere poi da ogni possibile indeterminatezza che una tale dichiarazione può comportare, va notato come per “intenzione” deve intendersi una decisione compiuta e maturata in seno all’investitore e, nel caso di società, deve avere terminato il suo *iter* procedurale all’interno dei vari organi della stessa; solo in questo caso si potrà parlare di una vera propria “intenzione” che può quindi essere comunicata al mercato. In caso contrario si ritiene tuttavia che non possa nemmeno tacersi l’esistenza di un procedimento di maturazione della decisione nel caso in cui questo non si sia ancora chiuso, con l’eventualità di effettuare una nuova comunicazione nel caso di cambiamento delle intenzioni, e quindi nel momento in cui questo sia arrivato a compimento. Osserva tuttavia Sandrelli come “sia del tutto improbabile che un investitore professionale acquisti una partecipazione superiore al 10% del capitale di un emittente senza aver elaborato piani minimi di investimento”, il che implica che sia “difficilmente prospettabile una comunicazione sostanzialmente “vuota” o limitata alla generica dichiarazione di non aver elaborato una posizione in ordine ad alcuno degli aspetti sui quali la norma richiede di prendere posizione”¹³⁹. Possiamo preliminarmente osservare come dall’analisi di molte dichiarazioni di intenzioni risulta invece essere “vuota” la sezione c), rinunciando molti a dichiarare il fatto di volere esercitare un’influenza notevole sulla gestione e tanto meno lanciare un’offerta pubblica di acquisto.

Per quanto riguarda invece i cambiamenti di intenzioni da parte dell’investitori, va detto come questo sia obbligato ad effettuare una nuova dichiarazione nel caso in cui, nell’arco di sei mesi, siano intervenute “circostanze oggettive sopravvenute”; non si richiede quindi che tali circostanze siano esterne alla sfera dell’investitore, ma solamente l’oggettività delle stesse, tale che possa essere in questo modo giustificato il mutamento delle strategie di investimento dell’acquirente. La norma in poche parole non vieta all’investitore di cambiare idea, né limita alla sopravvenienza di fatti esclusivamente esogeni tale circostanza, ma richiede che la decisione finale sia stata modificata da nuove e imprevedute circostanze oggettive, anche nella sfera dell’investitore stesso e del suo processo decisionale. L’aggiornamento della dichiarazione viene meno una volta che sia scaduto il termine dei sei mesi: l’investitore le cui intenzioni siano mutate non è quindi esposto all’obbligo di aggiornamento della dichiarazione dopo i sei mesi; è quindi

¹³⁹ SANDRELLI GIULIO, Note sulla disciplina “anti-scorrerie”, Rivista delle Società, 2018

chiaro l'intento della norma, che punta a svelare le intenzioni dell'investitore intento "nell'attività di *stake building*"¹⁴⁰.

Nel caso in cui l'investitore non assolva ai propri obblighi comunicativi si applica l'Art.193 co.2 Tuf, che prevede una delle seguenti sanzioni amministrative: "una dichiarazione pubblica indicante il soggetto responsabile della violazione e la natura della stessa, quando questa sia connotata da scarsa offensività o pericolosità e l'infrazione contestata sia cessata"; "un ordine di eliminare le infrazioni contestate, con eventuale indicazione delle misure da adottare e del termine per l'adempimento, e di astenersi dal ripeterle, quando le infrazioni stesse siano connotate da scarsa offensività o pericolosità"; "una sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila a euro dieci milioni, ovvero fino al cinque per cento del fatturato quando tale importo è superiore a euro dieci milioni e il fatturato è determinabile ai sensi dell'articolo 195, comma 1-bis"¹⁴¹. Tali sanzioni si applicano soltanto nel caso in cui il fatto non costituisca reato e non sia stato commesso da una persona fisica; in quest'ultimo caso si applicano le sanzioni al comma 2-bis dello stesso articolo¹⁴². Dubbio è invece il richiamo all'art.185 Tuf, che disciplina la manipolazione del mercato; è infatti incerto se tale articolo, che si riferisce esplicitamente alla comunicazione al mercato di notizie false, possa essere applicato anche in caso di omissione di informazioni. Una fattispecie applicativa può tuttavia essere sicuramente avanzata nel caso in cui l'investitore diffonda in un primo momento una dichiarazione di intenzioni e non ne emetta una nuova in caso di cambiamento di intenzioni; in questo caso la condotta omissiva farebbe rimanere "in piedi" una dichiarazione contenente informazioni non veritiere, e quindi punibile ai sensi dell'Art.185.

In conclusione possiamo osservare come una norma pensata e scritta in risposta alle "scorrerie" degli investitori stranieri e volta ad introdurre un primo "presidio" di difesa delle imprese italiane che va ad integrare i - flebili - poteri attribuiti allo Stato in applicazione del *golden power*, possa invece condizionare l'intero mercato del controllo societario. In ragione di tale nuova previsione normativa è infatti difficile pensare che un investitore possa avventurarsi

¹⁴⁰ SANDRELLI GIULIO, Note sulla disciplina "anti-scorrerie", Rivista delle Società, 2018

¹⁴¹ Testo Unico della Finanza

¹⁴² "Una dichiarazione pubblica indicante la persona responsabile della violazione e la natura della stessa, quando questa sia connotata da scarsa offensività o pericolosità e l'infrazione contestata sia cessata"; "un ordine di eliminare le infrazioni contestate, con eventuale indicazione delle misure da adottare e del termine per l'adempimento, e di astenersi dal ripeterle, quando le infrazioni stesse siano connotate da scarsa offensività o pericolosità"; "una sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila a euro due milioni".

oltre il 10% delle quote di una società *target* nel caso in cui voglia lanciare un'offerta pubblica di acquisto; la nuova legge lo obbligherebbe infatti a rivelare entro dieci giorni le proprie intenzioni, spingendo così istantaneamente in alto il prezzo delle stesse azioni, che includerebbe così il premio per il controllo rendendo l'acquisizione ancora più dispendiosa. Ma un'altra considerazione risulta essere necessaria: immaginando un'ipotetica applicazione della norma al caso Mediaset-Vivendi, tale norma si sarebbe rivelata totalmente inutile, avendo Vivendi ultimato la propria attività di *stake-building* in meno di dieci giorni dal superamento della soglia. La società francese ha infatti superato la soglia rilevante del 10% tra il 12 e il 13 dicembre 2016, mentre ha dichiarato di possedere una partecipazione poco sotto la soglia Opa il 22 dicembre 2016, ossia tra i nove e dieci giorni dopo e quindi entro i termini per la presentazione della dichiarazione di intenzioni: ciò vuol dire che se Vivendi avesse voluto lanciare l'offerta pubblica di acquisto lo avrebbe potuto tranquillamente fare senza presentare una dichiarazione di intenzioni oppure la avrebbe presentata contemporaneamente alla dichiarazione alla Consob di voler lanciare l'Opa. Ciò che è sicuro è che la dichiarazione sarebbe stata tardiva e non avrebbe inciso in nessun modo sullo *stake-building* di Vivendi, il quale peraltro è risultato già essere particolarmente costoso, anche in ragione del fatto che, al di là dell'obbligo di presentare la dichiarazione di intenzioni, esiste già nell'ordinamento italiano l'obbligo di dichiarare il possesso di una partecipazione rilevante e che tale obbligo deve essere assolto in un massimo di quattro giorni di negoziazione, ossia in un termine molto più breve rispetto ai dieci giorni. Alcuni altri dubbi sulla norma li solleva Sandrelli (2018), osservando come il mercato sia in grado di “trarre le proprie conclusioni in termini di prezzo” su un acquisto di una partecipazione rilevante conoscendo esclusivamente l'identità dell'acquirente; vengono citati a tal proposito vari studi fatti sul mercato americano che dimostrano che il mercato apprezzi il riempimento di un modulo 13-d, ossia quello riservato agli investitori attivi. Osserva ancora Sandrelli che un rischio concreto di una dichiarazione in tal senso possa essere quello di facilitare l'adozione di difese da parte degli amministratori della società *target*; obiettivo peraltro nemmeno troppo nascosto nelle intenzioni del legislatore, che ha elaborato tale legge esattamente nell'ottica di rendere più difficoltose le scalate da parte degli investitori stranieri. L'introduzione della norma nella disciplina del Tuf la rende tuttavia generalmente applicabile anche a discapito di potenziali investitori italiani, rendendo così il mercato del controllo societario meno fluido e più esposto alle strategie difensive degli amministratori¹⁴³; basti pensare che a presidio di eventuali abusi di potere da parte del

¹⁴³ SANDRELLI GIULIO, Note sulla disciplina “anti-scorrerie”, Rivista delle Società, 2018

management è stata posta la regola di passività, che però decorre dal momento della prima comunicazione dell'offerente al mercato. L'obbligo da parte dell'investitore a rivelare con anticipo le proprie intenzioni, compresa la volontà di ottenere il controllo della società, genererebbe quindi un periodo di "esenzione" totale dall'obbligo di passività, con gli amministratori che, consapevoli delle intenzioni di eventuali investitori "ostili" sarebbero pienamente in potere di adottare misure difensive anche in assenza dell'autorizzazione assembleare. Abbiamo infine raccolto una sfida lanciata dallo stesso Sandrelli – l'articolo da lui scritto è stato pubblicato a inizio 2018 nella Rivista delle Società – il quale riteneva che sarebbe stato "interessante verificare sul campo" se il mercato avrebbe giovato in qualche modo di tale supplemento informativo garantito dal nuovo 4-bis, anticipando come l'esperienza degli altri ordinamenti europei non fosse stata "particolarmente incoraggiante".

3.5. Conclusioni

Abbiamo osservato come il legislatore italiano abbia preso in considerazione il fenomeno delle offerte pubbliche di acquisto soltanto negli ultimi trenta anni, colmando un vuoto legislativo ingiustificabile in uno Stato come l'Italia che punta ad avere un mercato dei capitali sempre più sviluppato. Tramite le analisi economiche svolte nel capitolo precedente abbiamo tentato di stabilire quale possa essere l'impianto normativo più conforme per il mercato del controllo societario italiano, ritenendo senza dubbio l'impostazione della *market rule*, della quale gli Stati Uniti sono la loro massima espressione mondiale, quella più adatta a garantirne la fluidità e l'efficienza. Infatti in un mercato nel quale i benefici privati derivanti dal controllo sono molto elevati, e conseguentemente ingenti sono i premi applicati alle azioni componenti i pacchetti di controllo delle società quotate, male si applica una normativa che obbliga a riconoscere tale premio anche agli azionisti non di controllo, che rende in questo modo i trasferimenti societari oltremodo dispendiosi. La normativa italiana è andata tuttavia proprio in questa direzione, seguendo il falso mito della protezione degli azionisti-risparmiatori perseguita tramite il riconoscimento di tale premio per il controllo, ma rendendo in questo modo un ricambio degli azionisti di maggioranza e conseguentemente del *management* più difficilmente praticabile e danneggiando così in ultima istanza gli stessi risparmiatori, impossibilitati a beneficiare di amministratori potenzialmente più abili e capaci di creare maggiore valore per la società. L'ultima riforma del Tuf, che ha introdotto l'obbligo per gli investitori di dichiarare le proprie intenzioni al raggiungimento di una soglia rilevante, fissata al 10%, è una norma che potenzialmente costituisce una ulteriore forma di difesa per gli amministratori, che possono giovare di un potente presidio preventivo nel caso in cui un soggetto sia effettivamente intenzionato alla scalata della società, avendo in questo modo la possibilità di adottare misure difensive e di blindare così gli assetti proprietari preesistenti. I benefici potenziali di tale riforma sarebbero invece da ricondurre, come espresso dallo stesso legislatore, all'eliminazione di presunti "disallineamenti tra prezzi di mercato e i valori fondamentali delle società emittenti"¹⁴⁴. Nel prossimo capitolo verificheremo sul campo se la normativa, almeno nelle sue prime applicazioni, ha saputo raggiungere i suoi obiettivi prefissati.

¹⁴⁴ Appunto sulla norma anticorriere, Ministero dello Sviluppo Economico, 2017

4. Caso di studio: gli effetti sui corsi azionari delle dichiarazioni di intenzioni

4.1. Introduzione

Dopo aver descritto e criticato la normativa italiana che regola il mercato del controllo societario ed esposto le novità introdotte dal dl 148/2017, passiamo ora a verificare attraverso un caso di studio se le modifiche alla normativa hanno raggiunto gli obiettivi stabiliti. Il presente capitolo si articola in tre paragrafi: nel primo vengono analizzati i contenuti delle dichiarazioni di intenzioni, al fine di verificare se contengono effettivamente informazioni rilevanti per gli investitori o se al contrario sono riempite da mere formule di stile senza contenuto. Il secondo paragrafo mette invece in luce la metodologia seguita per elaborare il *case study*, mentre nel terzo vengono esposti i risultati raggiunti. Seguono infine, a chiusura dell'elaborato, le conclusioni finali.

4.2. Le dichiarazioni di intenzioni nella prassi

Come già ampiamente anticipato nelle pagine precedenti, l'introduzione del comma 4-bis ha obbligato gli investitori che superano le soglie rilevanti del 10%, 20%, 25% del capitale delle società *target* a dichiarare gli obiettivi che intendono perseguire nelle stesse durante i successivi sei mesi. È la norma stessa a specificare poi puntualmente quali sono le informazioni che la dichiarazione deve obbligatoriamente contenere¹⁴⁵; il legislatore tace invece a riguardo della forma che le dichiarazioni devono assumere, non prescrivendo né predisponendo alcun tipo di modello standard da seguire, lasciando quindi libertà all'investitore sul modo nel quale esporre le informazioni da dichiarare obbligatoriamente alla Consob e alla società *target*. Da un'analisi empirica delle dichiarazioni effettivamente presentate e successivamente pubblicate su una apposita sezione del sito della Consob¹⁴⁶, esse risultano essere piuttosto schematiche e recanti in ordine, punto per punto, tutte le informazioni richieste dalla norma; riportiamo a titolo di esempio un estratto della dichiarazione avente come oggetto Prima Industrie S.p.A. ed effettuata da Joseph Sou Leung Lee:

¹⁴⁵ Le informazioni ritenute essenziali dalla norma sono: a) i modi di finanziamento dell'acquisizione; b) se agisce solo o in concerto; c) se intende fermare i suoi acquisti o proseguirli nonché se intende acquisire il controllo dell'emittente o comunque esercitare un'influenza sulla gestione della società e, in tali casi, la strategia che intende adottare e le operazioni per metterla in opera; d) le sue intenzioni per quanto riguarda eventuali accordi e patti parasociali di cui è parte; e) se intende proporre l'integrazione o la revoca degli organi amministrativi o di controllo dell'emittente. Vedi anche il paragrafo 3.4.3.

¹⁴⁶ http://www.consob.it/web/area-pubblica/quote/viewId=dichiarazioni_intenzioni_elenco&hits=51&viewres=1&search=1&firstres=0&resultmethod=dichiarazioniintenzioni_elenco&queryid=dichiarazioni_intenzioni_dx&maxres=1000

- a) l'acquisizione della suddetta partecipazione al capitale sociale della Società è stata finanziata mediante l'utilizzo di risorse finanziarie proprie di Mr. Joseph Sou Leung Lee e della società World Leader Limited;
- b) Mr. Joseph Sou Leung Lee e World Leader Limited agiscono di concerto ;
- c) la Dichiarante potrebbe effettuare ulteriori acquisti di titoli dell'Emittente ma non intende ad oggi acquisire il controllo dell'Emittente;
- d) di non essere parte di alcun accordo o patto parasociale relativo all'Emittente;
- e) che non intende proporre, alla data della presente dichiarazione, l'integrazione o la revoca degli organi amministrativi o di controllo della Società. Le intenzioni della Dichiarante contenute nella presente dichiarazione non pregiudicano la facoltà della Dichiarante di esercitare i propri diritti in quanto azionista, qualora venisse a conoscenza di fatti o circostanze che potrebbero giustificare la revoca di uno o più amministratori o sindaci dell'Emittente o azioni legali nei confronti degli stessi.

Nell'esempio riportato sono addirittura utilizzate le stesse lettere presenti nella norma, è così favorita una rapida individuazione delle informazioni richieste; non mancano tuttavia esempi nei quali le informazioni sono esposte in modo più confusionario, come la dichiarazione del Comune di Genova avente ad oggetto la società IREN S.p.A. e recante un elenco di informazioni rubricate dalla lettera a) alla lettera h), elenco che non rispecchia quello stilato dalla norma.

Complessivamente, da quando la norma è entrata in vigore nell'ottobre 2017 sono state pubblicate sul sito della Consob 51 dichiarazioni¹⁴⁷, di cui riportiamo sotto un elenco¹⁴⁸.

Data	Società Target	Data 2	Colonna1
12/11/2017	Ansaldo	12/09/2018	Carige
16/11/2017	Dada	14/09/2018	Retelit
17/11/2017	CTI Biopharma Corp	25/09/2018	Brunello Cucinelli
12/12/2017	YOOX Net a porter	08/10/2018	Italmobiliare
20/12/2017	Unipol Gruppo	26/10/2018	De Longhi
28/12/2018	Carige	08/11/2018	Class Editori
29/12/2018	Tiscali	16/11/2018	Pierrel
12/01/2018	Openjobmetis	28/11/2018	M&C
15/01/2018	Caltagirone Editore	28/11/2018	Iren
15/02/2018	Retelit	20/12/2018	Gabetti Property Solutions
01/03/2018	Openjobmetis	28/12/2018	Safilo Group
01/03/2018	Sabaf	03/01/2019	BF

¹⁴⁷ Dato aggiornato al 29 luglio 2019

¹⁴⁸ Nostra elaborazione dei dati presenti sul sito Consob.it

08/03/2018	Tiscali	09/01/2019	Safilo Group
19/03/2018	TXT E-Solutions	14/01/2019	Prima Industrie
19/04/2018	Cad It	15/01/2019	OVS
26/04/2018	Carraro	18/02/2019	Brunello Cucinelli
14/05/2018	Ei Towers	12/03/2019	OVS
15/05/2018	Mittel	20/03/2019	Seri Industrial
05/06/2018	Class Editori	20/03/2019	Brunello Cucinelli
22/06/2018	BPER	05/04/2019	Brunello Cucinelli
30/07/2018	Iren	21/05/2019	Tiscali
01/08/2018	Iren	27/05/2019	Class Editori
07/08/2018	Diasorin	06/06/2019	Autostrade Meridionali S.p.A.
08/08/2018	Pirelli	03/07/2019	Mediobanca
17/08/2018	Guala Closures	15/07/2019	FincoBank
12/09/2018	Rai Way		

Bisogna innanzitutto notare come la maggior parte delle dichiarazioni recano informazioni piuttosto sbrigative e indeterminate, effetto che può essere ritenuto fisiologico e dettato dalla natura dell'oggetto della norma, che fa riferimento alle "intenzioni" dell'acquirente, nonché alla scarsa precisione nella formulazione della stessa, in attesa magari di un regolamento attuativo della Consob; alla lettera a) ad esempio, quella sotto la quale dovrebbero essere indicati i modi di finanziamento dell'acquisizione, non di rado troviamo indicazioni piuttosto generiche degli stessi. Riportiamo a titolo di esempio un estratto della dichiarazione di intenzioni, la prima in assoluto peraltro, presentata il 12 novembre 2017 da Paul Singer con riferimento alla società Ansaldo S.p.A.:

- a) The Liverpool Limited Partnership e Elliott International, L.P. hanno acquistato le azioni ordinarie dell'Emittente che hanno determinato il superamento della soglia del 25% mediante utilizzo di risorse finanziarie proprie ed esterne;

Stessa indeterminatezza riscontrabile ad esempio dalla dichiarazione del fondo Fidelity, datata 14 febbraio 2019 ed avente ad oggetto la partecipazione rilevante in Brunello Cucinelli S.p.A., con il dichiarante che si limita ad osservare come la soglia rilevante è stata superata grazie alle risorse finanziarie messe a disposizione dal fondo:

a) The means of financing the acquisition;

The shares of Brunello Cucinelli SPA (the "Company") reported in the Form 120A submitted by FMR LLC on 14th February 2019 are owned by investment funds and accounts managed by FMR LLC's subsidiary investment advisers (collectively with FMR LLC, "Fidelity"). The shares were acquired using the assets of such investment funds and accounts.

Un esempio simile è rappresentato dalla dichiarazione di Blackrock, salita recentemente sopra il 10% di Banca Fineco, a seguito dell'uscita dal capitale della stessa di Unicredit¹⁴⁹:

**a) In respect of the origin of the funds used, we, the Notifying Parties, notify that:
The acquisition that resulted in crossing the 10% threshold in Finecobank Banca Fineco SpA was financed by the assets of the funds and accounts managed by the BlackRock Managers**

E così similmente la maggioranza dei dichiaranti, con l'eccezione di qualche investitore più solerte che indica puntualmente le somme investite nell'acquisizione e la loro precisa provenienza¹⁵⁰:

La sottoscrizione delle n. 45.637.082 azioni Pierrel nell'ambito dell'Aumento di Capitale è stata eseguita da Bootes: (a) quanto ad Euro 1.196.434,2, mediante versamenti di cassa, utilizzando proprie risorse finanziarie già disponibili e, pertanto, senza necessità di ricorrere a finanziamenti terzi; e (b) quanto ad Euro 7.051.134,09 mediante compensazione del relativo debito di sottoscrizione delle azioni Pierrel di nuova emissione con i versamenti in conto futuro aumento di capitale già precedentemente effettuati da Bootes in favore della Società, per un importo corrispondente. Qualora le condizioni del mercato italiano in

Con riferimento alle informazioni che devono essere fornite in accordo alla lettera b) e riguardanti l'esistenza di eventuali soggetti che agiscono in concerto, i dichiaranti, laddove vi sia effettivamente acquisto di concerto, forniscono informazioni riguardo il patto che disciplina l'acquisto delle azioni; riportiamo qui un estratto della dichiarazione di Amsicora S.r.l. datata 21 maggio 2019 avente ad oggetto l'acquisto di quote in Tiscali S.p.A.:

¹⁴⁹ <https://www.milanofinanza.it/news/fineco-blackrock-sale-sopra-il-10-201907111814471296>

¹⁵⁰ Dichiarazione di Bootes S.r.l. del 16 novembre 2018 avente ad oggetto le azioni di Pierrel S.p.A.

B) Eventuale acquisto di concerto ai sensi dell'art 109 del TUF

L'acquisto della Partecipazione Tiscali è stato effettuato da Amsicora sulla base dell'Accordo di Investimento sottoscritto dai suoi soci con Soru che prevedeva, tra l'altro, l'obbligo – puntualmente adempiuto – di negoziare e sottoscrivere il Patto Parasociale.

Al riguardo si segnala che le azioni complessivamente conferite al Patto Parasociale sono le seguenti:

Azionista	Tipologia di strumenti finanziari conferiti nel patto	N. di azioni detenute	N. di azioni conferite nel patto	% azioni conferite sul capitale sociale con diritto di voto	% azioni conferite sul numero totale dei diritti di voto conferiti
Amsicora	Azioni	878.513.710	878.513.710	22,059%	73,55%
Soru	Azioni	316.050.508	316.050.508	7,94%	26,45%
Totale	-	1.194.564.218	1.194.564.218	29,99%	100%

Uno schema simile è rinvenibile nella già citata dichiarazione di Bootes su Pierrel, mentre nella dichiarazione avente ad oggetto Prima Industrie S.p.A. il dichiarante si limita a dichiarare che “agisce in concerto con World Leader Limited” senza offrire ulteriori dettagli¹⁵¹. Il resto dei dichiaranti invece si limita giustamente ad affermare che agisce da solo e non in concerto con terze parti.

Ma veniamo all'aspetto più interessante delle dichiarazioni di intenzioni, ossia l'informazione fondamentale che da esse si intende ricavare: se l'investitore “*intende fermare i suoi acquisti o proseguirli nonché se intende acquisire il controllo dell'emittente o comunque esercitare un'influenza sulla gestione della società e, in tali casi, la strategia che intende adottare e le operazioni per metterla in opera*”. Ebbene, su 51 dichiarazioni presentate all'autorità competente e alle varie società *target*, salvo due parziali eccezioni di cui daremo conto subito dopo, nelle restanti 49 appare scritto chiaramente che “il dichiarante non intende acquisire il controllo della società emittente”; risultato questo quantomeno scontato, considerando che in caso contrario si sarebbe trattato di una aperta dichiarazione di voler lanciare una offerta pubblica di

¹⁵¹ Vedi estratto della dichiarazione avente come oggetto Prima Industrie S.p.A. ed effettuata da Joseph Sou Leung Lee riportato ad inizio capitolo

acquisto, circostanza che avrebbe fatto schizzare all'istante i prezzi delle azioni. Le due eccezioni citate in precedenza riguardano il celeberrimo caso Carige-Malacalza e la dichiarazione di Amsicora S.r.l. su Tiscali: in quest'ultima il dichiarante, pur non dichiarando apertamente di voler acquisire il controllo della *target*, precisando anzi “il rispetto delle disposizioni in materia di offerta pubblica di acquisto obbligatoria”, informa che “qualora, a esito dell'assemblea del 27 giugno 2019, dovesse riuscire a nominare la maggioranza dei componenti del Consiglio di Amministrazione dell'Emittente, si troverebbe nella posizione di esercitare il controllo di fatto su Tiscali ai sensi dell'art 2389 del codice civile e dell'art. 93 TUF¹⁵²”. Il dichiarante informa insomma che, fermo restando il fatto che non voglia acquisire un controllo di diritto dell'emittente tramite il lancio di un'offerta pubblica di acquisto, sarebbe comunque in grado, in virtù del patto parasociale in essere¹⁵³ di nominare la maggioranza degli amministratori e di avere così una influenza dominante sulla gestione societaria.

Ancora più interessanti sono le dichiarazioni di intenzioni presentate da Malacalza investimenti S.r.l. riguardanti l'acquisto di una partecipazione rilevante in Banca Carige, avvenuto durante la corsa al controllo della stessa¹⁵⁴ contro gli altri azionisti della banca Volpi e Mincione; la prima fu presentata a fine 2017, a seguito del perfezionamento dell'aumento di capitale che avrebbe dovuto mettere in sicurezza la banca – che non sfuggì tuttavia al commissariamento e alla sospensione della quotazione delle azioni. La dichiarazione, piuttosto articolata viste anche le delicate circostanze che risiedevano intorno la sua emanazione, culmina in questo modo:

¹⁵² L'articolo del Codice Civile citato fa riferimento alla remunerazione degli amministratori, mentre l'Art.93 Tuf né cita l'articolo precedente né fa espresso riferimento al controllo di fatto in tal modo acquisito

¹⁵³ Vedi pagina precedente, nella quale citiamo il patto parasociale tra Amsicora Srl e Soru

¹⁵⁴ Carige, post aumento Malacalza a 20,64%, Volpi a 9,09%, Sga e Fonspa a 5,4%, Reuters, 3 gennaio 2018

- d) Sulla base delle informazioni disponibili alla data della presente dichiarazione, in via prudenziale e cautelativa, il Dichiarante ritiene di considerare la partecipazione dallo stesso detenuta nell'Emittente a seguito dell'Aumento di Capitale come partecipazione che consente di disporre di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria dell'Emittente (fattispecie rilevante per il c.d. controllo di fatto ai sensi dell'art. 2359, comma 1, n. 2, del codice civile) e di ottemperare alla disciplina applicabile a società controllanti l'Emittente. Peraltro, al riguardo il Dichiarante segnala l'incertezza che caratterizza tale esercizio prognostico e si riserva di effettuare ulteriori analisi e valutazioni anche alla luce delle eventuali indicazioni che dovessero essere fornite dalle competenti autorità, dell'analisi della composizione quantitativa e qualitativa della compagine societaria dell'Emittente a seguito dell'Aumento di Capitale e, quando disponibile, del tasso di partecipazione alle future assemblee ordinarie dell'Emittente.
- e) Il Dichiarante si riserva di valutare, nel corso dei sei mesi successivi alla presente dichiarazione, l'opportunità di incrementare la propria partecipazione nel capitale sociale dell'Emittente nell'ambito di quanto autorizzato dall'autorità di vigilanza bancaria, restando comunque al di sotto della soglia del 30% del capitale sociale dell'Emittente, attraverso l'acquisto di titoli su mercati regolamentati o tramite operazioni fuori mercato, a seconda delle condizioni complessive di mercato o delle opportunità di investimento nell'Emittente che dovessero di volta in volta presentarsi al Dichiarante.
- f) Nel corso dei sei mesi successivi alla presente dichiarazione, il Dichiarante non pianifica di esercitare un'influenza sulla gestione dell'Emittente. Si segnala che, nell'ambito delle istanze

Malacalza afferma insomma di non voler lanciare un'Opa su Carige (“restando comunque al di sotto della soglia del 30% del capitale dell'emittente”) né di “esercitare un'influenza sulla gestione dell'emittente”; lo stesso tuttavia riconosce, seppure “in via prudenziale e cautelativa” di disporre di voti “sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria dell'emittente”, tale quindi da configurare il controllo di fatto ai sensi dell'Art.2359 cc¹⁵⁵, e di valutare, nonostante le incertezze ulteriori acquisti di azioni. La dichiarazione non esclude insomma né una non meglio specificata influenza sulla gestione né un incremento della partecipazione stessa, pur sempre al di sotto della soglia Opa; appare difficile capire come il mercato possa giovare di tali informazioni indeterminate. La stessa indeterminatezza caratterizza la seconda dichiarazione di intenzioni, fornita il 12 settembre 2018 a seguito del superamento anche del 25% del capitale azionario della banca, nella quale Malacalza conferma “l'incertezza di una valutazione prognostica circa la sussistenza della capacità di esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria della Banca” e comunque di non escludere nuovi acquisti di azioni. Anche qui non si capisce quale sia il beneficio ricavabile da tali affermazioni, bastando la

¹⁵⁵ Malacalza peraltro il 20 settembre 2018 riuscirà ad ottenere la nomina della maggioranza dei consiglieri in CdA, eleggendo 7 consiglieri sugli 11 membri del board

conoscenza del fatto che Malacalza possedesse ormai oltre il 25% delle azioni della banca, sufficienti allo stato dei fatti successivi, a garantirgli il controllo del consiglio di amministrazione.

Strettamente legata all'informativa sub lettera c) è l'informativa sub lettera e), dove viene richiesto all'investitore di dichiarare *se intende proporre l'integrazione o la revoca degli organi amministrativi o di controllo dell'emittente*. Simmetricamente a quanto osservato nelle righe precedenti, osserviamo che nella stragrande maggioranza delle dichiarazioni presentate appare una frase simile a quella sotto riportata¹⁵⁶:

e) Whether it intends to propose the integration or revocation of the issuer's administrative or control bodies.

Not applicable. The shares were acquired and are held for investment purposes, in the ordinary course of business, and were not acquired for the purpose of changing or influencing the control of the issuer of such shares.

Questa è la dichiarazione tipica fornita dai fondi di investimento¹⁵⁷, i quali acquistano partecipazioni di società quotate nell'ottica di allocare in maniera efficiente i capitali affidati in gestione dai sottoscrittori delle quote; essi tendono quindi a non interferire con la gestione societaria. Peculiare è invece l'informativa prodotta dal fondo Blackrock, che nell'ottica di maggiore attivismo che sta caratterizzando i fondi dichiarava riguardo Banca Fineco:

e) Aiming at pursuing our managed clients' best interests, we might exert an influence on the appointment or removal of members of the issuer's administrative, managing

and supervisory bodies. We will continue to exercise our right to vote at the company's annual general meeting, and any special general meetings should they be called in the best interests of our clients.

Anche qui una certa indeterminatezza pervade la dichiarazione, limitandosi Blackrock ad affermare che “potrebbe esercitare un'influenza sulla nomina o sulla revoca dei membri degli organi societari”, non meglio specificando i modi con i quali intende farlo. Del tutto superflua e

¹⁵⁶ Dichiarazione di FMR LLC (Fondi Fidelity) del 18 febbraio 2019 avente ad oggetto la partecipazione detenuta in Brunello Cucinelli

¹⁵⁷ Esempi simili sono rappresentati dalle dichiarazioni di Quaestio Capital Management SGR sulle partecipazioni in Sabaf S.p.A. e Openjobmetis S.p.A. e dalla dichiarazione di Compagnie Financiere La Luxembourgeoise sulla partecipazione in M&C S.p.A.

scontata appare invece l'asserzione secondo la quale il fondo continuerà comunque "ad esercitare il proprio diritto di voto in assemblea ordinaria".

Parallelamente a quanto osservato in precedenza, le due maggiori eccezioni le abbiamo ravvisate nelle dichiarazioni su Carige e Tiscali nella prima si faceva riferimento alla già citata assemblea dei soci datata 20 settembre 2018, nella quale i soci sarebbero stati chiamati a rinnovare il CdA e il collegio sindacale della banca e nella quale Malacalza avrebbe "presentato una propria lista di candidati ai sensi di legge e di statuto"¹⁵⁸; nella seconda venivano indicate puntualmente le previsioni del contratto di acquisto¹⁵⁹ inerenti l'organo amministrativo di Tiscali. Per quanto riguarda infine l'informativa inerente i patti parasociali che coinvolgono l'investitore, ci limitiamo a rimandare a quanto detto a proposito dell'informativa alla lettera b), osservando altresì che l'Art. 122 Tuf prevede già un obbligo di comunicazione "entro cinque giorni" dei patti parasociali in società quotate. Tale obbligo deve essere assolto nei confronti della Consob e della società emittente ed è oggetto di pubblicazione nel registro delle imprese e per estratto sulla stampa quotidiana. La previsione del 4-bis doppia quindi quella dell'Art.122, che è peraltro più stringente per quanto riguarda le tempistiche – dieci giorni contro cinque giorni.

4.3. Metodologia utilizzata e composizione del campione

Obiettivo dell'analisi empirica realizzata è quello di verificare l'impatto sui prezzi delle azioni delle dichiarazioni di intenzioni, le quali, dal punto di vista del legislatore, sarebbero idonee ad eliminare un presunto "disallineamento tra prezzi di mercato e i valori fondamentali delle società emittenti"¹⁶⁰; se ciò fosse vero dovremmo riscontrare dalla data di emissione della dichiarazione un impatto significativamente positivo sui prezzi delle azioni.

Per verificare l'impatto delle suddette dichiarazioni di intenzioni sui corsi azionari è necessario isolare il loro effetto sui prezzi da ogni altra determinante di una loro fluttuazione; i prezzi delle azioni variano infatti a causa di un vasto numero di fattori, come le previsioni della

¹⁵⁸ Dalla lista saranno eletti la maggioranza degli amministratori della banca, come già notato nelle pagine precedenti

¹⁵⁹ Tale contratto aveva ad oggetto "subordinatamente all'avveramento o alla rinuncia da parte di Amsicora di talune condizioni sospensive previste, l'acquisto di n. 827.998.917 azioni ordinarie della Società, rappresentative di una partecipazione pari al 20,79% del capitale sociale"

¹⁶⁰ Appunto sulla norma anticorriere, Ministero dello Sviluppo Economico, 2017. Vedi anche paragrafo 3.4.1. e 3.4.3

variazione del PIL del paese, del tasso di inflazione, dei tassi di interessi, della profittabilità della società. La prima misura da determinare nell'approccio generalmente seguito nei casi di studio è la *proxy* di quello che sarebbe stato il rendimento delle azioni non considerando l'evento oggetto di studio; generalmente si prende in considerazione il rendimento di un *benchmark* opportunamente individuato, quasi sempre un indice di mercato. Si confronta infine il rendimento dell'azione specifica con quello del *benchmark*; la differenza tra i due rappresenta l'extra rendimento del titolo, ossia il rendimento che non è giustificato da fattori di mercato ma dall'evento considerato; tale extra rendimento viene definito in termini tecnici *abnormal return*¹⁶¹.

L'approccio utilizzato nell'analisi empirica effettuata stima gli *abnormal returns* tramite un approccio di mercato, utilizzando la seguente formula¹⁶²:

$$r_t = a + br_{Mt} + e_t$$

Dove:

r_t = rendimento complessivo dell'azione al tempo t

a = rendimento medio dell'azione in un periodo a rendimento zero del mercato

b = sensitività del rendimento dell'azione rispetto al rendimento del mercato

e_t = *abnormal return*

La formula sopra può essere riscritta nei seguenti termini:

$$e_t = r_t - (a + br_{Mt})$$

Emerge così chiaramente che in un approccio di mercato l'*abnormal return* è proprio la differenza tra il rendimento complessivo dell'azione e il rendimento atteso considerati esclusivamente i fattori di mercato, ossia il rendimento atteso calcolato a partire dal *benchmark* (indice di mercato). Nei casi di studio tuttavia non vengono spesso usati *abnormal return* con riferimento a singoli periodi di tempo, che non sono una misura molto significativa, ma vengono considerati i *cumulative abnormal returns* (CAR), ossia la somma aritmetica di tutti gli *abnormal return* osservati su un intervallo di tempo più o meno prolungato. Nello specifico la data

¹⁶¹ BODIE ZVI, KANE ALEX, MARCUS ALAN, Investments, tenth edition, McGraw Hill

¹⁶² Vedi nota precedente

dell'annuncio è spesso chiamata “giorno 0” e a partire da essa vengono calcolati quotidianamente gli *abnormal return* per il periodo di tempo stabilito; la somma di questi rappresenta il CAR, ossia l’impatto specifico che un evento ha avuto sul prezzo del titolo in esame.

Nella nostra indagine abbiamo dapprima calcolato gli *abnormal return* su base giornaliera, a partire dalla data di emissione di ciascuna dichiarazione di intenzioni e successivamente abbiamo calcolato i CAR a un mese, tre mesi e sei mesi. Per quanto riguarda invece la composizione del campione, abbiamo in un primo momento considerato tutte le società che sono state oggetto di una dichiarazione di intenzioni fino al 15/7/2019, escludendo successivamente le società oggetto di più dichiarazioni intervallate da meno di sei mesi, al fine di evitare che gli effetti delle stesse si sovrapponevano tra loro creando un impatto sul prezzo poco chiaro e difficile da isolare. Per alcune dichiarazioni ci siamo limitati ad individuare gli impatti sui prezzi solamente a un mese oppure a un mese e a tre mesi o per ragioni di indisponibilità dei dati¹⁶³ o perché la società ha subito il *delisting* delle azioni. Il campione così individuato è formato da 29 *items*, che scendono a 26 per i CAR a tre mesi e a 23 per i CAR a sei mesi; nella tabella sottostante abbiamo riassunto le singole componenti del campione, indicando in giallo le società per le quali abbiamo calcolato esclusivamente i CAR a un mese e in arancione le società per le quali abbiamo calcolato i CAR a un mese e tre mesi:

Società target	Data dichiarazione
Ansaldo	12/11/2017
Autostrade Meridionali	06/06/2019
BF	03/01/2019
BPER	22/06/2018
Cad It	19/04/2018
Caltagirone Editore	15/01/2018
Carraro	26/04/2018
CTI Biopharma Corp	17/11/2017
Dada	16/11/2017
De Longhi	26/10/2018
Diasorin	07/08/2018
Ei Towers	14/05/2018
FinecoBank	15/07/2019
Gabetti Property Solutions	20/12/2018
Guala Closures	17/08/2018

¹⁶³ Il lavoro deve essere necessariamente ultimato a settembre 2019

Italmobiliare	08/10/2018
M&C	28/11/2018
Mediobanca	03/07/2019
Mittel	15/05/2018
Pierrel	16/11/2018
Pirelli	08/08/2018
Prima Industrie	14/01/2019
Rai Way	12/09/2018
Retelit	15/02/2018
Sabaf	01/03/2018
Seri Industrial	20/03/2019
TXT E-Solutions	19/03/2018
Unipol Gruppo	20/12/2017

Per la scelta dei *benchmark* di riferimento ci siamo serviti del sito di Borsa Italiana, individuando per ciascun titolo l'indice di mercato più pertinente. Nello specifico abbiamo considerato, ove fosse possibile, l'indice settoriale nel quale il titolo è inserito (ad esempio per le banche abbiamo considerato il FTSE Italia Banche); in caso contrario abbiamo preso come riferimento l'indice di riferimento per capitalizzazione di mercato (ad esempio FTSE Italia Small Cap) o il FTSE Italia STAR qualora le società fossero quotate sul segmento titoli ad alti requisiti. La tabella sottostante riassume i *benchmark* scelti per ciascun titolo:

Società target	Benchmark
Ansaldo	FTSE Italia Mid Cap
Autostrade Meridionali	FTSE Italia Prodotti e Servizi Industriali
BF	FTSE All Share
BPER	FTSE Italia Banche
Cad It	FTSE Italia STAR
Caltagirone Editore	FTSE Italia Small Cap
Carraro	FTSE Italia Prodotti e Servizi Industriali
CTI Biopharma Corp	FTSE Italia Salute
Dada	Ftse Italia Small Cap
De Longhi	FTSE Italia Moda Prodotti per la casa e per la persona
Diasorin	FTSE Italia Salute
Ei Towers	FTSE Italia Servizi Pubblici
FinecoBank	FTSE Italia Banche
Gabetti Property Solutions	FTSE Italia Beni Immobili

Guala Closures	FTSE Italia STAR
Italmobiliare	FTSE Italia Prodotti e Servizi Industriali
M&C	FTSE Italia Servizi Finanziari
Mediobanca	FTSE Italia Banche
Mittel	FTSE Italia Servizi Finanziari
Pierrel	FTSE Italia Salute
Pirelli	FTSE Italia Automobili e Componentistica
Prima Industrie	FTSE Italia Prodotti e Servizi Industriali
Rai Way	FTSE Italia Media
Retelit	FTSE Italia Telecomunicazioni
Sabaf	FTSE Italia Prodotti e Servizi Industriali
Seri Industrial	FTSE Italia Servizi Pubblici
TXT E-Solutions	FTSE Italia Tecnologia
Unipol Gruppo	FTSE Italia Assicurazioni

Per il reperimento dei dati ci siamo infine serviti dell'applicativo Bloomberg, dal quale attraverso più scarichi successivi abbiamo ottenuto i dati giornalieri dei rendimenti delle singole azioni e dei *benchmark*; tramite un apposito *tool* presente sullo stesso applicativo Bloomberg abbiamo poi calcolato i parametri di riferimento (alpha e *adjusted Beta*¹⁶⁴). Abbiamo utilizzato il *adjusted Beta* anziché il *raw Beta* perché descrive in modo più preciso la correlazione tra i rendimenti futuri dei singoli titoli e quelli degli indici di mercato utilizzati; l'*adjusted Beta* infatti è stimato a partire dai dati storici e dal *raw Beta*, ma viene corretto per tenere conto dell'assunzione secondo la quale nel lungo periodo il beta di ciascun titolo tende verso il valore 1. La formula utilizzata per aggiustare il beta è: $0,67 * \text{Raw Beta} + 0,33 * 1$ ¹⁶⁵.

Il *tool* permetteva di stimare i suddetti parametri tramite regressione lineare dei rendimenti di ciascuna azione rispetto al *benchmark* (il beta rappresenta la pendenza della retta di regressione mentre l'alpha rappresenta l'intercetta sull'asse delle ordinate); abbiamo considerato per la stima dei parametri per ciascun *item* il periodo annuale precedente la dichiarazione di intenzioni e un intervallo giornaliero di rilevazione dei valori. Abbiamo infine scaricato i dati necessari dall'applicativo e calcolato gli *abnormal returns* giornalieri per ciascun titolo, sommandoli per ottenere i *cumulative abnormal returns* su diversi orizzonti temporali; abbiamo effettuato i suddetti calcoli con l'ausilio di fogli di calcolo *Excel*.

¹⁶⁴ Nelle formule esposte in precedenza abbiamo indicato come "a" l'alpha e come "b" l'adjusted Beta

¹⁶⁵ Bloomberg Professional Service Overview, Western Libraries

4.4. Evidenze empiriche raccolte

Come più volte ripetuto nel corso della trattazione, l'obiettivo del legislatore introducendo le dichiarazioni di intenzioni era quello di fare emergere delle presunte differenze positive tra il valore dei fondamentali delle azioni ed il loro effettivo prezzo sul mercato. Ciò che ci dovremmo dunque aspettare nel caso in cui le dichiarazioni di intenzioni si rivelino efficaci e siano in grado di realizzare il proposito per le quali erano state pensate, sono degli elevati e positivi *cumulative abnormal return* nel periodo successivo alle pubblicazioni dei documenti. La tabella sottostante, frutto di una nostra rielaborazione a partire dai vari fogli di calcolo prodotti, riassume i risultati raccolti:

	CAR 1 MESE	CAR 3 MESI	CAR 6 MESI
ANSALDO	0,548%	4,608%	2,344%
AUTOSTRADE MERIDIONALI	1,770%		
BF	-9,051%	-17,114%	-12,307%
BPER	6,301%	-3,510%	1,138%
CAD IT	-9,800%	-8,718%	-19,097%
CALTAGIRONE EDITORE	-0,562%	-13,130%	-32,037%
CARRARO	-0,119%	-6,694%	-47,798%
CTI BIOPHARMA CORP	-8,826%	15,952%	
DADA	-7,616%	-15,660%	
DE LONGHI	-0,850%	4,457%	-6,824%
DIASORIN	-1,747%	-0,549%	-0,385%
EI TOWERS	-1,646%	21,197%	
FINECOBANK	-6,089%		
GABETTI PROPERTY SOLUTIONS	7,058%	7,928%	5,678%
GUALA CLOSURES	-5,726%	-40,230%	-34,403%
ITALMOBILIARE	1,822%	5,182%	1,832%
M&C	25,947%	34,288%	51,827%
MEDIOBANCA	-4,357%		
MITTEL	-5,415%	-4,646%	-8,895%
PIERREL	6,586%	11,132%	21,934%
PIRELLI	-12,478%	-18,139%	-33,762%
PRIMA INDUSTRIE	2,227%	2,106%	-16,286%

RAI WAY	-4,818%	-3,258%	-2,863%
RETELIT 1	-2,054%	-8,337%	-32,346%
RETELIT 2	-4,674%	-10,620%	-10,517%
SABAF	0,040%	-1,548%	-25,548%
SERI INDUSTRIAL	49,949%	41,268%	
TXT E-SOLUTIONS	9,609%	-1,848%	-2,529%
UNIPOL GRUPPO	5,513%	-0,013%	-4,705%

Media	1,088%	-0,227%	-9,343%
Mediana	-0,850%	-1,698%	-7,859%
Deviazione Standard	12,019%	16,555%	21,466%

I risultati sono tuttavia diversi dai propositi del legislatore: i CAR medi e mediani a tre e a sei mesi sono infatti negativi, contraddicendo un presunto disallineamento tra valore e prezzi; il CAR medio a sei mesi è poi negativo di addirittura il 9,3%; segnaliamo tuttavia che lo strumento di analisi dei *cumulative abnormal returns* funziona molto bene in una finestra temporale ridotta e meno bene in un orizzonte temporale più ampio. I risultati a più breve termine non lasciano tuttavia molti dubbi, essendo negativi, anche se molto vicini allo zero. L'unico indicatore positivo è il CAR medio a un mese (+ 1,088%); esso tuttavia risente del caso anomalo di Seri Industrial (ex KR energy): il 10 aprile 2019 furono infatti resi noti i dati di bilancio relativi all'esercizio 2018, con la società che presentava ricavi addirittura doppi rispetto alle aspettative¹⁶⁶. Il giorno dopo il titolo chiuderà con un incredibile +59,5% a 2,32 Euro; la società di revisione incaricata (BDO Italia) tuttavia non esprimerà un giudizio sul bilancio, affermando l'impossibilità di esprimere il giudizio. Il CdA della società a seguito della relazione del revisore rivedrà i conti della società il 30 maggio 2019; a seguito di quest'ultima vicenda il prezzo del titolo è immediatamente tornato sui livelli precedenti al clamoroso aumento (1,5-1,6 Euro).

Escludendo tale caso anomalo anche il CAR a un mese risulterebbe così negativo (-0,657%); a conferma di ciò, il valore mediano del CAR a un mese, che non risente per definizione di eventuali osservazioni anomale, si attesta anch'esso poco sotto lo zero (-0,850%).

¹⁶⁶ Che balzo per Seri Industrial, +59,5%, Soldi Online

5. Considerazioni conclusive

I risultati raccolti a seguito dell'indagine svolta sono dunque contrari rispetto a quelli che il legislatore avrebbe dovuto raggiungere. Tale circostanza tuttavia non ci sorprende, anche alla luce dei contenuti effettivi delle dichiarazioni che abbiamo descritto nel paragrafo 4.2; la maggior parte di esse infatti, come già evidenziato, è di fatto priva di ogni contenuto o di informazioni rilevanti per gli investitori. L'aver osservato dei CAR medi e mediani molto vicini allo zero se non negativi, ci conferma la pressoché irrilevanza di tali documenti dal punto di vista informativo. Essi peraltro finiscono con lo scoraggiare gli investitori all'acquisto di partecipazioni rilevanti, dovendo obbligatoriamente dichiarare le proprie intenzioni (anche e soprattutto quella di acquisire il controllo della società), una volta raggiunta una soglia azionaria molto bassa. A conferma "in negativo" di ciò troviamo il fatto che in nessuna delle dichiarazioni pubblicate i vari investitori hanno dichiarato tale intenzione. Tale norma rende dunque ancora più dispendioso l'acquisto del controllo delle società quotate, essendo gli investitori di fatto obbligati a non potere salire sopra il 10% dei diritti di voto di una società senza lanciare l'Opa od essere obbligati a dichiarare l'intenzione di farlo. L'unica scappatoia resterebbe invece il periodo di dieci giorni massimo intercorrente tra il raggiungimento della soglia e l'obbligo al disvelamento delle intenzioni, intervallo di tempo nel quale è possibile effettuare acquisti "al buio"; tale scappatoia resta comunque mitigata dal minor intervallo - quattro giorni di contrattazione - previsto dalla legge tra il superamento di una soglia rilevante (3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66,6%) e l'obbligo di comunicazione di tale superamento al mercato. Questa maggiore onerosità va poi a sommarsi a quella già strutturale della normativa italiana, che come ampliamento detto, obbliga a riconoscere il premio per il controllo anche agli azionisti di minoranza, in un paese nel quale i benefici privati derivanti dal controllo e di conseguenza i premi sono storicamente elevati. In conclusione, pur comprendendo le intenzioni del legislatore - italiano e comunitario - di proteggere gli azionisti di minoranza e di incentivare i piccoli investitori ad acquistare azioni, esprimiamo più di una riserva per un sistema complessivo che rende oltremodo onerosi i trasferimenti di partecipazioni di controllo, che tende così a non favorire l'ingresso nelle compagnie azionarie di investitori che creerebbero maggior valore per gli azionisti stessi e, in un'ottica più generale, per l'economia del paese intero.

Bibliografia

ASTOLFI ANDREA, Offerta Pubblica di acquisto, Dizionario Diritto Privato, Diritto commerciale e industriale, Giuffrè, 1981

BARCLAY MICHEAL J., HOLDERNESS CLIFFORD G., Private benefits from control of public corporations, Journal of financial economics 25, pp 371-395, 1989

BEBCHUK LUCYAN ARYE, Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control, in «Quarterly Journal of Economics», pp. 957-993, 1994

BODIE ZVI, KANE ALEX, MARCUS ALAN, Investments, tenth edition, McGraw Hill, 2008

BRAV ALON, JIANG WEI, PARTNOY FRANK, Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, The Journal of Finance, Volume 63, No 4, 2006

BRESCIA MORRA CONCETTA, SALLEO CARMELO, Trasferimento del controllo societario e Opa obbligatoria: profili di efficienza ed equità, Banca Impresa Società, fascicolo 3, dicembre 2002

CANNIZZARO GIUSEPPE, commento sub Art.106 in AA.VV, Commentario al testo unico delle disposizioni in tema di intermediazione finanziaria, a cura di **ALPA GUIDO, CAPRIGLIONE FRANCESCO**

CHIAPPETTA FRANCESCO, “Diritto del governo societario” IV Ed, Cedam, 2017

CLACHER IAIN, HILLIER DAVID, MCCOLGAN PATRICK, Agency Theory, Incomplete Contracting and Ownership Structure, 2017

CLERC CHRISTOPHE, DEMARIGNY FABRICE, VALIANTE DIEGO, ARAMENDIA MIRZHA DE MANUEL, A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation, Marccus Partners the Mazars Group, 2012

COMMISSIONE EUROPEA, Special rights in privatised companies in the enlarged Union – a decade full of developments, Commission Staff Working Documents, 2005

CONSOB, Report on corporate governance of italian listed company, 2018

Decreto Legge n.148/2017

DE BLASIO ANGELO, La legge italiana sulle Opa e le normative europee e USA, Giuffrè Editore, 1994

DYCK ALEXANDER, ZINGALES LUIGI, “Private benefits of control: an international comparison”, Journal of Finance, Vol. 2, 537-600, 2004.

FALCONE GIOVANNI, ROTONDO GENNARO, SCIPIONE LUIGI, Le offerte pubbliche di acquisto, Giuffrè, 2001

FERRARINI GUIDO, Il testo unico della finanza venti anni dopo, Rivista delle società, Giuffrè, 2019

FRENI ELISABETTA, Golden Share, ordinamento comunitario e liberalizzazioni asimmetriche: un conflitto irrisolto, Giornale di diritto amministrativo n.2/2007, pp. 145-150

GUARRACINO FRANCESCO, commento sub Art.111 in AA.VV, Commentario al testo unico delle disposizioni in tema di intermediazione finanziaria, a cura di **ALPA GUIDO, CAPRIGLIONE FRANCESCO**

JENSEN MICHEAL C., RUBACK RICHARD S., The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence, 1983

LENER RAFFAELE, Le offerte obbligatorie, in **RICHTER MARIO STELLA**, Le offerte pubbliche di acquisto, Giappichelli Editore, 2011

LINCIANO NADIA, “Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione”, Quaderni di Finanza, **CONSOB**, 2002

LUCANTONI PAOLA, Esenzioni dall’obbligo e offerte pubbliche di acquisto preventive, in **RICHTER MARIO STELLA**, Le offerte pubbliche di acquisto, Giappichelli Editore, 2011

MACEY JONATHAN R., Takeovers in the United States: a law and economics perspective, in Quaderni di Finanza, **CONSOB**, 1999.

MACEY JONATHAN R., **NETTER JEFFRY M.**, Regulation 13D and the Regulatory Process, Washington University Law Review, Volume 65, 1987

MARCHEGIANI LAURA, L’obbligo e il diritto di acquisto, in **RICHTER STELLA MARIO**, Le offerte pubbliche di acquisto, Giappichelli Editore, 2011

Ministero dello Sviluppo Economico, Appunto sulla norma antiscorrerie, 2017

Mozione Lupi 1-01525, presentata alla Camera il primo marzo 2017

Mozione Palese 1-01545, presentata alla Camera il 20 marzo 2017

PALISI FRANCESCA, **RICCI ROSANNA**, L’obbligo di offerta pubblica in borsa, Bancaria Editrice, 1993

POLO GIUSEPPE GIACOMO, Gli sconti per ridotti poteri e per mancanza di mercato: i modelli di stima, un’evidenza empirica, 2017

POMELLI ALESSANDRO, Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate, Giuffrè Editore, 2014

PREDA SILVIO, Una testimonianza sul mercato italiano, in Quaderni di Finanza, Consob, 1998

PROVIDENTI SALVATORE, commento sub Art.108 in AA.VV, Commentario al testo unico delle disposizioni in tema di intermediazione finanziaria, a cura di **ALPA GUIDO, CAPRIGLIONE FRANCESCO**

Regolamento Consob n.11971/1999 (Emittenti), aggiornato con le modifiche apportate con delibera n.21016 del 24 luglio 2019, Consob

ROMAGNOLI GIANLUCA, Le offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie, CEDAM, 1996

RUGGERI LUCA, I fondi sovrani e la nuova "Golden Share" italiana, Il Caso.it, 2012

SACCO GINEVRI ANDREA, I "Golden Powers" dello Stato nei settori strategici dell'economia, 2016

SACCO GINEVRI ANDREA, BUI IRENE, LOCCI LORENZO, La norma "anti-scorrerie" introdotta dal decreto legge n. 148/2017, diritto bancario approfondimenti, 2018

SALVI ANTONIO, Premi per il controllo, Metodo, Misure, Evidenze, 2013

SAN MAURO CESARE, La disciplina della Golden Share dopo la sentenza della Corte di Giustizia C-326/07, Astrid

SANDRELLI GIULIO, Note sulla disciplina "anti-scorrerie", Rivista delle Società, 2018

SCHIPPER KATHERINE, THOMPSON REX. The Impact of Merger-Related Regulations on the Shareholders of Acquiring Firms. Journal of Accounting Research: Spring, p. 184, 1983

SHAPLEY LLOYD, "A Value for n-person Games". In Kuhn, H. W.; Tucker, A. W. Contributions to the Theory of Games. Annals of Mathematical Studies. 28. Princeton University Press. pp. 307–317, 1953

SICILIANO GIOVANNI, La regolamentazione dei trasferimenti del controllo e delle acquisizioni di società quotate. Efficienza economica e protezione degli azionisti di minoranza, 1997

SMILEY, ROBERT, The Effect of the Williams Amendment and Other Factors on Transactions Costs in Tender Offers. *Industrial Organization Review* 3: pp 138-145, 1975.

Testo Unico della Finanza, Decreto Legislativo 24 febbraio 1998 n.58, aggiornato al primo maggio 2019, Consob

ZINGALES LUIGI, The value of the voting rights: a study of the Milan stock exchange experience”, *Review of Financial Studies*, Vol. 7, 125-148, 1994.

Riassunto

Il capitalismo è il sistema economico maggiormente diffuso nelle economie sviluppate moderne. Esso può essere definito come il “sistema economico in cui il capitale è di proprietà privata”. I due principali modelli di capitalismo individuabili sono il modello anglosassone e il modello renano-nipponico. Il primo è caratterizzato dalla forte presenza di *public companies* e da mercati borsistici molto sviluppati, per via del maggiore ricorso delle società al finanziamento tramite capitale di rischio; per questa ragione il modello anglosassone è definito “*market oriented*”. Il secondo è caratterizzato al contrario dalla presenza di un azionista di riferimento, o di uno zoccolo duro di azionisti che controlla di diritto o di fatto la società; la presenza di assetti proprietari molto cristallizzati fa in modo che la quota di flottante nelle società quotate sia molto limitata; la maggiore fonte di finanziamento per le società operanti in paesi caratterizzati dal renano-nipponico non è quindi rappresentata dal capitale di rischio ma bensì dai finanziamenti bancari (c.d. sistema *bank oriented*). I differenti assetti proprietari brevemente sopra descritti generano criticità da fronteggiare all'interno delle società appartenenti ai due modelli di capitalismo completamente diverse: nel modello anglosassone l'assenza di un proprietario in grado di esercitare un potere di controllo fa sì che l'amministrazione della società sia sempre affidata a *manager* esterni, i quali godono di ampia libertà nelle decisioni, dal momento che di rado gli azionisti della società sono interessati ad operare un effettivo controllo sul *management*; tradizionalmente un più efficace controllo nei confronti degli amministratori di tali società non proviene dall'interno delle stesse, ma bensì dall'esterno (*outsider system*), derivante dalle scalate ostili che tali società possono subire a seguito dell'abbassamento dei prezzi sul mercato delle azioni e dalla conseguente loro sostituzione ad opera dei nuovi proprietari. Nel modello renano esiste un diverso ordine di problemi; in questo caso il conflitto non avviene tanto tra azionista e *management*, quanto piuttosto tra gli azionisti di maggioranza e gli azionisti di minoranza. Il sistema italiano può essere più facilmente ricondotto al modello di capitalismo renano-nipponico, essendo caratterizzato da una forte concentrazione azionaria, da un mercato borsistico ancora poco sviluppato e da un accentuato ricorso all'indebitamento bancario.

Micheal Jensen definisce il controllo societario: “*as the rights to determine the management of corporate resources — that is, the rights to hire, fire and set the compensation of top-level managers*”. Tornando ad una visione più vicina ad un capitalismo di tipo renano-

nipponico, bisogna osservare come la normativa del *market for corporate control* debba tenere anche conto in qualche misura degli interessi che fanno a capo agli azionisti di minoranza, legati tanto alla possibilità che gli va concessa di fruire in tutto o in parte dei premi riconosciuti per il trasferimento del controllo di una società, quanto alla necessità di non renderli “prigionieri” del proprio investimento, dando loro possibilità di *exit* nel caso in cui non siano “soddisfatti” del nuovo azionista di maggioranza e dal *management* che verrà da questo introdotto. Emerge quindi un *trade-off* tra due obiettivi tra equità ed efficienza di cui il legislatore deve tenere conto, che si sostanzia nel fatto che la tutela degli azionisti di minoranza comporta una maggiore onerosità nell’acquisto di una partecipazione di controllo, dovendo riconoscere anche a questi un premio per la cessione delle loro quote azionarie; tale maggiore onerosità scoraggia invece il compiersi di trasferimenti efficienti.

Le motivazioni che portano all’acquisizione di una partecipazione di controllo di una società *target* risiedono sostanzialmente in tre tipologie di ragioni: i miglioramenti gestionali che il nuovo soggetto controllante si aspetta di apportare alla società, le sinergie – strategiche, operative o finanziarie – emergenti dalla fusione o acquisizione di un’azienda all’interno di un complesso aziendale preesistente e i benefici privati del controllo, ossia riferiti alla capacità «di un soggetto che controlla un’impresa di utilizzarne le risorse allo scopo di perseguire obiettivi personali». Tali benefici sono anche definiti “benefici privati dissipativi” perché portano ad una riduzione del valore di mercato della società. Una normativa ideale dovrebbe incentivare gli acquisti di pacchetti di controllo di società basati sulla volontà di creare maggiore valore di mercato e quindi maggiore ricchezza complessiva e disincentivare quelli basati sui benefici privati dissipativi, che causano un danno agli azionisti di minoranza e conducono ad una riduzione complessiva di ricchezza.

Maggiori sono i benefici appena descritti, più elevato sarà il premio per il controllo, che può essere definito come il maggior prezzo rispetto alle azioni di minoranza che un soggetto è disposto a pagare per l’acquisto di una partecipazione di controllo di una società. La quantità di questi benefici non è la stessa per ogni potenziale acquirente, dipendendo questi in parte anche dalle caratteristiche dell’acquirente stesso. Il premio per il controllo complessivo può essere scisso in due parti: “il premio di acquisizione”, costituito dal maggior valore delle azioni appartenenti ad un pacchetto di maggioranza rispetto alle azioni comprese in un pacchetto di minoranza; il premio di controllo “puro”, dovuto invece ai benefici privati di controllo. Il premio di controllo complessivo varia anche in base alla percentuale del pacchetto azionario di maggioranza che si

acquista: la presenza di benefici indivisibili, che vanno a favore dell'acquirente della partecipazione di maggioranza a prescindere dall'entità della stessa, fa sì che maggiore è la partecipazione, minore è il costo per azione di tali premi, potendo essere spalmati su una quantità maggiore di azioni.

Nella letteratura in materia numerosi sono stati i lavori di studiosi che hanno tentato di dare una definizione e, conseguentemente, di stabilire un metodo di misurazione dei premi legati all'acquisto di pacchetti di controllo di società quotate. L'universo di tali studi può essere tuttavia ricondotto in sintesi a due metodologie utilizzate per tale stima:

- Metodi di stima basati sull'analisi delle transazioni aventi ad oggetto il trasferimento di un pacchetto di controllo di una società quotate;
- Metodi di stima basati sul cosiddetto *voting premium*, ossia il maggior prezzo di mercato delle azioni ordinarie rispetto a quelle con diritto di voto limitato o senza diritto di voto.

Utilizzando il primo metodo, Barclay e Holderness individuano un premio puro di controllo pari al 20,4%, il che conferma l'esistenza dei benefici privati derivanti dal controllo; è inoltre evidenziata l'importanza della percentuale rappresentata dal pacchetto di azioni acquistato rispetto al totale, osservando come al crescere della percentuale acquisita cresca anche l'influenza nelle elezioni del *management* e conseguentemente il potere di direzione dell'impresa stessa. Esiste tuttavia un punto oltre il quale i benefici del controllo cominciano a ridursi, ossia una volta che l'influenza sulle elezioni del *board* sarà dominante e i rischi di *takeover* pressoché nulli. Dyck e Zingales osservano invece un premio medio, calcolato in 39 paesi diversi, pari al 14%. È poi interessante notare come i premi varino in maniera anche significativa tra le varie nazioni, arrivando a toccare il 65% in paesi, Italia compresa, nei quali non esisteva una normativa sull'offerta pubblica di acquisto. Sono invece proprio i paesi nei quali erano all'epoca già presenti normative a maggiore tutela degli azionisti di minoranza quelli in cui il premio di controllo risulta più limitato. Studio molto interessante che utilizza il secondo metodo è quello di Linciano, la quale si propone di studiare l'impatto della progressiva regolamentazione del mercato del controllo societario, avvenuta in Italia nel corso degli anni Novanta, sulla misura dei benefici privati derivanti dal controllo: la tendenza del *voting premium* è stata decrescente per tutti gli anni Novanta, in seguito alla progressiva regolamentazione del mercato.

Le due principali impostazioni che la normativa del *market for corporate control* può seguire sono due: la *market rule*, che si esplica nella trattativa privata tra il potenziale acquirente

e il venditore del pacchetto di controllo, la quale esclude di fatto la partecipazione degli altri azionisti alla ripartizione del premio di controllo; la *equal opportunity rule*, che si sostanzia invece nell'obbligo in capo al potenziale acquirente di una partecipazione di controllo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto (Opa); la *market rule* è l'assetto attualmente negli Stati Uniti d'America, così come in Italia fino al 1992, anno in cui venne introdotto per la prima volta l'obbligo di Opa; l'*equal opportunity rule* invece è correntemente applicata in Gran Bretagna e negli Stati appartenenti all'Unione Europea, a seguito della Direttiva 2004/25/CE. La questione sulla convenienza dell'adozione dell'uno o dell'altro approccio legislativo è trattata da Bebchuk (1994), il quale sviluppa un semplice ma efficace modello economico attraverso il quale spiega quali sono i punti di forza e di debolezza della MR e della EOR. La *market rule* non previene l'avvenire di alcune transazioni inefficienti, ma al contrario può prevenire alcune trattative efficienti: il controllo infatti sarà trasferito soltanto se l'acquirente sarà capace di trarre benefici totali maggiori del venditore. Ciò può avvenire sia nel caso in cui l'acquirente riesca effettivamente ad aumentare il valore delle azioni, garantendo così un vantaggio a sé ma anche a tutti gli altri azionisti, sia nel caso in cui invece egli non riesca effettivamente ad aumentare il valore delle azioni, o addirittura lo faccia diminuire, ma in compenso riesca a trarre dalla società benefici privati che superino tale perdita, fattispecie però non socialmente desiderabile, perché alla fine il valore di borsa della società ne risulterà ridimensionato, causando un danno a tutti gli azionisti di minoranza, che a differenza dell'azionista di maggioranza non potranno godere dei maggiori benefici privati. Sotto la *equal opportunity rule* avverranno invece soltanto trasferimenti efficienti: infatti l'incremento di valore che il nuovo proprietario dovrà essere in grado di apportare alle azioni della società deve essere superiore ai benefici privati che il vecchio azionista era in grado di estrarre, moltiplicato per un coefficiente inversamente proporzionale alla sua quota di controllo; tuttavia la EOR eviterà anche il compiersi di trasferimenti efficienti, essendo comunque necessario che l'aumento di valore sia superiore ad una certa quota dei benefici privati dei quali godeva il vecchio proprietario. Volendo fare alcune parziali considerazioni su un possibile confronto tra le due regole possiamo osservare come la *equal opportunity rule* permetta il compiersi soltanto di trasferimenti efficienti e che consente anche una maggiore equità dal punto di vista della redistribuzione della ricchezza. È tuttavia immediato constatare che nel caso in cui vi siano elevati benefici privati l'incremento di valore necessario per consentire il compiersi del trasferimento possa diventare troppo elevato, disincentivando quindi la realizzazione di numerosi trasferimenti efficienti e paralizzando il mercato. Essendo inoltre l'Italia un paese nel

quale storicamente i benefici privati sono molto elevati, è chiaro come l'adozione della *equal opportunity rule* possa generare effetti distorsivi notevoli, cristallizzando l'assetto delle partecipazioni esistente. Una possibile adozione della *market rule* potrebbe invece significare un incentivo al compimento di molti trasferimenti efficienti che invece con la EOR sono troppo dispendiosi e che peraltro andrebbero anche a vantaggio degli azionisti di minoranza, che potrebbero godere di un valore più alto delle azioni e di una migliore gestione societaria.

Come già accennato, le legislazioni nazionali in materia degli Stati che aderiscono all'UE sono vincolate dal recepimento della Direttiva 2004/25/CE, tra gli obiettivi della quale troviamo la tutela dei possessori di minoranza delle azioni, la definizione di un «contesto chiaro e trasparente a livello comunitario per quanto riguarda i problemi giuridici da risolvere nel caso di offerte pubbliche di acquisto», la prevenzione di distorsioni a livello comunitario causate dalle differenze regolative a livello di Stati. Alla luce di quanto osservato in tema di *trade-off* tra efficienza del mercato per il controllo societario e tutela degli azionisti di minoranza, il legislatore europeo propende per il secondo obiettivo; si giustifica così formalmente e sostanzialmente il ricorso ad una previsione normativa come quella dell'Opa obbligatoria, che applica di fatto alla lettera la *equal opportunity rule*. Spostandosi dall'altra parte dell'oceano la situazione muta radicalmente: basta anche solo citare la Costituzione Americana per capire che le esigenze a livello legislativo e gli interessi conseguentemente tutelati sono radicalmente diversi. La *Commerce Clause* impedisce infatti agli Stati Americani di approvare leggi che possano interferire con il commercio interstatale, e in questo rientrano le acquisizioni societarie. Ma l'aspetto peculiare che caratterizza la normativa americana, distanziandola notevolmente da quella introdotta in Europa dalla Direttiva è però l'assenza di un obbligo di Opa successiva all'acquisizione del controllo a favore degli azionisti di minoranza. Questo approccio prevalente negli ordinamenti degli Stati americani fa sì che negli Stati Uniti viga di fatto la *market rule*, non esistendo un obbligo espresso che estenda l'offerta anche agli azionisti di minoranza, che ne possono quindi rimanere esclusi, non avendo la possibilità di vendere le azioni ad un prezzo prestabilito. Il fatto che esista e sia ampiamente regolamentata la possibilità di promuovere un'offerta pubblica di acquisto non deve infatti trarre in inganno, laddove questa non prevede né l'obbligo di acquisto della totalità delle azioni, né tantomeno l'obbligo di essere lanciata nel caso in cui si voglia acquistare il controllo della società.

In Italia una vera e propria normativa avente ad oggetto le offerte pubbliche di acquisto è stata promulgata soltanto nel 1992, come risultato finale di un dibattito in dottrina durato circa quarant'anni. In realtà il *casus belli* che sollevò il dibattito sull'opportunità di introdurre anche in Italia un *corpus* legislativo per le Opa ci fu solamente nel 1971, quando il finanziere Michele Sindona lanciò un'offerta pubblica di acquisto, la prima di sempre in Italia, per appropriarsi della Bastogi. Il "caso Bastogi" spinse il comitato direttivo degli agenti di cambio della borsa valori di Milano a varare un Codice di Comportamento, sulla falsariga delle esperienze legislative e regolamentari negli altri paesi europei. La prima sporadica norma che fece riferimento ad offerte pubbliche di titoli fu l'art.18 Legge 216/1974, la quale sanciva che: *"coloro che intendono procedere all'acquisto o alla vendita di azioni o di obbligazioni convertibili mediante offerta al pubblico, devono preventivamente darne comunicazione alla Commissione nazionale per le società e la borsa, indicando le condizioni, le modalità e i termini di svolgimento dell'operazione. [...]"*.

Il primo *corpus* normativo organico in materia di Opa verrà quindi emanato soltanto grazie alla Legge 149/1992. L'art.9 definiva "offerta pubblica di acquisto": "[...] tutte quelle aventi per oggetto l'acquisto e scambio di valori mobiliari quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto (quali azioni, obbligazioni convertibili o altri titoli o diritti) che comunque consentono di acquisire diritti di voto di seguito denominati «titoli»". Le diverse ipotesi di Opa erano invece regolate dai vari commi dell'art.10; erano individuabili quattro diverse categorie: l'Opa preventiva (alcuni distinguono tra Opa preventiva per il controllo e Opa per la quota di maggioranza relativa), l'Opa incrementativa del semicontrollo, l'Opa successiva, l'Opa residuale. L'Opa preventiva, secondo l'art.10 comma 1 doveva essere lanciata da "chiunque intenda acquisire, direttamente o indirettamente, per il tramite di una interposta persona o di una società fiduciaria ovvero attraverso la partecipazione a sindacati di voto, il controllo di una società quotata in borsa o ammessa alle negoziazioni nel mercato ristretto deve promuovere una offerta pubblica di acquisto relativamente alle azioni con diritto di voto"; doveva essere la Consob a stabilire caso per caso la percentuale minima di tale partecipazione rilevante (comma 3). Questa disposizione sollevava più di una perplessità a causa della presa in considerazione di un parametro oltremodo variabile, spostando le difficoltà relative alla sua determinazione dal piano legislativo a quello amministrativo e generando non poca confusione all'interno del mercato e avendo come conseguenza un sistema regolamentare inadeguato ed incompleto. L'art.10 comma 8 disciplinava invece la fattispecie dell'Opa successiva, prevedendo la possibilità di effettuare acquisti in deroga

ai limiti posti ai commi 1, 7 anche tramite acquisti effettuati fuori dalla borsa o dal mercato ristretto, purché questo entro trenta giorni “promuova, entro trenta giorni dalla data dell’acquisto, un’offerta pubblica di acquisto per un quantitativo di titoli non inferiore a quello acquistato e per un prezzo non inferiore alla media ponderata dei prezzi di acquisto”. La soluzione adottata dal legislatore si è posta nel mezzo tra la *market rule* e la *equal opportunity rule*, prevedendo infatti l’obbligo di Opa sul totale delle azioni soltanto qualora gli acquisti in precedenza effettuati fosse superiore al 50%; nel caso in cui invece gli acquisti si fossero attestati al di sotto di tale soglia, il promotore avrebbe potuto scegliere di lanciare un’offerta su un quantitativo minore di titoli, violando così in maniera netta il principio di parità di trattamento degli azionisti di minoranza; tale forma imperfetta di *equal opportunity rule* sembrava quindi porsi nel mezzo tra gli obiettivi di tutela degli azionisti di minoranza e di maggiore fluidità del mercato del controllo societario. Brescia Morra e Salleo (2002) hanno studiato gli effetti della nuova normativa sul mercato del controllo societario italiano: con questa normativa il trasferimento della partecipazione di controllo risultava essere comunque molto costoso, in quanto l’incremento di valore dell’impresa necessario a giustificare la transazione doveva essere superiore al livello dei benefici privati (che come abbiamo avuto modo di osservare sono particolarmente elevati in Italia), più una frazione dell’aumento del valore di borsa che questa causerebbe. Tale sistema per di più non escludeva neanche trasferimenti inefficienti, oltre ovviamente a prevenire numerosi trasferimenti efficienti, arrivando quindi a cumulare gli svantaggi derivanti dai due sistemi. Tuttavia, solo quattro anni dopo dalla approvazione della Legge 149/92, il 6 febbraio 1996 veniva promulgata la legge n.52, la quale obbligava, delegando il governo a tal proposito, ad emanare nel termine di un anno i decreti legislativi attuativi delle direttive europee di riferimento, al fine di adeguare la normativa italiana. La “Commissione Draghi” provvide alla redazione della nuova normativa: il decreto legislativo che ne fu il risultato fu approvato il 24 febbraio 1998 (D.Lgs n.58/1998) sotto il nome di “Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria”, meglio noto come “Tuf”, ed entrò in vigore il primo luglio dello stesso anno.

Il testo originario dell’Art.106 co.1 Tuf introduceva una soglia rilevante fissa (il 30%), che segnò così il superamento della cosiddetta soglia mobile e di tutte le perplessità che questa suscitava. Lo stabilire una soglia fissa al di sopra della quale scatta l’obbligo di promuovere un’offerta pubblica di acquisto sul totale delle azioni dava dunque maggiori garanzie in tema di certezza del diritto. I primi commentatori della disciplina introdotta dal Tuf hanno tuttavia sollevato qualche dubbio in merito all’opportunità di introdurre un tale obbligo, in quanto

diventerebbe un disincentivo alle acquisizioni: “l’obbligo di Opa totalitaria in ipotesi di acquisizione ostile del controllo costituisce una formidabile *poison pill* che il legislatore offre su un piatto d’argento a nuclei più o meno duri, a famiglie arroccate nella difesa di posizioni ereditate ed a *managers* propensi all’inamovibilità” (Carbonetti, 1998). Come già più volte affermato, tale disposizione potrebbe rappresentare uno svantaggio tutto a discapito degli stessi azionisti risparmiatori, che il nuovo testo vorrebbe invece tutelare, e che invece possono più difficilmente avvantaggiarsi di eventuali nuovi e differenti azionisti di controllo, i quali, rilevando la società, potrebbero incrementarne il valore con la loro gestione. Sempre a proposito della soglia minima, la Legge 116/2014 ha poi aggiunto all’Art.106 un comma 1-bis, che abbassa la soglia rilevante al 25% qualora non vi siano azionisti che detengano una partecipazione superiore. Al pari della determinazione della soglia minima, riveste primaria importanza la determinazione del prezzo al quale deve essere promossa l’offerta. La sua variazione incide infatti sull’onerosità della stessa: la Legge 149/1992 fissava un limite inferiore nella “media ponderata dei prezzi di acquisto”; il Tuf, almeno nella sua formulazione originaria, fissava il prezzo minimo nella “media aritmetica fra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi e quello più elevato pattuito nello stesso periodo dall’offerente per acquisti di azioni ordinarie”. La soluzione adottata dal legislatore è quindi un compromesso tra la tutela degli investitori realizzata dalla *equal opportunity rule* e la maggiore fluidità del mercato realizzata dalla *market rule*, il legislatore non ha quindi voluto rendere i trasferimenti oltremodo onerosi, ingessando le strutture proprietarie delle società, e ha realizzato una sorta di *equal opportunity rule* imperfetta, incapace tuttavia di tutelare in astratto alcun interesse, né quello degli azionisti di minoranza, né quello dei potenziali acquirenti. Il legislatore è poi tornato sui suoi passi nell’ambito del recepimento della Direttiva, modificando l’Art.106 co.2, e stabilendo che l’offerta deve essere promossa “a un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall’offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all’articolo 102, comma 1, per acquisti di titoli della medesima categoria”. La norma è quindi ora maggiormente coerente con i principi ispiratori del sistema adottato, adatta per lo meno alla realizzazione dell’obiettivo per il quale è stata pensata. Certo è che in questo modo l’onerosità delle acquisizioni risulta essere ulteriormente aggravata.

All’Art.106 co.4 troviamo la disciplina, piuttosto scarna peraltro, dell’Opa preventiva totalitaria, la quale è stata quindi derubricata a semplice fattispecie di esenzione dall’obbligo di Opa successiva totalitaria; l’Opa preventiva parziale viene disciplinata dall’Art.107, ed è

espressamente indicata dalla legge come un'ulteriore ipotesi di esenzione dall'obbligo di Opa successiva totalitaria. La norma fissa la percentuale minima per il lancio di tale offerta al 60% del capitale e subordina il lancio al rispetto di talune condizioni.

L'ultima novità rilevante che ha modificato la normativa sugli assetti proprietari, con impatto sul mercato del controllo societario, è del 2017 e riguarda l'obbligo di emettere, ricorrendo certe condizioni, delle dichiarazioni di intenzione sulle strategie future riguardanti le strategie future che si intende seguire come azionista di una società quotata. L'intenzione di approvare una norma "anti-scorrerie", come fu subito battezzata, era stata paventata dall'allora Ministro dello Sviluppo Economico Carlo Calenda ad un convegno organizzato da "il Foglio" nel febbraio 2017. Calenda sostenne allora la necessità di inserire nell'ordinamento una norma che permettesse al mercato di conoscere le intenzioni degli investitori qualora questi avessero superato una soglia rilevante di azioni detenute nella società bersaglio: «Non sarà una norma anti Vivendi, ma una norma mutuata da Francia e Stati Uniti che dirà che se compri il 5% di una società devi dichiarare perché lo stai facendo. L'obiettivo è non paralizzare le aziende». Ancora: «La misura non sarà retroattiva, ma sarà a favore della trasparenza per chi acquisisce partecipazioni rilevanti». Il riferimento del Ministro alle pregresse vicende che hanno coinvolto da un lato i francesi di Vivendi e dall'altro Mediaset, e ancora prima l'opposizione del governo francese all'acquisizione di Stx da parte della società italiana Fincantieri è chiaro, con Calenda che tenne allora a ribadire che «Non siamo più fessi dei francesi». Il *casus belli* fu allora proprio la tentata scalata dei francesi di Vivendi, società finanziaria attiva nel campo dei media e delle telecomunicazioni facente capo a Vincent Bolloré, al capitale di Mediaset; la vicenda si è poi protratta fino ad oggi, senza che abbia avuto ancora un epilogo definitivo, con una battaglia giudiziaria ancora in atto tra le parti e con Vivendi che detiene tuttora il 28,8% del capitale di Mediaset. A seguito della vicenda tornerà di attualità il tema dell'intervento dello Stato nell'economia tramite l'utilizzo della cosiddetta "golden share", ossia quella "quota del capitale sociale che attribuisce al detentore particolari privilegi" e simmetricamente la necessità, manifestata dallo stesso Calenda, di una maggiore *disclosure* sulle intenzioni da fornire al mercato al momento del raggiungimento di una soglia rilevante del capitale di una società quotata, informativa che nell'intento del Ministro dovrebbe disvelare anticipatamente gli obiettivi di tali acquisti di azioni. Una nota dello stesso Ministero dello Sviluppo Economico precisa come il fine della norma sia quello di "migliorare il grado di trasparenza del mercato e di incrementare il grado di conoscenza degli stakeholder onde favorire l'assunzione di decisioni consapevoli",

ricollegando tale necessità “al disallineamento tra prezzi di mercato e i valori fondamentali delle società emittenti”, con l’obiettivo di realizzare una migliore efficienza del mercato a seguito del “disvelamento delle finalità di acquisizione delle partecipazioni azionarie significative”. Nonostante le finalità ufficiali fornite dal Ministero della norma introdotta nel Tuf tramite il dl 148/2017, non si può tacere il collegamento della stessa con la riforma del *golden power* presente nello stesso decreto legge; le due norme vanno infatti lette unitamente nell’ottica di voler assicurare una maggiore protezione al capitale delle imprese nazionali dagli attacchi ostili delle imprese straniere, dei quali il caso Mediaset-Vivendi rappresentò la goccia che fece traboccare il vaso, fermo restando gli effetti molto più generali che la norma ha avuto sul mercato del controllo societario italiano.

L’Art.13 DL 148/2017 modifica quindi il Tuf, introducendo il comma 4-bis all’Art.120, che obbliga tutti coloro che acquistano una partecipazione in una società quotata pari o superiore delle soglie del 10%, 20%, 25% a redigere e trasmettere, *entro dieci giorni dal superamento della soglia rilevante*, alla società bersaglio e alla Consob una dichiarazione di intenzioni, ossia un documento recante le seguenti informazioni rilevanti:

- a) *i modi di finanziamento dell'acquisizione;*
- b) *se agisce solo o in concerto;*
- c) *se intende fermare i suoi acquisti o proseguirli nonché se intende acquisire il controllo dell'emittente o comunque esercitare un'influenza sulla gestione della società e, in tali casi, la strategia che intende adottare e le operazioni per metterla in opera;*
- d) *le sue intenzioni per quanto riguarda eventuali accordi e patti parasociali di cui è parte;*
- e) *se intende proporre l'integrazione o la revoca degli organi amministrativi o di controllo dell'emittente.*

È ravvisabile una certa indeterminatezza nell’obbligo di *disclosure* previsto dalla lettera c) della norma, laddove si richiede all’investitore di indicare i modi in cui intende “*esercitare un'influenza sulla gestione della società*”; in questo caso non facendosi alcun riferimento ad una influenza notevole sembrerebbe si debba indicare un qualsiasi tipo di attivismo nei confronti della società *target*. A prescindere da ogni possibile indeterminatezza che una tale dichiarazione può comportare, va tuttavia notato come per “intenzione” deve intendersi una decisione compiuta e maturata in seno all’investitore e, nel caso di società, deve avere terminato il suo *iter* procedurale

all'interno dei vari organi della stessa; solo in questo caso si potrà parlare di una vera propria "intenzione" che può quindi essere comunicata al mercato. In caso contrario si ritiene tuttavia che non possa nemmeno tacersi l'esistenza di un procedimento di maturazione della decisione nel caso in cui questo non si sia ancora chiuso, con l'eventualità di effettuare una nuova comunicazione nel caso di cambiamento delle intenzioni, e quindi nel momento in cui questo sia arrivato a compimento. Per quanto riguarda invece i cambiamenti di intenzioni da parte dell'investitore, va detto come questo sia obbligato ad effettuare una nuova dichiarazione nel caso in cui, nell'arco di sei mesi, siano intervenute "circostanze oggettive sopravvenute"; non si richiede quindi che tali circostanze siano esterne alla sfera dell'investitore, ma solamente l'oggettività delle stesse, tale che possa essere in questo modo giustificato il mutamento delle strategie di investimento dell'acquirente.

Raccogliamo infine una sfida lanciata dallo stesso Sandrelli – l'articolo da lui scritto è stato pubblicato a inizio 2018 nella Rivista delle Società – il quale riteneva che sarebbe stato "interessante verificare sul campo" se il mercato avrebbe giovato in qualche modo di tale supplemento informativo garantito dal nuovo 4-bis, anticipando come l'esperienza degli altri ordinamenti europei non fosse stata "particolarmente incoraggiante". Abbiamo preliminarmente osservato il contenuto delle dichiarazioni di intenzioni pubblicate sul sito della Consob; per quanto riguarda l'informazione fondamentale che da esse si intende ricavare, ossia se l'investitore *"intende fermare i suoi acquisti o proseguirli nonché se intende acquisire il controllo dell'emittente o comunque esercitare un'influenza sulla gestione della società e, in tali casi, la strategia che intende adottare e le operazioni per metterla in opera"*, su 51 dichiarazioni presentate all'autorità competente e alle varie società *target*, salvo due parziali eccezioni di cui daremo conto subito dopo, nelle restanti 49 appare scritto chiaramente che "il dichiarante non intende acquisire il controllo della società emittente"; risultato questo quantomeno scontato, considerando che in caso contrario si sarebbe trattato di una aperta dichiarazione di voler lanciare una offerta pubblica di acquisto, circostanza che avrebbe fatto schizzare all'istante i prezzi delle azioni. Fanno parziale eccezione le dichiarazioni su Carige di Malacalza e la dichiarazione di Amsicora S.r.l. su Tiscali, senza tuttavia alterare la sostanza.

Abbiamo quindi verificato tramite un'analisi empirica l'impatto sui prezzi delle azioni delle dichiarazioni di intenzioni, attendendoci, se fossero rispettate le aspettative del legislatore un

impatto significativamente positivo sui prezzi delle azioni. Per verificare ciò è stato necessario isolare il loro effetto sui prezzi da ogni altra determinante di una loro fluttuazione; i prezzi delle azioni variano infatti a causa di un vasto numero di fattori. La prima misura da determinare nell'approccio generalmente seguito nei casi di studio è la *proxy* di quello che sarebbe stato il rendimento delle azioni non considerando l'evento oggetto di studio; generalmente si prende in considerazione il rendimento di un *benchmark* opportunamente individuato, quasi sempre un indice di mercato. Si confronta infine il rendimento dell'azione specifica con quello del *benchmark*; la differenza tra i due rappresenta l'extra rendimento del titolo, ossia il rendimento che non è giustificato da fattori di mercato ma dall'evento considerato; tale extra rendimento viene definito in termini tecnici *abnormal return*. L'approccio utilizzato nell'analisi empirica effettuata stima gli *abnormal returns* tramite un approccio di mercato, utilizzando la seguente formula:

$$r_t = a + br_{Mt} + e_t$$

Dove:

r_t = rendimento complessivo dell'azione al tempo t

a = rendimento medio dell'azione in un periodo a rendimento zero del mercato

b = sensitività del rendimento dell'azione rispetto al rendimento del mercato

e_t = *abnormal return*

La formula sopra può essere riscritta nei seguenti termini:

$$e_t = r_t - (a + br_{Mt})$$

Emerge così chiaramente che in un approccio di mercato l'*abnormal return* è esattamente la differenza tra il rendimento complessivo dell'azione e il rendimento atteso considerati esclusivamente i fattori di mercato, ossia il rendimento atteso calcolato a partire dal *benchmark* (indice di mercato). Nei casi di studio tuttavia non vengono spesso usati *abnormal return* con riferimento a singoli periodi di tempo, che non sono una misura molto significativa, ma vengono considerati i *cumulative abnormal returns* (CAR), ossia la somma aritmetica di tutti gli *abnormal return* osservati su un intervallo di tempo più o meno prolungato. Nello specifico la data dell'annuncio è spesso chiamata "giorno 0" e a partire da essa vengono calcolati quotidianamente gli *abnormal return* per il periodo di tempo stabilito; la somma di questi rappresenta il CAR,

ossia l'impatto specifico che un evento ha avuto sul prezzo del titolo in esame. Nella nostra indagine abbiamo dapprima calcolato gli *abnormal return* su base giornaliera, a partire dalla data di emissione di ciascuna dichiarazione di intenzioni e successivamente abbiamo calcolato i CAR a un mese, tre mesi e sei mesi. Per quanto riguarda invece la composizione del campione, abbiamo in un primo momento considerato tutte le società che sono state oggetto di una dichiarazione di intenzioni fino al 15/7/2019, escludendo successivamente le società oggetto di più dichiarazioni intervallate da meno di sei mesi, al fine di evitare che gli effetti delle stesse si sovrapponevano tra loro creando un impatto sul prezzo poco chiaro e difficile da isolare. Per alcune dichiarazioni ci siamo limitati ad individuare gli impatti sui prezzi solamente a un mese oppure a un mese e a tre mesi o per ragioni di indisponibilità dei dati o perché la società ha subito il *delisting* delle azioni. Il campione così individuato è formato da 29 *items*, che scendono a 26 per i CAR a tre mesi e a 23 per i CAR a sei mesi. Per la scelta dei *benchmark* di riferimento ci siamo serviti del sito di Borsa Italiana, individuando per ciascun titolo l'indice di mercato più pertinente. Nello specifico abbiamo considerato, ove fosse possibile, l'indice settoriale nel quale il titolo è inserito (ad esempio per le banche abbiamo considerato il FTSE Italia Banche); in caso contrario abbiamo preso come riferimento l'indice di riferimento per capitalizzazione di mercato (ad esempio FTSE Italia Small Cap) o il FTSE Italia STAR qualora le società fossero quotate sul segmento titoli ad alti requisiti. Per il reperimento dei dati ci siamo infine serviti dell'applicativo Bloomberg, dal quale attraverso più scarichi successivi abbiamo ottenuto i dati giornalieri dei rendimenti delle singole azioni e dei *benchmark*; tramite un apposito *tool* presente sullo stesso applicativo Bloomberg abbiamo poi calcolato i parametri di riferimento (alpha e *adjusted Beta*). Il *tool* permetteva di stimare i suddetti parametri tramite regressione lineare dei rendimenti di ciascuna azione rispetto al *benchmark* (il beta rappresenta la pendenza della retta di regressione mentre l'alpha rappresenta l'intercetta sull'asse delle ordinate); abbiamo considerato per la stima dei parametri per ciascun *item* il periodo annuale precedente la dichiarazione di intenzioni e un intervallo giornaliero di rilevazione dei valori. Abbiamo infine scaricato i dati necessari dall'applicativo e calcolato gli *abnormal returns* giornalieri per ciascun titolo, sommandoli per ottenere i *cumulative abnormal returns* su diversi orizzonti temporali; abbiamo effettuato i suddetti calcoli con l'ausilio di fogli di calcolo *Excel*.

Abbiamo ottenuto i seguenti risultati:

	CAR 1 Mese	CAR 3 Mesi	CAR 6 Mesi
Media	1,088%	-0,227%	-9,343%
Mediana	-0,850%	-1,698%	-7,859%
Deviazione Standard	12,019%	16,555%	21,466%

I risultati sono diversi dai propositi del legislatore: i CAR medi e mediani a tre e a sei mesi sono infatti negativi, contraddicendo un presunto disallineamento tra valore e prezzi; il CAR medio a sei mesi è poi negativo di addirittura il 9,3%; segnaliamo tuttavia che lo strumento di analisi dei *cumulative abnormal returns* funziona molto bene in una finestra temporale ridotta e meno bene in un orizzonte temporale più ampio. I risultati a più breve termine non lasciano tuttavia molti dubbi, essendo negativi, anche se molto vicini allo zero. L'unico indicatore positivo è il CAR medio a un mese (+ 1,088%); esso tuttavia risente del caso anomalo di Seri Industrial (ex KR energy): il 10 aprile 2019 furono infatti resi noti i dati di bilancio relativi all'esercizio 2018, con la società che presentava ricavi addirittura doppi rispetto alle aspettative. Il giorno dopo il titolo chiuderà con un +59,5% a 2,32 Euro; la società di revisione incaricata (BDO Italia) tuttavia non esprimerà un giudizio sul bilancio, affermando l'impossibilità di esprimere il giudizio. Il CdA della società a seguito della relazione del revisore rivedrà i conti della società il 30 maggio 2019; a seguito di quest'ultima vicenda il prezzo del titolo è immediatamente tornato sui livelli precedenti al clamoroso aumento (1,5-1,6 Euro). Escludendo tale caso anomalo anche il CAR a un mese risulterebbe così negativo (-0,657%); a conferma di ciò, il valore mediano del CAR a un mese, che non risente per definizione di eventuali osservazioni anomale, si attesta anch'esso poco sotto lo zero (-0,850%).

I risultati raccolti a seguito dell'indagine svolta sono dunque contrari rispetto a quelli che il legislatore avrebbe dovuto raggiungere. Tale circostanza tuttavia non ci sorprende, anche alla luce dei contenuti effettivi delle dichiarazioni; la maggior parte di esse infatti, come già evidenziato, è di fatto priva di ogni contenuto o di informazioni rilevanti per gli investitori. L'aver osservato dei CAR medi e mediani molto vicini allo zero se non negativi, ci conferma la pressoché irrilevanza di tali documenti dal punto di vista informativo. Essi peraltro finiscono con lo scoraggiare gli investitori all'acquisto di partecipazioni rilevanti, dovendo obbligatoriamente dichiarare le proprie intenzioni (anche e soprattutto quella di acquisire il controllo della società), una volta raggiunta una soglia azionaria molto bassa. A conferma "in negativo" di ciò troviamo

il fatto che in nessuna delle dichiarazioni pubblicate i vari investitori hanno dichiarato tale intenzione. Tale norma rende dunque ancora più dispendioso l'acquisto del controllo delle società quotate, essendo gli investitori di fatto obbligati a non potere salire sopra il 10% dei diritti di voto di una società senza lanciare l'Opa od essere obbligati a dichiarare l'intenzione di farlo. L'unica scappatoia resterebbe invece il periodo di dieci giorni massimo intercorrente tra il raggiungimento della soglia e l'obbligo al disvelamento delle intenzioni, intervallo di tempo nel quale è possibile effettuare acquisti "al buio"; tale scappatoia resta comunque mitigata dal minor intervallo - quattro giorni di contrattazione - previsto dalla legge tra il superamento di una soglia rilevante e l'obbligo di comunicazione di tale superamento al mercato. Questa maggiore onerosità va poi a sommarsi a quella già strutturale della normativa italiana, che come ampliamento detto, obbliga a riconoscere il premio per il controllo anche agli azionisti di minoranza, in un paese nel quale i benefici privati derivanti dal controllo e di conseguenza i premi sono storicamente elevati. In conclusione, pur comprendendo le intenzioni del legislatore - italiano e comunitario - di proteggere gli azionisti di minoranza e di incentivare i piccoli investitori ad acquistare azioni, esprimiamo più di una riserva per un sistema complessivo che rende oltremodo onerosi i trasferimenti di partecipazioni di controllo, che tende così a non favorire l'ingresso nelle compagnie azionarie di investitori che creerebbero maggior valore per gli azionisti stessi e, in un'ottica più generale, per l'economia del paese intero.