

OPA in Italia, Golden power e mercato del controllo societario

Prof. Mosco Gian Domenico

RELATORE

Prof. Nuzzo Antonio

CORRELATORE

Gianluigi Aliquò Matr. 161033

CANDIDATO

INDICE

INTRODUZIONE.....	1
-------------------	---

CAPITOLO I

LE OPA ED IL MERCATO DEL CONTROLLO SOCIETARIO

1. La ratio della disciplina e gli interessi coinvolti.....	7
2. L'essenzialità dell'efficienza del mercato del controllo societario e la contendibilità del controllo	14
3. La tutela degli azionisti di minoranza: i <i>cittadini del mercato</i>	19
3.1. La ratio dell'OPA obbligatoria: presidio all'efficienza del mercato o tutela della minoranza?	24
3.1.1. Il prezzo dell'OPA obbligatoria. Le modifiche apportate dal d.lgs. 229/2007 e l'attuale art. 106. La riduzione e l'aumento del prezzo da parte della Consob	34
3.2. La maggiorazione del diritto di voto. Il principio <i>one share one vote</i> , la sua eliminazione e l'impatto sulla disciplina dell'OPA obbligatoria. Il Decreto Competitività (d.l. n. 91/2014).....	38
4. L'interesse dello <i>scalatore</i> e degli <i>azionisti dell'offerente</i>	48
5. Analisi comparatistica: la disciplina ed il trade-off negli Stati Uniti. Il <i>Williams Act</i> e i <i>Takeover statutes</i> : il doppio binario legislativo.	50
5.1. Il dibattito dottrinale: tra contendibilità e strategie difensive.....	54
6. Il dibattito sulla contendibilità: è un obiettivo sacrificabile?	59
7. Le OPA nella Borsa Italiana	63

CAPITOLO II

LE OPA OSTILI ED I LIMITI ALLE TECNICHE DI DIFESA: LA TRAIETTORIA NORMATIVA SUI TAKEOVERS

1.	Le OPA ostili e l'approccio verso le tecniche di difesa: l'evoluzione normativa. L'importanza di una regolamentazione in materia.....	70
2.	Il concetto di <i>ostilità</i> e le sue ricostruzioni dottrinali	72
3.	I primi <i>step normativi</i> in tema di OPA nell'ordinamento italiano. La Legge 216/1974: la c.d. <i>miniriforma societaria</i> ed i nuovi orizzonti del diritto societario.	75
3.1.	La Legge 149/1992 (la c.d. Legge OPA): il <i>favor</i> nei confronti dell'offerente e l'imposizione della passività assoluta. L'assenza di una disciplina organica e la necessità di un ulteriore intervento normativo.	78
3.2.	Il Testo Unico della Finanza (decreto legislativo 58/1998): un'inversione di rotta rispetto al precedente immobilismo imposto alla società target. L'art. 104 TUF e le relative questioni interpretative.....	83
4.	La Direttiva 2004/25/CE: la Direttiva OPA e l'introduzione delle attuali <i>passivity rule</i> e <i>breakthrough rule</i> . Lo spirito legislativo europeo.....	91
4.1.	La regola di passività: la c.d. <i>passivity rule</i> (art. 9 Direttiva 2004/25/CE).....	96
4.2.	La regola di neutralizzazione: la c.d. <i>breakthrough rule</i> (art. 11 Direttiva 2004/25/CE).....	98
4.3.	La libertà degli ordinamenti nazionali e la clausola di reciprocità (art. 12 Direttiva 2004/25/CE). Le clausole di opt-out e di opt-in.	102
5.	Il recepimento e l'attuazione della Direttiva OPA nell'ordinamento giuridico italiano. Il decreto legislativo n. 229/2007.....	105
5.1.	La crisi del 2008 e l'immediato revirement sulle norme anti-difese: il ridimensionamento degli obiettivi. Il Decreto anti-crisi (D.L. n. 185/2008, convertito in L. n. 2/2009).	111

5.2.	Il <i>Decreto correttivo</i> : il ripristino dell'imperatività della passivity rule.....	117
6.	Le tecniche di difesa successive	122
6.1.	Il cavaliere bianco: la ricerca di offerte concorrenti	124
7.	Le tecniche di difesa preventive	126
7.1.	Gli shark repellents. Lo staggered board e la supermajority.	127
7.2.	I golden parachutes	129
7.3.	Le poison pills	133
7.4.	La maggiorazione del diritto di voto e gli interventi recenti (la Legge Capitali): tale strumento può essere considerato un meccanismo anti-scalata?	140

CAPITOLO III:

IL RAPPORTO TRA LA DISCIPLINA DELLE DIFESE ED IL GOLDEN POWER: LE OPA NEI SETTORI STRATEGICI

1.	Dalla Golden share al Golden power: l'evoluzione della disciplina	147
1.1.	La golden share in Italia: i poteri speciali italiani e il decreto legge n. 332/1994 (convertito in legge n. 474/1994). I problemi legati all'utilizzo dei poteri speciali.	151
1.2.	Analisi giurisprudenza europea sull'applicazione della Golden share e le sanzioni della CGUE allo Stato italiano: "Non è tutto oro quello che luccica"	154
2.	Il passaggio al golden power: i nuovi poteri speciali ed il compito di protezione affidato allo Stato.....	159

3.	Interventi normativi successivi: il Decreto Liquidità, la nuova disciplina emergenziale e le misure per la ripartenza del sistema produttivo italiano. La rimodulazione del ruolo dello Stato nei meccanismi di mercato a tutela degli interessi nazionali. Coronavirus e golden power.....	164
3.1.	Il caso MolMed S.p.A.: input per un “nuovo” golden power	170
3.2.	Il D.L. 21 Marzo 2022, n. 21 “Misure urgenti per contrastare gli effetti economici e umanitari della crisi ucraina”.	173
3.3.	Le criticità della disciplina attuale	175
4.	Confronto tra tecniche endosocietarie di difesa e golden power: come queste misure e questi poteri limitano il potenziale industriale italiano.....	178
5.	Gli effetti sul potenziale e sulla competitività delle imprese italiane di un eccessivo interventismo.....	181
6.	La perdita del carattere di eccezionalità: un ritorno alla golden share?	184
7.	Il Caso Vivendi-TIM: la <i>rule of law</i> per l’esercizio dei poteri speciali	185
	CONCLUSIONI	189
	BIBLIOGRAFIA	195

INTRODUZIONE

Il trasferimento del controllo di una società per azioni è un'operazione che comporta la modifica degli assetti proprietari, incidendo sul futuro delle imprese e sugli interessi di tutti gli *shareholders* e *stakeholders* coinvolti, con ulteriori implicazioni, sia sul piano della corporate governance che sul piano delle performance aziendali.

Si tratta di operazioni che possono comportare la sostituzione del management, una revisione delle scelte imprenditoriali od un cambiamento nella struttura organizzativa; operazioni che, una volta messe in atto, possono di conseguenza far aumentare il valore dell'impresa interessata, influenzando favorevolmente sul potenziale della stessa e sulla sua competitività all'interno del sistema economico.

Pertanto, è necessario garantire e perseguire l'obiettivo della c.d. *contendibilità del controllo societario*, dato che la migliore gestione delle società per azioni è interesse non solo dei soggetti direttamente coinvolti, ma dell'intero sistema economico. Una società contendibile è infatti allo stesso tempo florida e trasparente¹.

Tramite la contendibilità della proprietà, quindi, si può garantire un'allocazione ottimale dei diritti residuali di controllo, con lo scopo di massimizzare il valore dell'impresa.

In questo contesto, si evidenzia il ruolo del *mercato del controllo societario*, costituito dall'insieme di normative ed organizzazioni che sovrintendono alle attività di *Mergers&Acquisitions*. Questo mercato² offre agli azionisti che non si trovano più in sintonia con la direzione aziendale la possibilità di vendere le proprie partecipazioni e, allo stesso tempo, permette ai managers competenti di ottenere il controllo di società precedentemente gestite da leadership meno efficaci.

È essenziale, per tale motivo, promuovere un ambiente che sia favorevole alle operazioni di M&A e le agevoli, dato che le stesse consentono di intraprendere percorsi di crescita aziendale e di stare al passo con una serie di cambiamenti fondamentali nel contesto economico, come le evoluzioni nel campo tecnologico, l'espansione globale dei mercati,

¹ V. CARIELLO, in *Tutela delle minoranze ed accordi parasociali nelle società quotate*, in *Rivista delle Società*, 1999

² “Con il tramonto dell'economia collettivistica, il mercato è ritenuto comunemente il sistema più efficiente e meno iniquo di allocazione e distribuzione di risorse”, così P. MONTALENTI, in *I gruppi piramidali tra libertà di iniziativa economica e asimmetrie del mercato*, Riv. delle società, 2008, p.318.

l'emergere di nuovi settori, l'introduzione di nuove regolamentazioni, i cicli dei mercati finanziari ed i fattori macroeconomici quali l'incremento della domanda o le misure di politica economica.

L'acquisto del controllo societario può essere il frutto di tre diverse tecniche: il rastrellamento delle azioni sul mercato, l'acquisto di una partecipazione preformata di controllo e l'offerta pubblica di acquisto³.

Con riferimento alle operazioni di acquisto di partecipazioni di controllo, il crocevia del sistema giuridico di regolamentazione del mercato del controllo societario⁴ deve rinvenirsi nella disciplina delle *Offerte Pubbliche di Acquisto*, le c.d. OPA (definite dall'art.1, comma 1, lett. V, TUF), le operazioni che per eccellenza generano un ricambio degli assetti proprietari, la cui disciplina è stata introdotta tardivamente nell'ordinamento nazionale rispetto ad altri sistemi giuridici ed è stata oggetto di un tortuoso percorso normativo, caratterizzato dall'esigenza di trovare un punto di equilibrio tra una pluralità di interessi contrastanti, ma tutti meritevoli di essere tutelati, e scaturito da un importante evento: il *caso Bastogi*⁵ del 1971.

L'elaborato intende dar conto dell'evoluzione legislativa in tema di OPA, operando, in primis, una ricapitolazione delle scelte compiute dal legislatore nazionale e da quello europeo, soffermandosi in particolare sulla posizione conferita all'obiettivo della contendibilità del controllo nell'ambito della policy normativa in materia.

A segnare un punto di rottura con il passato ed a fornire, per la prima volta, una normativa in materia, anche se ancora in stato embrionale, fu la Legge 216/1974 (la c.d. *miniriforma societaria*), nella quale venne preso atto dei vari problemi legati alle società che si appellano al pubblico risparmio, in particolare definendo un sistema di vigilanza sulle

³ M. CISTARO, in *Mercato del controllo societario. Note per una teoria generale della libera concorrenza*, in *Nuove Leggi civili commentate*, Wolters Kluwer, 2015

⁴ M. CISTARO, in *Mercato del controllo societario e Tutela della concorrenza*, in *Opinioni antitrust*

⁵ "Michele Sindona mirò all'acquisizione del controllo della Centrale e della Bastogi ed alla loro fusione. [...] Se il programma fosse stato realizzato si sarebbe costituita una delle maggiori, forse la maggiore, delle società finanziarie europee. Ne sarebbe derivata una concentrazione di potere esorbitante la capacità di controllo di un sistema formato dall'intreccio di disposizioni vetuste, concepite agli albori del capitalismo italiano" [G. CARLI, 1999]. Nel corso dell'OPA Bastogi, la prima offerta di pubblico acquisto in Italia nel '71, Guido Carli, governatore della Banca d'Italia, ostacola l'offerta giovandosi del possesso di un pacchetto di azioni della società e influenzando gli azionisti del sindacato di voto. L'operazione vedrebbe un ingresso massiccio di capitali stranieri, assegnando a Michele Sindona una posizione dominante.

stesse, con l'istituzione della CONSOB (Commissione Nazionale per la Società e la Borsa)⁶.

Il quadro normativo definito da quest'ultima presentava però non poche lacune ed era insoddisfacente rispetto alle reali esigenze, legate all'accresciuta importanza del buon funzionamento dei mercati finanziari e del loro sviluppo.

Si deve attendere perciò la Legge 149/1992, la rinomata Legge OPA, per la realizzazione di una disciplina organica, completa e specifica in materia di offerte pubbliche di acquisto, vendita, sottoscrizione e scambio di titoli. Prima del 1992, chi intendeva acquistare partecipazioni di controllo poteva comodamente accordarsi con il gruppo di comando della società bersaglio, senza dover passare dalla borsa, pagando i titoli ad un prezzo maggiore rispetto a quello di mercato e, in caso di opposizione da parte dello stesso gruppo di comando, il quale mostrava di non essere incline a vendere le proprie azioni, si potevano delineare due diverse ipotesi: la c.d. *scalata ostile* o l'*assalto alla società target*. La situazione è completamente mutata con l'intervento legislativo citato, in quanto è stata delineata una procedura declinata attraverso ben precisi passaggi che permettono ad un soggetto di rivolgersi al mercato, al fine di acquistare strumenti finanziari, ed allo stesso tempo ha consentito ai relativi titolari di aderirvi, procedendo al disinvestimento. La Legge OPA ha, quindi, posto una vera e propria tutela della minoranza, garantendo la massima trasparenza nel passaggio di proprietà delle partecipazioni di controllo e permettendo agli oblati di partecipare al premio di maggioranza che l'operazione può comportare, ma soprattutto introducendo la *regola dell'obbligatorietà*. Appare chiaro che si tratta di un intervento particolarmente rigido ed incisivo, soprattutto per l'imposizione della *regola dell'assoluta passività*, la quale verrà in successiva sede approfondita (Cap. II, Par.1.2).

Successivamente, è stato emanato il decreto legislativo 58/1998, noto comunemente come Testo Unico della Finanza (TUF), principale fonte in materia di offerte pubbliche

⁶ La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), istituita con la legge n. 216 del 7 giugno 1974, è un'autorità amministrativa indipendente, dotata di personalità giuridica e piena autonomia con la legge 281 del 1985, la cui attività è rivolta alla tutela degli investitori, all'efficienza, alla trasparenza e allo sviluppo del mercato mobiliare italiano. Il T.U.F. attribuisce alla Consob i poteri di implementazione della disciplina contenuta nel Testo Unico, di disclosure in materia di informazioni al mercato, di sospensione e cancellazione delle offerte, di determinazione del prezzo delle offerte, di esenzione dall'obbligo di promuovere un'offerta, in materia di imposizione di sanzioni.

d'acquisto e scambio, il quale ha sopperito all'assenza di unitarietà della legge antecedente e ha accordato una posizione di maggior rilievo al *market for corporate control*⁷, nell'ottica di una libera circolazione dei capitali e di una maggiore contendibilità delle società, tenendo conto allo stesso tempo di tutte le altre esigenze. Il TUF è stata l'occasione per l'introduzione di una serie di disposizioni dal contenuto altamente simbolico, indicative di un favor del legislatore italiano dell'epoca per un mercato attivo del controllo societario⁸, ciò costituiva “un importante cambiamento nel sistema italiano, che aveva tradizionalmente favorito la stabilità del controllo societario sulla sua contendibilità”⁹.

Il legislatore ha agito al fine di razionalizzare e semplificare la disciplina previgente, tentando di superare i problemi derivanti dal coordinamento e dall'interpretazione di quest'ultima¹⁰, come appunto quello legato alla passività assoluta della società dinanzi ad eventuali tentativi di scalata.

La situazione è mutata ulteriormente con l'emanazione della Direttiva 2004/25/CE (la c.d. *Direttiva OPA*), la cui genesi è dovuta alla necessità di armonizzazione della disciplina OPA per evitare discriminazioni in grado di limitare la crescita delle imprese e, più in generale, eventuali implicazioni sul funzionamento dei sistemi economici degli Stati membri. Si tratta del frutto di una lunga e faticosa gestazione da parte del legislatore europeo, il quale ha effettuato però delle scelte di compromesso, ritenute talvolta insoddisfacenti¹¹, lasciando spazio di manovra agli ordinamenti nazionali relativamente alle soluzioni da adottare.

La Direttiva è stata poi attuata in Italia solamente nel 2007, dopo una fase di riflessione da parte del legislatore nazionale che ha permesso di compiere scelte ben mirate in materia. Queste ultime hanno però avuto vita breve e, un solo anno dopo a causa della Crisi finanziaria del 2008, sono state oggetto di una repentina inversione di rotta, causata dalla costante preoccupazione che la situazione di precarietà delle imprese italiane,

⁷ La definizione è stata formulata da C.M. JENSEN e S.R. RUBICK, in *The Market for corporate control: The Scientific Evidence*, 1983

⁸ L. ENRIQUES, in *Offerta pubblica di Acquisto*, in *Enciclopedia del diritto*, Annali V, 2012

⁹ FERRARINI, in *Corporate Governance Changes in the 20° century: A view from Italy*, in *Corporate Governance in context: Corporations, States, and Markets in Europe, Japan and the US*

¹⁰ E. RIGHINI, in *Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli*, in *Nuove Leggi civili commentate*, 1997

¹¹ R. LENER, in *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019, Evidenze empiriche e spunti di discussione*

dovuta all’impatto della Crisi, potesse rendere appetibile le stesse ad eventuali OPA ostili, soprattutto da parte di *bidders* stranieri. Quindi, intraprendendo la via del “*patriottismo economico*”, in breve tempo questi timori si sono tradotti in una serie di misure di carattere straordinario volte a rendere più difficile l’acquisto del controllo delle società quotate.

Con un successivo intervento di recepimento della Direttiva europea, risalente al 2009, dopo il temporaneo intervento emergenziale che aveva ridimensionato gli obiettivi, il legislatore ha poi confermato l’inclinazione verso la contendibilità che già si era manifestata nel TUF.

Lo stesso *leitmotiv* che aveva causato il dietro front del 2008 giustifica il recente intervento dello Stato nei mercati finanziari, al fine di proteggere i propri “*gioielli nazionali industriali*” in seguito alla pandemia causata dal Covid-19 ed alla guerra russo-ucraina, e le scelte legislative in materia di *Golden power*, con riferimento particolare alla reazione del Governo ed all’emanazione del Decreto Liquidità, ossia un complesso di misure normative finalizzate alla ripartenza del sistema produttivo italiano.

Il Golden power talvolta può essere definito come una misura anti-OPA, uno strumento esterno di difesa delle imprese operanti in settori strategici, visto l’obiettivo prefissato dalla relativa normativa di evitare l’eventualità di scalate straniere. Pertanto, si rende necessario un confronto tra i meccanismi endosocietari di difesa e lo stesso Golden power, al fine di capire se queste misure e questo potere limitino il potenziale industriale italiano oppure se siano necessarie per proteggere il mercato domestico.

È quindi interessante riflettere sull’attualità della disciplina in materia di OPA, la quale ha un ruolo fondamentale, come già accennato, sia per garantire il buon funzionamento del mercato del controllo e per proteggere l’interesse degli azionisti, sia nell’ottica di una maggiore competitività del mercato italiano. Tutti sanno quanto sia complicato far coesistere tutti questi interessi e disegnare una disciplina logica e non contraddittoria. E anche qualora si riuscisse a raggiungere il non plus ultra della regolamentazione, questa è comunque destinata a mutare, dato che il legislatore deve sempre tentare di rincorrere e tenere il passo dei mutevoli umori del mercato.

Lo scopo di tale tesi è comprendere se, a distanza di decenni dalla Legge OPA e dal TUF, alla luce della situazione attuale dello Stato italiano ed al relativo grado di apertura dei mercati nazionali, l’obiettivo della *contendibilità del controllo*, data la sua importanza,

sia ancora attuale, se sia stato perseguito oppure sia stato in qualche misura addirittura accantonato. In particolar modo si porrà il focus sugli interventi legislativi più recenti, analizzando se siano coerenti con i propositi prefissati dalla Direttiva OPA oppure vadano a limitare tale obiettivo. A tal fine, è necessario analizzare l'impatto che questo recente e singolare periodo storico ha avuto sulla competitività e sul potenziale delle imprese italiane, e soprattutto quanto ha inciso sul perseguimento dell'obiettivo oggetto della tesi e sulla relativa disciplina.

CAPITOLO I

LE OPA ED IL MERCATO DEL CONTROLLO SOCIETARIO

1. La ratio della disciplina e gli interessi coinvolti

Le *Offerte Pubbliche di Acquisto* (d'ora in poi, OPA), come stabilito dall'art.1.1. lett. v TUF, sono intese come "ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto di prodotti finanziari e rivolti ad un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel Regolamento". Un'offerta può essere definita pubblica quando è estesa ad un minimo di centocinquanta soggetti ed il valore complessivo dei titoli oggetto dell'offerta è pari o superiore a otto milioni di euro.

L'OPA è una tecnica utilizzata per acquistare, ad un prezzo proposto dall'acquirente stesso, grandi quantitativi di titoli emessi da società (o di altri strumenti finanziari) che sono distribuiti tra numerosi investitori, poiché è notevolmente arduo rintracciare i possessori e contrattare individualmente le condizioni di un accordo in merito alla cessione, anche quando le azioni o gli altri strumenti sono quotati in mercati regolamentati. Inoltre, un "rastrellamento di azioni", cioè un'operazione di acquisto massivo di titoli, potrebbe causare, da un lato, un aumento del prezzo a livelli imprevedibili ed esorbitanti per il compratore; dall'altro, i primi venditori potrebbero sentirsi privati di una quota del guadagno che avrebbero potuto realizzare posticipando la vendita, generando la percezione di un trattamento iniquo e di una mancanza di trasparenza nel mercato, provocando effetti dannosi sullo sviluppo dello stesso.

È quindi più vantaggioso per l'acquirente interessato, nonché più allineato all'interesse collettivo dell'economia, adottare un processo trasparente che si rivolga equamente a tutti i detentori, sollecitandoli a vendere ad un prezzo determinato e noto in anticipo al compratore, che riesce così a valutare l'impegno finanziario al quale sarà sottoposto¹².

¹² PAGANO, PANUNZI E ZINGALES, in *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'OPA, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in *Rivista di Diritto Societario*, 1998

Per tale motivo, si tratta di proposte irrevocabili rivolte, a parità di condizioni, a tutti i titolari dei prodotti finanziari che ne formano oggetto. Ciascun azionista è libero di non aderire all'offerta, conservando la titolarità delle azioni, oppure di aderire, consegnando i titoli all'offerente. Quest'ultimo raggiunge il proprio scopo quando, a seguito dell'esito dell'offerta, riesce ad acquistare un numero di azioni tale da garantirgli la maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea della società emittente e, di conseguenza, la possibilità di nominare il nuovo consiglio di amministrazione¹³.

Le OPA sono operazioni finalizzate principalmente all'acquisizione del controllo¹⁴, anche se possono individuarsi situazioni diverse in cui si proceda mediante offerta pubblica, tra cui:

- 1) Una prima situazione si delinea appunto nel caso in cui si intenda ottenere il controllo di una società, che consiste nell'acquisizione di un pacchetto azionario che consenta di nominarne gli amministratori.

L'acquisto del controllo può avvenire *con business combination* o *senza business combination*. Nel primo caso, l'operazione può essere finalizzata o accessoria ad un'altra acquisizione, o può essere il risultato previsto di tale processo. In questi contesti, chi promuove l'acquisizione può trarre vantaggio dalle sinergie generate dall'incorporazione della società target. Nel secondo caso, invece, manca un piano di fusione o di incorporazione della società target da parte del bidder, il quale è identificabile, solitamente, come un fondo di private equity o un fondo d'investimento, che mira a prendere il controllo al fine di ottimizzare la gestione aziendale, cambiare strategie o sostituire la direzione attuale.

Da una parte, l'acquisto del controllo può essere perseguito tramite la c.d. *OPA amichevole*, ossia quando la società bersaglio abbia intenzioni allineate con quelle della società offerente e, di conseguenza, sono disposte a collaborare per il buon esito dell'offerta. Dall'altra parte, l'obiettivo può essere raggiunto anche mediante la fattispecie diametralmente opposta, cioè la c.d. *OPA ostile*¹⁵, cioè quando manca un accordo tra l'offerente e la società target (non vi è l'approvazione da parte del

¹³ È altamente probabile che chi ottiene il controllo della società target rimuova i componenti dell'organo di gestione, sostituendoli con soggetti di propria fiducia.

¹⁴ Alcune offerte sono proposte da parte di coloro che già esercitano il controllo oppure possono avere ad oggetto titoli che non lo conferiscono. Si tratta però di ipotesi residuali.

¹⁵ Trattata successivamente nel dettaglio nel Capitolo 2

management della società target). È indubbia la rilevanza della distinzione tra “ostile” ed “amichevole”, sull’assunto che molte OPA sono accettate dal management della società bersaglio come il minore dei mali e rappresentano una soluzione in realtà lungi dall’essere desiderata¹⁶.

- 2) Una seconda situazione consiste nel caso in cui l’azionista sia obbligato, superati determinati presupposti fissati dalla legge, a lanciare l’offerta sulla totalità dei titoli residui. È il caso dell’*OPA obbligatoria*, la quale si contrappone invece all’*OPA volontaria*, ossia promossa spontaneamente da coloro che intendono acquistare un pacchetto di azioni di una determinata società¹⁷.

Esistono due tipologie di OPA obbligatoria, cioè quella *totalitaria* e quella *residuale*.

Deve lanciare l’*OPA successiva totalitaria* (106 TUF) “chiunque detenga, grazie all’acquisto a titolo oneroso di azioni, direttamente o indirettamente, una partecipazione superiore al 30% dei titoli¹⁸ che attribuiscono diritto di voto nelle assemblee ordinarie e straordinarie riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza”.

L’OPA residuale, ai sensi dell’art.108 TUF, dev’essere lanciata quando si arriva a detenere una partecipazione superiore al 90% del capitale rappresentato da titoli quotati, a meno che non venga ripristinato (attraverso la vendita delle partecipazioni), entro novanta giorni, un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni. L’obbligo di OPA residuale sussiste anche in capo a chi detiene una partecipazione pari al 95%, in modo tale che i soci di minoranza possano cedere le proprie azioni data la maggioranza schiacciante di un unico socio¹⁹.

¹⁶ D’AMBROSIO, in *Offerta pubblica d’acquisto: poteri e responsabilità degli amministratori*, in *Impresa-Società-Fallimento*, Cedam, 2014

¹⁷ Giocano un ruolo fondamentale nella decisione i c.d. *toeholds*, cioè le soglie di partecipazione al capitale di una società quotata, superate le quali occorre che venga data comunicazione al mercato dell’avvenuto superamento.

¹⁸ Si tratta di un numero di titoli il cui possesso permette di influenzare la gestione societaria. Tuttavia, non contano le azioni che non sono titoli, come quelle di risparmio, azioni prive di diritto di voto.

¹⁹ L’obbligo di acquisto residuale, in sostanza, permette agli azionisti di minoranza l’uscita dalla società ad un prezzo equo, dato che la stessa è ormai in pugno ad un gruppo di controllo, il che fa sì che l’andamento delle negoziazioni risulti pregiudicato dalla mancanza di un adeguato flottante, ossia di azioni diffuse tra il pubblico: gli azionisti di minoranza, in pratica, possiedono azioni che

La funzione di questa disposizione è duplice: da un lato, offre agli azionisti minoritari l'opportunità di vendere le proprie azioni a un prezzo giusto quando la società è ormai fermamente nelle mani di un controllore non gradito; dall'altro, previene la possibilità che il nuovo azionista di maggioranza debba affrontare tattiche di resistenza da parte di minoranze scontente, le quali potrebbero richiedere prezzi esorbitanti per alienare le loro partecipazioni.

- 3) Ultimo caso è quello del *delisting*, nel quale l'azionista che già detiene il controllo della società quotata intenda riacquistare la totalità (o quasi) delle azioni al fine di ottenere la revoca dell'ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato, cioè intenda de-quotare la società. Per raggiungere tale obiettivo, è abbastanza frequente il ricorso ad offerte volontarie lanciate dal socio già detentore del controllo²⁰.

La maggior parte delle volte il *delisting* avviene al termine di un'operazione di acquisizione del controllo con *business combination* o senza *business combination*. In questi casi, si parla di *offerte con delisting programmato*.

In Italia, sono pochissime le società che sono realmente a rischio di acquisizioni ostili, in quanto quasi tutte hanno un azionista che ricopre una posizione forte che controlla la società, di fatto o di diritto. Sono, invece, molto più frequenti i casi di OPA di *delisting* (ipotesi maggiormente ricorrente) e di OPA obbligatoria.

Le OPA rappresentano un considerevole punto di affioramento delle problematiche che derivano dal sempre più tormentato rapporto tra diritto societario e diritto dei mercati finanziari²¹. “La disciplina dell'OPA è tipicamente di mercato, ma alcuni suoi tasselli sono di carattere prettamente societario, quali le norme sull'OPA obbligatoria e sulle tecniche difensive)”.

Come affermato precedentemente nell'*Introduzione*, esse si sono affermate come strumento principale nell'ambito dei trasferimenti del controllo delle società quotate e sono operazioni che coinvolgono molteplici interessi. Ciò giustifica l'attenzione che il legislatore italiano ha rivolto alla ricerca di una normativa in materia.

non hanno quasi alcun valore, perché nessuno le acquisterebbe sapendo di doversi confrontare con un gruppo di controllo così schiacciante. Così G.F. CAMPOBASSO, in *Diritto delle Società, Manuale di Diritto Commerciale, cap. Le partecipazioni rilevanti*

²⁰ E. FORNARA, A. MARZIALI, M. MAZZARELLI, in *OPA e OPS: le peculiarità del mercato italiano, in Bilancio: profili tecnici, in Bilancio e Revisione n. 8-9/2022*

²¹ F. M. MUCCIARELLI, in *Società per azioni ed offerta pubblica di acquisto*, Milano, 2004

Le *rationes* che hanno indotto a scegliere l'OPA come strumento privilegiato rispetto alla trattativa individuale e che hanno portato tutti gli ordinamenti più evoluti a dotarsi di una disciplina ad hoc, sono molteplici. Innanzitutto, l'obiettivo è quello di offrire un mezzo di contrattazione in linea con l'idea di celerità ed efficienza delle borse valori e di evitare che ad un eccesso di domanda possa conseguire un drastico aumento del valore dei titoli. Altra esigenza è poi quella di garantire la tutela dei contraenti più deboli, ossia i piccoli risparmiatori proprietari delle azioni oggetto dell'offerta, i quali sono contrapposti ad un esperto offerente che valuta ogni singolo dettaglio della situazione finanziaria e delle condizioni della società di cui intende ottenere il controllo, anche attraverso la piena realizzazione del principio della parità di trattamento.

La disciplina in materia è pertanto figlia di un labirintico e macchinoso percorso normativo, il quale trova la sua genesi nella sentita esigenza di fissare delle regole ad hoc che ordinassero lo svolgimento delle offerte, al fine di trovare un rimedio dinanzi ad una situazione di grave incertezza nelle dinamiche del controllo societario, peraltro aggravata dal crescente numero di operazioni di tale tipologia, con ovvie ed inevitabili ripercussioni sulla stabilità del mercato. Inoltre, è doveroso evidenziare come la necessità di una regolamentazione della materia in esame sia ancora più rilevante nel caso in cui i *bidders*, cioè gli offerenti (i soggetti che intendono ottenere il controllo della società target) agiscano in un contesto di ostilità, ipotesi sempre più frequente ed ardua da domare, specialmente in assenza di un corpus normativo che permetta agli azionisti di agire con contezza e scegliere se ostacolare o meno l'operazione.

Una prima ed importante risposta a questa tipologia di operazioni, che costituisce un notevole precedente e che si può rinvenire nell'ordinamento statunitense, è l'adozione del *Williams Act* del 1968, il quale fu emanato proprio con l'obiettivo di proteggere le società target e contrastare le OPA ostili, "*the most powerful market tool ever devised for dealing with non-profit-maximizing managers in publicly held companies*"²².

Inoltre è evidente l'importanza del buon funzionamento del mercato del controllo societario, il quale rappresenta una condizione necessaria non solo per l'efficienza del mercato dei capitali, ma allo stesso tempo anche per quella dell'intero sistema

²² Le OPA ostili vengono definite in tal senso da H.G. MANNE, in *The Follies of Regulation*, *The Wall Street Journal* (Sept. 2005)

economico²³. È stata, infatti, l'esigenza di promuovere lo sviluppo dei mercati finanziari a costituire uno degli incipit principali per l'azione dei legislatori di tutti gli ordinamenti giuridici.

Una normativa opportuna che favorisca e faccia coesistere l'efficienza e l'equità del mercato del controllo societario è pertanto di vitale importanza per tutti i sistemi economici avanzati, in quanto ruota attorno alle società quotate la produzione della maggior parte della ricchezza di uno Stato. È perciò essenziale definire delle linee guida che siano più elastiche possibili e facilmente adattabili a diversi contesti, in modo tale da rispondere alle mutevoli esigenze del panorama economico mondiale, caratterizzato negli ultimi tempi dallo sviluppo e dalla crescita di imprese non più statali, ma addirittura transfrontaliere.

Lo strumento dell'OPA, vista la sua capacità di influenzare ed incidere sugli operatori del mercato del controllo²⁴, necessita di una disciplina ben dettagliata, che sia alla costante ricerca di un punto di equilibrio e tenga conto della molteplicità di interessi meritevoli di tutela coinvolti nelle operazioni: la tutela degli investitori dai rischi che derivano dall'investimento stesso, la difesa degli azionisti di minoranza dagli abusi da parte dei soci di controllo e degli amministratori, l'esigenza che sul mercato azionario possano affluire nuovi capitali e, soprattutto, la contendibilità del controllo alla quale si collega l'efficienza del mercato.

Gli obiettivi di carattere generale perseguiti dalla disciplina delle offerte pubbliche rispondono ad esigenze di natura più ampia rispetto alla conservazione della libertà di azione della società target, quali quelle relative al corretto funzionamento ed all'efficienza del mercato mobiliare, esigenze che, per loro natura, non possono essere derogabili nemmeno dinanzi ad un'ipotetica autorizzazione assembleare rilasciata con il voto unanime degli azionisti²⁵.

In particolare, è necessario effettuare un trade-off tra due elementi potenzialmente contrastanti: da un lato, la promozione e lo sviluppo di un efficiente mercato del controllo societario, favorendo quindi la contendibilità delle società in modo tale da generare

²³ E. FORNARA, A. MARZIALI, M. MAZZARELLI, in *OPA e OPS: le peculiarità del mercato italiano*, in *Bilancio e revisione n.8-9/2022*

²⁴ Così F. ANNUNZIATA, in *La disciplina delle società quotate nel TUF*, in *Commentario*, Giuffrè, 1999

²⁵ Così C. MOSCA, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998*, Commentario diretto da P. MARCHETTI e L.A. BIANCHI, Giuffrè, 1999

valore; dall'altro lato, la tutela degli investitori, in particolare degli azionisti di minoranza, tentando di proteggere questi ultimi dinanzi al rischio di estrazione di benefici economici privati da parte degli offerenti, degli amministratori od anche degli azionisti di maggioranza²⁶.

Dunque, possiamo affermare che il trasferimento del controllo di una società quotata è un'operazione che incide con prepotenza sul futuro delle imprese, ma soprattutto sugli interessi degli stakeholders coinvolti, i quali devono essere tutti presi in considerazione e ricevere la giusta risonanza nella ponderazione posta alla base della normativa in materia. In Italia, a causa della complessità del tema in esame e delle difficoltà di compiere delle scelte relative al bilanciamento degli interessi, si è sviluppato un arzigogolato dibattito al fine di comprendere quali siano le prerogative degli azionisti di minoranza, di definire i termini e le modalità delle offerte, di stabilire diritti e doveri a carico delle imprese coinvolte nell'operazione (offerente e target) e di prevedere i meccanismi endosocietari di difesa a disposizione dei gestori della società destinataria della stessa offerta. Alla luce di quanto detto, si può desumere la difficoltà nel legiferare in materia a causa dei sentimenti contrastanti nei confronti di tali operazioni.

Le OPA devono essere regolate tramite norme speciali che siano in grado di garantire la contendibilità societaria, ma anche attraverso regole che prevedano obblighi di disclosure informativi a tutela della trasparenza del mercato in materia di possessi azionari e patti parasociali. Inoltre, la funzione di disclosure è essenziale per proteggere gli azionisti della società target in caso di adesione ad offerte pubbliche ed in materia di conflitto d'interessi tra i soggetti coinvolti nell'operazione, al fine di evitare asimmetrie informative tra offerente e destinatari, tra chi controlla l'impresa e chi opera sul mercato, a tutela dell'efficienza di quest'ultimo e dei contraenti maggiormente vulnerabili. La normativa, quindi, deve aspirare alla massima trasparenza nell'ambito dei passaggi di proprietà di partecipazioni di controllo. È per tale motivo che la Legge 149/1992 ha previsto che l'unica procedura per l'acquisto di partecipazioni di controllo in società quotate sia quella dell'OPA, resa in determinati casi addirittura obbligatoria, la quale deve svolgersi nel rispetto di determinate regole inderogabili fissate dalla legge, a garanzia tanto del mercato

²⁶ Secondo le teorie economiche sulla regolamentazione delle OPA e, in particolare, secondo lo studio di M. BURKART e D. GROMB [1998], esistono due fondamentali obiettivi legati al trasferimento del controllo e all'acquisizione di società quotate: da un lato la fluidità del mercato per il controllo societario e dall'altro la protezione degli azionisti di minoranza.

di borsa quanto dei destinatari²⁷. Il nostro legislatore, con la Legge OPA, ha delineato una procedura strutturata in passaggi ben precisi che permettono ad un soggetto di rivolgersi al mercato per acquistare strumenti finanziari, consentendo allo stesso tempo ai titolari di tali strumenti di aderirvi, così procedendo al loro disinvestimento.

La disciplina in discussione, soprattutto relativamente alle OPA obbligatorie, è quindi il risultato di una complessa mediazione tra una pluralità di interessi configgenti, ma tutti meritevoli di tutela²⁸, i quali verranno nei prossimi paragrafi analizzati dettagliatamente.

2. L'essenzialità dell'efficienza del mercato del controllo societario e la contendibilità del controllo

La proprietà di una società si afferma attraverso il diritto residuale di controllo, il quale consiste nella facoltà di decidere l'impiego degli asset di un'impresa in tutti i casi non specificati dai contratti. Tale diritto deve essere contendibile, al fine di evitare comportamenti opportunistici da parte del management, che altrimenti sarebbe incentivato a massimizzare la propria utilità, ovvero i benefici privati, piuttosto che il valore dell'impresa.

La contendibilità può essere definita come la possibilità di acquisire il controllo societario e, in questo senso, l'istituto dell'OPA rappresenta uno strumento imprescindibile, anche se non l'unico, per garantire tale obiettivo. Quest'ultimo è un interesse-chiave nel trade-off in esame, in quanto permette di assicurare la possibilità a coloro che, ritenendosi capaci di incrementare il valore della società e massimizzarne il rendimento, intendano prenderne le redini, di non incontrare ostacoli insormontabili, dato che la migliore gestione delle società per azioni è interesse non solo dei soggetti direttamente coinvolti, ma dell'intera economia.

²⁷ G.F. CAMPOBASSO, in *Diritto delle Società, Manuale di Diritto Commerciale, cap. Le partecipazioni rilevanti*

²⁸ R. LENER, in *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019, Evidenze empiriche e spunti di discussione*, in *Discussion papers CONSOB*, 2021, Introduzione, p.5

Secondo un orientamento di stampo liberista, la scalata nasce dalle forze spontanee del mercato, come reazione agli abusi ed alle debolezze manageriali²⁹, ed il suo potere disciplinare è dunque duplice, successivo e preventivo.

Pertanto, il compito e lo scopo principale della legge dovrebbe essere quello di garantire il funzionamento del mercato del controllo societario³⁰. Infatti, per la riconosciuta importanza di tale obiettivo, tutti i principali ordinamenti sottopongono, o comunque intendono sottoporre, la disciplina del mercato mobiliare, anche se in misura diversa, a norme speciali, che a volte integrano e specificano quelle di diritto comune, altre volte le derogano.

Infatti, come rilevato dalla dottrina, sia le norme riferite al mercato dei capitali, sia le norme societarie, dovrebbero convergere verso un unico obiettivo, ossia quello di favorire gestione più efficienti possibili delle attività imprenditoriali, dato che il suo raggiungimento permette di accrescere, di conseguenza, la redditività aziendale ed il prezzo delle azioni. Tuttavia, lo stesso tipo di ragionamento potrebbe essere compiuto dagli azionisti della società target e se tutti decidessero di agire egoisticamente, l'operazione non avrebbe possibilità di successo. La difficoltà di coordinare le scelte individuali degli azionisti diffusi della società target in un'actio collettiva, alla quale possano conseguire vantaggi per tutti, comporta un grave pericolo di fallimento del mercato³¹. Il bidder, quindi, al fine di vincere tale impedimento ed incentivare gli azionisti a vendere, propone loro un prezzo maggiore rispetto a quello reale, in quanto al valore del titolo aggiunge un anticipo degli incrementi di valore che si augura di apportare con la nuova gestione³². Fin dall'inizio, l'offerente deve presentare un'offerta rivolta a tutti gli oblati in maniera imparziale, in virtù del principio della parità di trattamento.

Nonostante la convinzione radicata nella mente dei legislatori, che il mercato del controllo societario debba quindi essere perseguito, talvolta anche a discapito dell'egualitarismo, tutti gli ordinamenti in materia di operazioni sul trasferimento del controllo societario

²⁹ D'AMBROSIO, in *Offerta pubblica d'acquisto: poteri e responsabilità degli amministratori*, in *Impresa-Società-Fallimento*, a cura di Costa e Frascaroli Santi, 2014

³⁰ F.H. EASTERBROOK e D.R. FISCHER, in *The Economic Structure of Corporate Law*, London 1991 (tradotto in italiano *L'economia delle società per azioni*, Milano 1999)

³¹ L. ENRIQUES, in *Quale disciplina per le acquisizioni ostili? Alcuni modelli teorici e la soluzione italiana*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 1999

³² D'AMBROSIO, in *Offerta pubblica d'acquisto: poteri e responsabilità degli amministratori*, in *Impresa-Società-Fallimento*, a cura di Costa e Frascaroli Santi, 2014

hanno legiferato in direzione tendenzialmente a protezione degli azionisti della società target e talvolta anche di altri stakeholders³³.

Tale obiettivo però, nel corso del tempo, ha acquisito centralità nel sistema ed è stato ritenuto essenziale, sotto la spinta di una diffusa convinzione tra gli economisti che solo dei mercati aperti, nei quali le imprese competono lealmente tra loro e la concorrenza costituisca il corretto incentivo non solo all'efficienza della produzione, ma anche all'innovazione ed al corretto utilizzo delle risorse, possano assicurare crescita ed innovazione³⁴.

E questa tendenza è stata fatta propria, per la prima volta, da parte del legislatore italiano, con la Legge 149/1992, nella quale, ispirandosi al modello economico liberista tipico dell'ordinamento statunitense, in cui vige il principio della libera concorrenza e della libera circolazione dei capitali, aveva adottato un atteggiamento di maggiore favor nei confronti delle OPA e della contendibilità, soprattutto tramite la previsione della regola dell'assoluta passività della società bersaglio, sempre nel rispetto della massima trasparenza e della parità di trattamento.

Ciò in quanto la contendibilità è vista come una condizione necessaria per il buon funzionamento del mercato dei capitali.

La contendibilità, infatti, permette di aumentare il grado di efficienza della gestione delle imprese stesse, in quanto il rischio di essere sostituiti e quindi di perdere il controllo induce gli amministratori ad evitare comportamenti egoistici e ad agire nel solo interesse della società³⁵. Un maggiore grado di contendibilità assicura un miglior espletamento delle funzioni dei meccanismi di mercato che consentono una maggiore valorizzazione delle imprese. Sulla scorta di quanto detto, si può affermare che un elevato livello di contendibilità consente di monitorare meglio i gruppi di comando.

³³ Si pensi ai "multiconsituency statutes" di alcuni Stati negli USA o anche ad alcuni considerando, relativi all'apertura della posizione dei lavoratori, della Direttiva europea in materia di OPA.

In tal senso A. GUACCERO, in *I comportamenti irrazionali nelle offerte pubbliche e le risposte al diritto positivo*

³⁴ P. KRUGMAN e M. OBSTFELD, in *International Economics, Theory and policy*, London, 2007

³⁵ Secondo la *scuola americana di law and economics*, l'efficienza dell'impresa è assicurata dalla presenza di offerte pubbliche d'acquisto che, anche quando ostili o aggressive, sono in grado di garantire il ricambio del gruppo di comando nelle società mal gestite e scarsamente sfruttate, esercitando una costante pressione sugli amministratori. Più una società è contendibile, maggiore sarà la portata di tale incentivo.

La centralità del mercato del controllo, inteso come il luogo in cui si scambiano pacchetti azionari che consentono di esercitare un'influenza dominante su una società, cioè il mercato che alloca le partecipazioni di controllo in una società, si denota, in primis, dalla posizione di rilievo conferitagli dal Testo Unico della Finanza, il quale seguendo l'indirizzo prevalente in dottrina, ha optato per l'inevitabile perseguimento di tale obiettivo, sottolineandone l'importanza all'art.91. Quest'ultimo definisce gli obiettivi cui l'azione della Consob deve propendere nel contesto della disciplina degli emittenti quotati³⁶, tenendo conto in ogni caso di tutte le eventuali esigenze contrapposte³⁷. L'intenzione del legislatore del 1998, attraverso le previsioni contenute negli articoli dal 102 al 104-ter e dal 105 al 112, superando una serie di lacunosi aspetti della disciplina previgente, manchevole di una ratio ispiratrice unitaria, è quella di assicurare un efficiente sviluppo del mercato del controllo. A tali norme si aggiungono una serie di disposizioni che prevedono obblighi di disclosure, posti a tutela della trasparenza del mercato in tema di possessi azionari, ed ulteriori obblighi, a presidio degli azionisti della società target, in caso di adesione ad OPA: tutte norme previste al fine di colmare le asimmetrie informative che possono sussistere tra i soggetti che operano sul mercato e chi controlla l'impresa bersaglio³⁸.

Si può dire che l'atteggiamento del TUF relativamente alla contendibilità sia maggiormente diplomatico rispetto alla disciplina previgente, nel tentativo di contemperare più esigenze, senza divenire contraddittorio. Infatti, nell'ottica del TUF la tutela degli azionisti di minoranza e la tutela dell'efficiente funzionamento del mercato sono due esigenze da controbilanciare, far coesistere e proteggere congiuntamente.

³⁶ Secondo LENER la riforma, ad opera del TUF, risponde all'esigenza di perseguire, in via preferenziale, nonostante la presenza di più interessi contrastanti, l'efficiente allocazione del controllo societario.

³⁷ L'art. 91 TUF richiama contemporaneamente l'efficienza e la trasparenza del mercato e la tutela degli investitori.

³⁸ JOHN C. COFFE JR, "*Regulating the market for corporate control, a critical assessment on the tender's offer role in corporate governance*", Columbia Law Review, 1984, sostiene che l'impatto disciplinante delle offerte pubbliche d'acquisto sul comportamento dei gestori dell'impresa non può essere contestato. Tuttavia, osserva, a tal fine è necessario eliminare l'asimmetria informativa che intercorre tra chi controlla dall'interno la società ed il mercato, altrimenti il principale effetto prodotto dal mercato del controllo, la sostituzione del gestore incapace, essendo il frutto di trasferimenti privati di pacchetti di controllo, non pare possa essere considerato differente rispetto a qualsiasi altro strumento assicurato dal diritto societario per sanzionare la condotta di chi gestisce l'impresa societaria.

Il legislatore italiano, adottando quest'orientamento, ha deciso di ergere il *market for corporate control* in una posizione di rilievo della policy normativa in materia, con la finalità di rendere maggiormente efficace ed efficiente la gestione delle imprese che intendono fare appello al pubblico risparmio³⁹ e, più in generale, di trasformare l'economia italiana, rendendo meno concentrati gli assetti proprietari ed aspirando ad una crescita in termini di apertura alla borsa. È infatti questa una peculiarità del mercato azionario italiano, nel quale la partecipazione delle società quotate è di solito concentrata nelle mani di pochi, ma grandi, detentori. Il contesto italiano si caratterizza per la presenza di società a proprietà concentrata e questo ha delle conseguenze sul ricorso allo strumento delle OPA. Il mercato del controllo societario in Italia, infatti, incontra un ambiente ostico che non gli permette di operare ed esplicare in maniera completa le sue funzioni, a causa dell'esistenza di barriere strutturali che non consentono il ricambio del controllo societario. La concentrata struttura proprietaria ha drasticamente limitato le possibilità di sviluppare un mercato del controllo societario efficiente e ha contravvenuto ai principi fondamentali di un'economia di mercato basata sul libero scambio, i quali intendono promuovere la concorrenza per migliorare l'allocazione e la produzione di ricchezza in una società. La lotta per il controllo di una società implica la necessità di avere una quantità adeguata di azioni disponibili per la vendita libera sul mercato a coloro che lanciano un'offerta pubblica di acquisto, e tale quantità dev'essere sufficiente per ribaltare il controllo in termini di diritti di voto. Infatti, quando una società è controllata da un socio (o pochi soci) di maggioranza è praticamente impossibile acquisirne il controllo attraverso un'offerta, a meno che quest'ultima non sia amichevole.

In questo *modus essendi* delle imprese italiane risaltano, inoltre, una serie di *agency problems* dovuti alla divergenza di interessi tra management ed azionisti, i quali si possono sostanziare soprattutto in comportamenti opportunistici da parte dei primi che vanno a discapito degli altri soci, ma anche della società nel suo complesso, motivo per il quale il TUF ha introdotto delle regole idonee a garantire un elevato grado di trasparenza, con il fine di mantenere un regolare ed efficiente funzionamento del mercato dei capitali. Ne deriva che le caratteristiche del mercato italiano in termini di scarsa contendibilità del controllo e le specificità dei problemi di agenzia che, in un contesto di

³⁹ P. MARCHETTI, in *Osservazione sui profili societari di T.U. in materia finanziaria*, in *Rivista delle Società*, 1999

strutture proprietarie accentrate, sorgono tra azionisti di maggioranza e minoranza, costituiscono quindi il punto focale per la regolazione delle offerte pubbliche di acquisto. La contendibilità permette di aumentare il grado di efficienza della gestione societaria, consentendo di ridurre la distanza di intenti tra gli amministratori ed i soci investitori⁴⁰, in quanto induce i primi ad agire esclusivamente per la crescita e gli interessi della società. Sulla scorta di quanto detto, si può affermare come un elevato livello di contendibilità consenta di monitorare meglio i gruppi di comando.

Ogni ordinamento, alla luce di quanto detto, attraverso la disciplina in tema di trasferimenti del controllo e di acquisizioni, deve aspirare all'esclusivo compimento di operazioni efficienti⁴¹, cioè operazioni che incrementino il valore di una società.

Inoltre, attraverso l'attenzione nei confronti delle acquisizioni che potrebbero avere un impatto negativo sul valore della società bersaglio, la regolamentazione del mercato del controllo riesce a tutelare gli investitori anche nel lungo periodo⁴². Pertanto, si sviluppa un mercato del controllo societario capace di rimuovere le gestioni societarie maggiormente inefficienti.

In conclusione, le Offerte Pubbliche di Acquisto, favorendo il ricambio del controllo in capo alla società bersaglio, sono in grado di generare un effetto positivo in termini di efficienza delle imprese e di realizzare gli obiettivi di contendibilità propri di un mercato azionario evoluto.

“La contendibilità è necessaria per la concorrenza ed è il requisito affinché un'impresa produca valore per gli azionisti”⁴³.

3. La tutela degli azionisti di minoranza: i cittadini del mercato

Uno degli elementi fondamentali del trade-off tra i vari interessi alla base della disciplina, come più volte accennato, è la protezione degli *azionisti di minoranza*, estranei alla contesa del potere societario, i quali vengono considerati i soggetti più deboli.

⁴⁰ BERLE e MEANS, in *Società per azioni e proprietà privata*, 1966

⁴¹ Vd. Cap.1, Par. 3.1.

⁴² Da quest'ultima affermazione, si può intuire come in realtà gli interessi alla base della disciplina siano talvolta anche complementari.

⁴³ Così la Consob nella Comunicazione n. 99013832 del 27 febbraio 1999

Le minoranze azionarie possono essere definite come l'insieme degli investitori che nelle società quotate non fanno parte del nucleo che detiene il potere di controllo: sono in genere piccoli risparmiatori e pertanto hanno bisogno di una tutela per evitare che vengano sovrastati dall'eventuale nuovo gruppo di comando.

Essi vengono considerati *cittadini del mercato*⁴⁴, inteso come comunità in cui possono liberamente entrare, spostarsi alla ricerca delle migliori opportunità di investimento ed uscire in modo agevole in qualsiasi momento. Allontanandosi quindi da una concezione preistorica degli azionisti di minoranza e considerandoli in questa diversa ottica, si può affermare come tutti siano portatori di uno stesso interesse, ossia la valorizzazione del proprio investimento. È quindi necessario che il mercato funzioni correttamente, sia strutturato a favore della migliore allocazione delle risorse e vi sia un rigido regime di trasparenza, in modo tale che l'azionista di minoranza possa agire con consapevolezza, in quanto agevolato da strumenti di informazione imposti dalla legge.

La loro peculiare posizione è dovuta allo status psicologico cui sono sottoposti, il fenomeno del c.d. *pressure to tender*⁴⁵, il quale induce gli stessi ad aderire all'offerta, indipendentemente dalle condizioni e pur se questi ultimi non siano inclini ad accettarla, in quanto la propria adesione viene ritenuta dallo stesso azionista non decisiva per il successo dell'offerta. Ciò è legato alla preoccupazione che, in caso di buon esito dell'offerta, il valore di mercato delle proprie azioni possa andare al ribasso per effetto del nuovo assetto di controllo e della minore liquidità e ci si trovi con titoli di minoranza di scarso valore nella società acquisita. Questo timore, questa condizione di *pati*, è causata dall'incertezza circa il comportamento degli altri oblati e dall'asimmetria informativa oblati-offerente⁴⁶. La preoccupazione è inoltre acuita soprattutto dalla mancata conoscenza delle intenzioni dei bidders, i quali possono essere *benefici*, cioè che aspirano ad un upgrade della gestione societaria e quindi ad un accrescimento del valore di mercato, oppure *dannosi*, cioè coloro che hanno come finalità primaria quella di ottenere benefici privati, danneggiando le minoranze. L'incertezza sulle scelte degli altri azionisti ed il timore che l'offerta abbia comunque successo inducono l'azionista a valutare il

⁴⁴ S. SCHIATTONE, in *Soci di minoranza e strumenti di tutela nelle società per azioni quotate in borsa*, in *Società, banca e impresa*, 2004

⁴⁵ La definizione è fornita dalla CONSOB, *Analisi d'impatto delle previsioni regolamentari volte a correggere gli effetti della pressure to tender*

⁴⁶ L'asimmetria informativa condiziona l'efficacia delle stime sul valore delle azioni post-OPA

rischio di rimanere in possesso di azioni destinate a deprezzarsi in caso di successo dell'OPA.

Il lancio di offerte pubbliche coercitive, cioè che esercitano *pressure* sugli azionisti, è un fenomeno di non poca rilevanza, poiché sono in grado di incoraggiare un soggetto a decidere di aderire contro la propria volontà.

La normativa ideale dovrebbe tutelare gli azionisti di minoranza, rimediando ad eventuali asimmetrie informative, ma soprattutto proteggendoli dal rischio di estrazione dei c.d. *benefici privati del controllo*⁴⁷, cioè riferiti alla capacità di un soggetto che ottiene il controllo di un'impresa di utilizzarne le risorse allo scopo di perseguire obiettivi personali⁴⁸. Questi ultimi infatti sollevano un profilo particolarmente problematico, in quanto non danno origine ad un aumento del valore del complesso societario, ma generano invece una riduzione di quest'ultimo, provocando quindi delle conseguenze negative nella sfera dei soci di minoranza e conducendo ad un decremento complessivo di ricchezza.

In sintesi, gli aspetti che influenzano e determinano la *pressure to tender* risiedono: in primis, nella simultaneità della decisione tra singoli azionisti che configura un problema di actio collettiva e quindi nell'incertezza sulle probabilità di successo dell'offerta; inoltre, nell'incertezza sull'affidabilità delle stime soggettive dei parametri in base ai quali il giudizio sull'offerta viene determinato, ossia valore tendenziale e valore atteso post-OPA.

Alla *pressure to tender* si affianca un fenomeno diametralmente opposto, il quale non ha un effetto pregiudicante nei confronti dei singoli azionisti, ma dell'intero mercato⁴⁹: il *free riding* da parte degli oblati.

Si tratta di una condotta da parte degli azionisti di minoranza, nel caso in cui la sostituzione del gruppo di controllo della società apporti dei cambiamenti positivi, comportando, in caso di buon esito dell'offerta, un aumento del valore dei titoli.

⁴⁷ Un'esaustiva tassonomia è fornita da O. EHRARDT ed E. NOWAK, in *Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation*. Vi è una distinzione in quattro classi di benefici, sulla base della natura monetaria o non monetaria e della trasferibilità: self-dealing, dilution, amenities e reputation.

⁴⁸ A. SALVI, in *Premi per il controllo, Metodo, Misure, Evidenze*, 2013

⁴⁹ A. CAPIZZI, in *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori: il caso della pressure to tender*, in *Giurisprudenza commerciale*

In questi casi il rischio è che gli azionisti, ritenendo di poter ottenere un guadagno superiore, dato che il prezzo dell'offerta avanzata sarà inferiore al valore atteso delle azioni dopo l'acquisizione, seguano la strategia di non aderire all'offerta stessa, aspettando che agiscano prima gli altri, in modo da mantenere la propria partecipazione nella società e trarre profitto dall'incremento dei titoli conseguente della nuova gestione societaria⁵⁰. Si tratta, infatti, di un incentivo alla non adesione da parte degli oblati, i quali ovviamente attenderanno che il periodo dell'offerta si chiuda al fine di vendere successivamente le proprie azioni ad un prezzo più alto.

In tal caso, il problema sussisterebbe nell'evenienza in cui tutti gli azionisti allineassero il proprio pensiero, in quanto, in tal caso, l'offerta ovviamente non potrebbe più avere esito positivo, il management non verrebbe sostituito e, in conclusione, non si manifesterebbe l'incremento del valore dei titoli della società.

In dottrina⁵¹, sono state ricercate delle soluzioni a tali problematiche, ma sembra che anche questo fenomeno, così come la *pressure to tender*, agisca contro la buona riuscita dell'offerta, ma soprattutto cagioni delle distorsioni a discapito dell'efficienza e del buon funzionamento del mercato del controllo.

La tutela degli azionisti di minoranza si sostanzia, in prima istanza, nella riduzione dell'incertezza riguardo al valore tendenziale ed al valore atteso post-OPA, la quale si potrebbe ottenere rafforzando il diritto di essere informati. I legislatori, al fine di proteggere "la parte debole", non hanno esitato ad imporre ed ampliare l'informativa destinata al mercato tramite il rafforzamento dei doveri di disclosure, con l'obiettivo di garantire la massima trasparenza nel passaggio di proprietà di partecipazioni di controllo e la parità di trattamento (*market egalitarianism*) dei destinatari.

Infatti, una parte della dottrina, in opposizione a quella liberista, ritiene ripugnante che un premio⁵² sia pagato solo a chi cede il controllo di una società e che, invece, ne siano

⁵⁰ L. ENRIQUES, in *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori, La disciplina dell'OPA obbligatoria*

⁵¹ Una soluzione potrebbe essere il coordinamento tra i vari azionisti, i quali, previo accordo, si vincolerebbero ad aderire vendendo al proponente solo una parte dei titoli in loro possesso, percentuale che, unita a quella degli altri, consentirebbe il raggiungimento della soglia idonea per la buona riuscita dell'offerta. Il problema risiede però proprio nell'accordo, in quanto la difficoltà di realizzazione di quest'ultimo è dovuta all'opportunità in capo ad ogni azionista di fare free riding sull'eventuale coordinamento degli altri, in modo da poter massimizzare il proprio guadagno non dovendo rinunciare a nessun titolo.

⁵² Il premio verrà trattato nel dettaglio nel paragrafo 3.1.

esclusi, i piccoli azionisti, i quali pure vorrebbero condividere i vantaggi di una vendita a prezzo più elevato rispetto a quello attuale dei titoli in borsa. Il mercato borsistico può prosperare solo se viene garantita tale condizione.

Pertanto sono vietati i rastrellamenti “segreti” di azioni, esigendo che fin dal primo momento l’acquirente presenti un’offerta rivolta imparzialmente a tutti gli azionisti. Allo stesso tempo viene imposto a coloro che acquistano in blocco una partecipazione di controllo dal precedente possessore di formulare anche ai restanti soci un’idonea proposta di acquisto, la quale dev’essere effettuata allo stesso prezzo pagato per il pacchetto azionario di controllo. Quella appena descritta prende il nome di *best price rule*, la quale è stata progettata per proteggere gli azionisti minoritari, assicurandosi che ricevano il trattamento più favorevole possibile nel contesto di un’OPA. Essa impedisce all’offerente di negoziare accordi speciali con alcuni azionisti per acquistare le loro azioni ad un prezzo maggiore, discriminando, di fatto, tutti gli altri.

È evidente come la liberalizzazione del mercato contrasti con l’egualitarismo. Se infatti si persegue la prima, l’acquirente è lasciato libero di presentare offerte al corrispettivo più conveniente per lui ed accettabile dai destinatari e ciò va a vantaggio dell’efficienza del mercato del controllo. Invece, se si privilegia l’uguaglianza di trattamento rispetto alla libertà contrattuale, vengono introdotti nel sistema una serie di vincoli che rendono più oneroso e, di conseguenza meno probabile, il trasferimento del controllo.

Quest’ultimo è quindi visto allo stesso tempo come un rischio ed un’opportunità. L’opportunità risiede nel fatto che il trasferimento del controllo è una tecnica particolarmente efficace ed economica per ridurre i c.d. *agency costs* e quindi per risolvere uno dei principali problemi della corporate governance, ossia i comportamenti egoistici ed opportunistici da parte degli amministratori. Il rischio, invece, può derivare dal fatto che il trasferimento del controllo potrebbe servire all’acquirente al fine di porre in essere una serie di condotte che vadano a discapito dei soci, oppure può addirittura rendere non più contendibile una società che fino a quel momento lo era stata.

Quando prevale la visione ottimistica, il legislatore tenderà a regolare il fenomeno prevedendo una serie di regole ancorate alla fattispecie dell’OPA, come la *passivity rule* o la *breakthrough rule*, al fine di favorire il buon esito delle operazioni e raggiungere un elevato livello di efficienza per il *market for the corporate control*. Quando, invece,

prevale la visione pessimistica, le regole legislative faranno dello strumento in esame l'oggetto della disciplina, ed in particolare di un obbligo⁵³.

L'OPA, come stabilito del TUF, è una proposta irrevocabile rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari delle azioni che ne formano oggetto⁵⁴. L'offerente deve dare comunicazione, nella prima fase dell'OPA, delle proprie intenzioni, tanto alla Consob quanto alla società target, indicando gli elementi essenziali dell'offerta in un comunicato ufficiale che dev'essere approvato dalla stessa Consob.

In secondo luogo, la tutela degli azionisti di minoranza si concretizza nel riconoscimento del *diritto di exit*, cioè il diritto di disinvestire ad un prezzo equo e soprattutto di poterlo fare con consapevolezza.

Sulla scorta di tali premesse si è ritenuto necessario imporre l'obbligo di lancio dell'offerta al verificarsi di determinate condizioni, in quanto l'OPA obbligatoria è l'unico meccanismo idoneo a proteggere gli azionisti di minoranza dagli effetti conseguenti al mutamento del controllo societario⁵⁵, poiché permette a questi ultimi di decidere se uscire dalla società nel momento in cui non abbiano più intenzione di partecipare.

La necessità di imporre l'OPA si impernia su due presupposti fondamentali: garantire agli azionisti di minoranza una tutela nel caso di un trasferimento del controllo non desiderato ed assicurare loro l'ottenimento di un premio di maggioranza.

3.1. La ratio dell'OPA obbligatoria: presidio all'efficienza del mercato o tutela della minoranza?

L'OPA obbligatoria è stata introdotta nell'ordinamento italiano con la L.149/1992, nella quale il legislatore ha delineato una precisa strategia normativa, ispirato dalla volontà di imporre l'OPA dinanzi a qualsiasi operazione capace di incidere sul potere di influenza sull'emittente, allineando il nostro sistema con l'orientamento affermatosi negli ultimi

⁵³ Se si acquista il controllo, allora si è obbligati a lanciare un'offerta. Così M. STELLA RICHTER JR, in *A proposito della direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche di acquisto e dei suoi interpreti*, in *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di FERRI JR e STELLA RICHTER JR, 2010

⁵⁴ È questo il principio della parità di trattamento

⁵⁵ Così M. TOLA, in *La Direttiva europea in materia di OPA: prime riflessioni*, in *Banca, Borsa, Titoli di credito*, 2005

decenni in Europa⁵⁶. Anche le successive riforme hanno costantemente confermato l'opzione di policy normativa a favore dell'istituto in esame.

Tuttavia, la disciplina in tema di OPA obbligatoria è stata oggetto, nel corso della sua evoluzione, di cambi di rotta e momenti di continuità. Infatti, nonostante la legge n.149/1992 avesse fornito allo strumento una regolamentazione abbastanza completa e dettagliata, il TUF, ispirandosi al *City Code* inglese, decise di prevedere una soglia fissa di partecipazione al capitale sociale, in modo tale da tracciare un ambito di applicazione della disciplina più ristretto, distinguendo in modo netto le operazioni che imponevano il lancio dell'offerta da quelle che invece rimanevano fuori da tali regole.

L'OPA obbligatoria⁵⁷ può essere definita uno degli istituti cardine della disciplina e, per tale motivo, sulla sua funzione si erge un importante e vivace dibattito, finalizzato a comprendere se sia stata introdotta esclusivamente a garanzia e tutela degli azionisti della società target oppure possa essere anche considerata un presidio all'efficienza del mercato, in termini di contendibilità.

L'obbligo di OPA riveste un ruolo cruciale nel funzionamento del mercato del controllo societario, poiché agisce come meccanismo di salvaguardia per gli investitori in occasione di ricambi del controllo o di maggiore concentrazione degli assetti proprietari di una società quotata in borsa. La necessità di OPA obbligatoria, infatti, va ricercata nella circostanza che all'aumentare della partecipazione azionaria detenuta dal socio di controllo, diminuisce la contendibilità del controllo. E la perdita di contendibilità del controllo può dar luogo a comportamenti opportunistici ed egoistici da parte del socio di maggioranza non più assoggettato alla c.d. *discipline of last resort*⁵⁸, con conseguenze negative anche sul prezzo del titolo.

Tale obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto si attiva tradizionalmente a seguito di operazioni concluse tramite trattative private che portano al trasferimento di una partecipazione di controllo, ma può scattare anche a causa di acquisizioni progressive o

⁵⁶ L'obiettivo delineato dal *City Code* è stato raggiunto con piena coerenza, con la previsione del divieto, a coloro che siano in possesso di una quota rilevante, di incrementare ulteriormente la propria partecipazione, se non attraverso un'offerta totalitaria rivolta a tutti i possessori di titoli della società quotata interessata.

⁵⁷ La regola relativa all'obbligo di lanciare un'OPA viene definita anche "*mandatory bid rule*"

⁵⁸ E. F. FAMA, in *Agency problems and the Theory of the Firm*, in *Journal of Political Economy*, n.88/1980

di raccolte di titoli sul mercato che risultino in un aumento del controllo esercitato sull'azienda.

La ragion d'essere di questo meccanismo si trova in un principio fondamentale di politica economica, ovvero nella necessità di garantire un continuo avvicendamento gestionale, impedendo la creazione di partecipazioni significative (attualmente fissate al 30%). Questa è la soglia stabilita dall'art 106.1 TUF, il quale stabilisce che “Chiunque, a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del *trenta per cento* ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al *trenta per cento* dei medesimi promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso”⁵⁹. Si tratta di una soglia che dovrebbe permettere al mercato di mantenere una notevole flessibilità per le acquisizioni libere di partecipazioni di controllo in tutte quelle società in cui l'azionista principale non possiede una quota di controllo superiore al limite stabilito dalle norme, rendendo così la stessa società apertamente accessibile sul mercato, senza appesantire lo stesso con l'onere rappresentato dall'obbligo di lanciare un'offerta pubblica d'acquisto.

Il vantaggio derivante per gli azionisti minoritari rappresenta il risultato equitativo di una decisione normativa radicata nella protezione di interessi più ampi, quelli legati all'efficienza del sistema di concorrenza. Inoltre, nel contesto specifico del mercato azionario italiano, l'obbligo di estendere l'offerta anche alle minoranze si somma, come un ulteriore peso, all'accordo di acquisizione della quota di maggioranza, già perfezionato attraverso negoziazioni private.

In questo contesto, comprendere a fondo le ragioni sottostanti all'OPA obbligatoria diventa una missione più complessa. Da un lato, questa normativa anticipa e promuove un'auspicata evoluzione del mercato; dall'altro, svolge un ruolo cruciale nella salvaguardia degli interessi degli azionisti minoritari. L'istituto dell'OPA obbligatoria,

⁵⁹ Sono previste dal TUF delle ipotesi di esenzione dell'obbligo di promuovere un'offerta totalitaria: la prima riguarda il caso di un'offerta d'acquisto totalitaria preventiva in virtù della quale un soggetto venga a detenere una partecipazione superiore al 30%; un secondo caso attiene all'acquisizione di una partecipazione rilevante in presenza di altri soci che detengano il controllo della società; infine, la terza ed ultima ipotesi di esenzione riguarda il compimento di operazioni di salvataggio di società in crisi, operazioni di fusione o scissione o altre di carattere temporaneo, nonché il caso di trasferimento di azioni ordinarie tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione. Così M. CISTARO, *op. cit.*

infatti, oltre a garantire l'efficienza del mercato finanziario, mira a tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza, offrendo loro, come si dirà più avanti, l'opzione di mantenere le proprie azioni, nella speranza di un incremento del loro valore e rendimento futuro, oppure di venderle per godere anche loro del premio offerto dall'offerente per l'ottenimento del controllo della società interessata.

Secondo una parte della dottrina, costringendo al lancio di un'offerta sui titoli di una società, la normativa stabilisce una stringente limitazione non solo sulla libertà negoziale degli offerenti⁶⁰, ma anche e soprattutto sulla contendibilità del controllo societario. Il limite all'autonomia negoziale degli offerenti si può desumere dal fatto che l'obbligo di lanciare l'OPA viene imposto a chiunque superi determinate partecipazioni all'interno di una società, ad un prezzo che viene stabilito dalla *highest price paid rule*⁶¹.

È stata quindi necessaria la ricerca di una giustificazione a queste rigorose e significative restrizioni, la quale ha portato all'elaborazione di una serie di ricostruzioni teoriche. Tuttavia, si può affermare l'impossibilità di ricondurre il fondamento dell'OPA obbligatoria ad un'unica teoria, motivo per il quale il dibattito è ancora oggi oggetto di continui contrasti e senza un unitario responso⁶².

La ricostruzione teorica dominante enfatizza il ruolo distributivo dell'OPA obbligatoria, in quanto le attribuisce come funzione principale quella di assicurare, in un'ottica indennitaria, la corresponsione di un *premio di controllo*, inteso come differenza tra il reale valore dei titoli oggetto dell'offerta ed il prezzo pagato⁶³, il quale sia, secondo il già citato principio della *parità di trattamento*⁶⁴ (art.103 TUF), proporzionalmente ed

⁶⁰ Un sacrificio così intenso della libertà contrattuale può essere tollerato solo ove lo stesso risulti necessario a tutelare interessi che si ritengono prevalenti.

⁶¹ È la regola che obbliga l'offerente a pagare a tutti gli azionisti il prezzo più alto precedentemente pagato per acquisire il controllo. Essa aumenta l'efficacia della regolamentazione nell'evitare operazioni non efficienti, in quanto tale prezzo scoraggia l'offerente dal procedere con l'acquisizione a meno che non preveda di aumentare sufficientemente il valore delle azioni.

⁶² Sulla situazione si è pronunciato M. STELLA RICHTER JR., in *Trasferimento del controllo e rapporti tra soci*, Giuffrè, 1996

⁶³ Si riferisce all'extra valore o percentuale che un acquirente è disposto a pagare oltre il prezzo corrente di mercato delle azioni per ottenere il controllo di una società. Questo premio compensa i vecchi azionisti per la perdita del controllo aziendale

⁶⁴ "L'offerta è rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari dei prodotti finanziari che ne formano oggetto". È uno dei principi cardine dell'odierna regolamentazione delle OPA, sia nell'ordinamento italiano, sia in quello europeo, così come anche nella disciplina delle tender offer negli Stati Uniti (in un'accezione diversa, soprattutto per l'assenza dell'istituto dell'OPA obbligatoria).

equamente distribuito tra tutti gli azionisti. La distribuzione del premio è dovuta alla convinzione dell'acquirente di valorizzare il proprio investimento attraverso una migliore gestione societaria, in quanto ritiene che il maggior prezzo pagato sia giustificato dalla possibilità di ottenere il controllo e che i benefici che da questo derivano vadano a compensare l'esborso. Questa virtuale certezza lo induce a versare in anticipo una parte del futuro previsto guadagno, al fine di incentivare i titolari delle azioni a vendere le stesse, e quindi permette agli oblati di beneficiare di un plusvalore. Se, da una parte, sono gli stessi offerenti a ritenere di poter pagare un prezzo maggiore rispetto al valore reale dei titoli, dall'altra possiamo affermare come gli stessi oblati malvolentieri potrebbero accettare un prezzo che non faccia da contrappeso alla perdita del controllo societario. Nonostante ciò, la realtà mostra scenari diversi in cui l'obbligo di lanciare l'OPA si applica anche senza un effettivo trasferimento del controllo, sfidando quindi l'interpretazione esclusivamente redistributiva e sollevando questioni circa l'adeguatezza di questa regolamentazione nel contesto delle dinamiche di mercato attuali. Questa complessità suggerisce la necessità di esplorare motivazioni ulteriori e più articolate che giustificano l'esistenza dell'istituto di cui si tratta.

Secondo altre ricostruzioni, l'OPA obbligatoria, oltre che una funzione di redistribuzione, nel caso in cui sia assente la corresponsione di un premio, svolge comunque un ruolo cruciale nella protezione degli azionisti di minoranza, mediante il c.d. *diritto di exit*⁶⁵, il quale offre loro l'opportunità di vendere le proprie azioni a condizioni che non siano inique, e soprattutto che siano prestabilite⁶⁶ prima del lancio dell'offerta, in modo tale che gli oblati possano valutare con contezza se disinvestire o meno. Con il riconoscimento di tale diritto, agli azionisti è consentito di proteggersi da eventuali effetti pregiudizievoli che possono conseguire in caso di acquisizioni indesiderate. Sul punto è condivisibile l'opinione di chi ritiene che questa funzione di protezione sia parallela al diritto di recesso⁶⁷ degli azionisti di società soggette a direzione e coordinamento, suggerendo che, nonostante le chiare divergenze operative e quindi la non piena fungibilità, entrambi gli

⁶⁵ G. FERRI JR., in *Investimento e conferimento*, Milano, 2001 definisce il diritto di exit come una modalità di disinvestimento qualitativa

⁶⁶ In tal senso, si è pronunciato ANGELICI in *Le società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*

⁶⁷ Opinione condivisa da ANGELICI, in *Riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Cedam, 2006

strumenti mirano a tutelare gli interessi delle “parti più deboli” dinanzi a variazioni degli assetti proprietari.

Un’ulteriore ricostruzione evidenzia l’importanza dell’OPA obbligatoria come dispositivo di salvaguardia per i piccoli azionisti, ponendo particolare enfasi sulla salvaguardia della loro autonomia decisionale. Secondo tale teoria, l’istituto è concepito con l’intento di limitare la portata della c.d. *pressure to tender*, la quale, come anticipato nel paragrafo precedente, si verifica quando gli azionisti sono “costretti a vendere” per la preoccupazione che i propri titoli possano subire un decremento di valore dovuto al nuovo assetto di controllo.

Infatti, senza la previsione dell’OPA obbligatoria, un offerente potrebbe sequenziare⁶⁸ le sue offerte in modo da diminuire progressivamente il prezzo, costringendo gli oblati a cedere i propri titoli per evitare perdite maggiori.

Tuttavia, l’istituto obbliga l’acquirente ad estendere l’offerta a tutti gli azionisti ad un prezzo non inferiore a quello iniziale, nel caso in cui la prima offerta raggiunga un successo determinato, arginando di fatto la possibilità di strategie speculative a svantaggio dei minoritari. Nonostante ciò, viene riconosciuto che l’obbligo di estendere l’offerta a tutti non elimina completamente la possibilità di “costrizione a vendere”. Questa analisi solleva questioni sull’efficacia dell’OPA obbligatoria come unico mezzo di protezione della volontà degli azionisti, suggerendo che potrebbe essere opportuno esplorare alternative, come ad esempio il divieto totale di offerte parziali⁶⁹, per prevenire strategie che potrebbero costringere gli azionisti a vendere contro il loro interesse.

L’analisi condotta sulle teorie che sostengono l’OPA obbligatoria rivela che, nonostante offrano preziosi contributi alla comprensione del suo ruolo nella protezione degli azionisti di minoranza, tali teorie non riescono a fornire una spiegazione completa e universale sull’essenza e sulla necessità dell’OPA obbligatoria in tutti i contesti societari. Si evidenzia che, pur focalizzandosi su diverse problematiche legate al controllo societario, nessuna delle teorie esaminate fino ad ora riesce a giustificare in modo convincente l’applicabilità dell’OPA obbligatoria al di là delle specifiche situazioni prese in esame. In

⁶⁸ È il caso dell’ipotesi in cui lo scalatore potrebbe far seguire, in seguito ad una prima OPA volontaria, una seconda offerta, definita *two-tier offer*, ad un prezzo minore rispetto alla prima

⁶⁹ In questo caso il dibattito si sposta sul problema dell’efficienza del mercato

altre parole, la visione che considera la tutela degli azionisti di minoranza come l'unico fine dell'OPA obbligatoria appare limitata e riduttiva.

A queste teorie, incentrate tutte sulla necessità di tutela degli oblati, si contrappone un'ulteriore impostazione di fondo, in un'ottica di impatto dell'istituto sull'efficienza del mercato del controllo societario. Al fine di ampliare la prospettiva e cercare di comprendere meglio il fondamento dell'OPA obbligatoria, si propone di adottare un differente approccio basato sulla tutela dell'efficienza del mercato del controllo societario.

Questa visione, sostenuta da una parte della dottrina⁷⁰, pone l'accento sull'importanza di promuovere operazioni di trasferimento del controllo che siano efficienti dal punto di vista economico, scoraggiando al tempo stesso quelle che non lo sono. L'obiettivo è quindi quello di garantire un equilibrio tra la facilitazione di operazioni di mercato benefiche per l'intero sistema economico e la prevenzione di manovre speculative o dannose per la collettività degli azionisti.

L'OPA obbligatoria, in questo contesto, è vista come uno strumento che contribuisce all'efficienza del mercato, ponendo dei paletti a certe pratiche acquisitive che potrebbero risultare inefficienti o nocive. La sua applicazione diventa pertanto un mezzo per filtrare le operazioni di acquisizione del controllo, assicurando che queste siano volte al miglioramento della gestione aziendale e, di conseguenza, al benessere complessivo del mercato azionario e dell'economia in generale. L'istituto dell'OPA obbligatoria rappresenta un potente argine contro le acquisizioni inefficienti, che sono quelle acquisizioni che comportano una diminuzione del prezzo di mercato delle azioni a seguito della notizia relativa all'acquisizione. Questo meccanismo opera in modo differente a seconda della struttura proprietaria della società bersaglio. Secondo tale tesi dottrinale, la prevedibilità del costo massimo associato alla promozione dell'offerta costituisce una componente essenziale nella funzione di filtro contro le acquisizioni inefficienti esercitata dall'obbligo di OPA. Se tale costo non fosse prevedibile, infatti, l'istituto non riuscirebbe più a distinguere in anticipo le operazioni che possono incrementare il valore della società target da quelle che potrebbero avere un impatto negativo su di esso. Inoltre, l'assenza di prevedibilità creerebbe un clima di incertezza, che disincentiverebbe le operazioni di

⁷⁰ L. ENRIQUES, in *Quale disciplina per le acquisizioni ostili? Alcuni modelli teorici e la soluzione italiana*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 1999

controllo societario in generale, portando a una stagnazione del mercato⁷¹. In questa prospettiva, la regola del prezzo più alto è d'ausilio nel prevenire le operazioni inefficienti, dato che consente all'offerente di compiere una stima più o meno esatta sull'esborso massimo che dovrà corrispondere agli azionisti in sede di OPA, dal momento che tale valore è direttamente proporzionale a quanto egli ha già pagato per conseguire la partecipazione rilevante.

D'altra parte, la previsione esatta del costo totale dell'operazione non basta da sola a prevenire inefficienze: anche se questo costo fosse noto in anticipo e sostenibile per il potenziale offerente, non ci sarebbe nulla a impedire che avvengano trasferimenti dannosi o acquisizioni volte solo all'esproprio. Pertanto, è chiaro che il ruolo della regola esaminata, all'interno di un contesto di regolamentazione volta a garantire l'efficienza del mercato del controllo societario, non può essere limitato solo alla conoscenza anticipata del costo massimo associato all'acquisizione.

In questo contesto, solamente combinando la regola del prezzo più alto pagato con l'obbligo di OPA totalitaria, si può efficacemente svolgere il ruolo di filtro contro trasferimenti e acquisizioni inefficaci nel mercato del controllo societario.

La peculiarità della regola del prezzo più alto pagato consiste nel fatto che obbliga il potenziale offerente a prepararsi a acquistare tutte le azioni ad un prezzo definito come equo. Nonostante ciò, questa equità non deriva dalla necessità di seguire un presunto principio di parità di trattamento, ma piuttosto dal fatto che l'*highest price paid* tiene conto del valore capitalizzato dei benefici privati del controllo, nel caso di una società a proprietà concentrata, o della compensazione per la perdita di contendibilità, nel caso di una società ad azionariato diffuso. Di conseguenza, un soggetto intenzionato a ottenere il controllo dell'azienda eviterà di compiere l'acquisizione se non prevede di aumentare il valore delle azioni abbastanza da coprire questi componenti di prezzo, garantendo così che l'operazione rimanga economicamente vantaggiosa anche in caso di adesione totale degli azionisti⁷².

⁷¹ “An efficient functioning of the capital markets in the European Union requires a sufficient degree of predictability as to the consideration to be offered in a mandatory bid. It is indeed a major disincentive to the acquisition of control if such acquisition imposes an obligation to bid but the price to be paid is not predictable”. Così il Report of the high-level group of company law experts on issues related to Takeover Bid.

⁷² CADORIN F., in *OPA obbligatoria e prezzo equo*, in *Studi sulla giustizia*, Centro di ricerca coordinato, Giuffrè, Milano, 2023

Tale approccio non solo amplia l'orizzonte di analisi dell'OPA obbligatoria, ma mette in luce la sua funzione come baluardo contro le distorsioni di mercato, valorizzando al contempo le operazioni che contribuiscono positivamente all'economia. Questo paradigma sottolinea dunque la necessità di un equilibrio legislativo che, pur proteggendo gli azionisti di minoranza, non perda di vista l'obiettivo più ampio di mantenere e promuovere l'efficienza e la trasparenza del mercato del controllo societario.

Alla luce del dialogo tra le teorie focalizzate sulla protezione degli oblati e quelle incentrate sull'efficienza del mercato del controllo, si può affermare come il dibattito sull'imposizione dell'obbligo di OPA sveli un'interconnessione tra questi due approcci. Infatti, la normativa che impone a coloro che intendono acquisire il controllo di una società quotata di estendere l'offerta ai titoli restanti mira a prevenire operazioni che potrebbero danneggiare il valore della società target, offrendo quindi una protezione agli investitori anche a lungo termine. Anche se, allo stesso tempo, questo meccanismo potrebbe avere un effetto controproducente, cioè potrebbe disincentivare una serie di operazioni che potrebbero invece rivelarsi vantaggiose, creando una situazione di overdeterrence⁷³. Infatti, l'obbligo di lanciare un'offerta totalitaria una volta superate determinate soglie di partecipazione può ostacolare la realizzazione di alcuni trasferimenti e acquisizioni efficienti.

Nel caso in cui la società bersaglio non sia contendibile, se l'incremento di valore che il potenziale offerente potrebbe apportare non è sufficiente a compensare la sua minore capacità di ottenere benefici privati rispetto all'attuale azionista di controllo, il trasferimento, anche se efficiente, potrebbe non avvenire perché il prezzo massimo offerto potrebbe essere inferiore al prezzo di riserva del venditore.

Quando invece la società bersaglio è contendibile, la possibilità che il potenziale offerente non abbia i mezzi finanziari necessari per promuovere un'offerta su tutti i titoli previene la realizzazione della scalata, anche se questa sarebbe efficiente per il mercato del controllo. È stato osservato che se l'ottimismo sul valore della società è condiviso dal mercato, l'acquirente potrebbe ottenere finanziamenti per l'acquisto di tutte le azioni, ma i costi associati al finanziamento o alla promozione di un'offerta pubblica potrebbero essere troppo elevati, rendendo l'acquisizione impraticabile.

⁷³ È necessario, con un approccio *multi-faceted*, mitigare l'overdeterrence senza compromettere gli obiettivi regolatori fondamentali

Questi argomenti sono alla base della critica ricorrente secondo cui l'OPA obbligatoria contribuisce a "ingessare" il mercato del controllo societario. Tuttavia, la fondatezza di questa critica non mette in discussione la validità della concezione che identifica nella tutela dell'efficienza del mercato del controllo la ragione d'essere dell'OPA obbligatoria, ma piuttosto conferma che ogni forma di regolamentazione rigida, che cerca di stabilire in modo preventivo una disciplina uniforme per tutte le situazioni, è destinata ad affrontare inevitabili problemi di eccessiva deterrenza⁷⁴.

L'OPA obbligatoria è, pertanto, un prezzo che la contendibilità del controllo paga allo sviluppo del mercato, a sua volta necessario per un efficiente circolazione dei diritti proprietari e, quindi, per una più accentuata contendibilità⁷⁵. In un contesto di mercato orientato alla competitività, ove la detenzione delle azioni è distribuita e non limitata ad un ristretto gruppo di controllo, l'OPA obbligatoria si configura come uno strumento di protezione nei confronti del mercato, in quanto stimola gli imprenditori competenti a scapito di quelli che si rivelano incapaci di gestire in modo efficace l'azienda. Inoltre, mira ad incentivare la concorrenza ed il rinnovamento dei vertici aziendali, anche in assenza di intese preesistenti con i managers, essendo rivolta direttamente agli azionisti ed alla società bersaglio dell'offerta.

In conclusione: "due le funzioni evidenti dell'OPA obbligatoria, che ruotano intorno all'acquisizione di una partecipazione di rilevante entità, tale da prefigurare, per valutazione legislativa tipica, un cambio nel controllo della società. In primo luogo, consentire alla generalità degli azionisti di valutare il proprio interesse al disinvestimento, aderendo all'OPA, quando si verifichi un cambio di controllo. Secondo, quando il subentro nel controllo è avvenuto tramite acquisti a titolo oneroso, e quindi valga il criterio del prezzo più elevato pagato, consentire ai possessori di azioni della medesima categoria di beneficiare del premio di maggioranza – i.e. del sovrapprezzo pagato per il subentro nel controllo -, presuntivamente compreso nel "prezzo più elevato", anziché riservarlo alla sola maggioranza che ha ceduto il pacchetto di controllo"⁷⁶. Considerando la molteplicità di interessi che vengono coinvolti dalla disciplina dell'OPA obbligatoria, è possibile affermare che essa abbia un duplice scopo, cioè proteggere il mercato da

⁷⁴ F. CADORIN, *op.cit.*

⁷⁵ Così R. COSTI, in *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. Comm. Int.*, 1998

⁷⁶ Tribunale di Torino, sentenza n. 3591/2021

potenziali abusi perpetrati da gruppi imprenditoriali organizzati e tutelare gli interessi dei singoli azionisti, in caso di cambiamenti nella proprietà della società⁷⁷.

Da queste affermazioni, in conclusione, si può affermare come la previsione dell'obbligo di OPA è concepita nell'ottica di salvaguardare gli interessi degli azionisti delle società target, e che solo in seconda istanza riveste un ruolo di incentivo per la contendibilità del controllo, dato che la regola in questione ha disincentivato gli azionisti a non detenere consistenti quote di capitale. Il sistema, nonostante quest'ultima considerazione, ha concesso terreno fertile, soprattutto nelle società di maggiori dimensioni, allo sviluppo ed alla crescita di meccanismi di controllo coalizionale⁷⁸, tramite i quali un investitore riesce ugualmente ad ampliare le sue potenzialità di controllo⁷⁹.

3.1.1. Il prezzo dell'OPA obbligatoria. Le modifiche apportate dal d.lgs. 229/2007 e l'attuale art. 106. La riduzione e l'aumento del prezzo da parte della Consob.

La disciplina del prezzo dell'OPA obbligatoria è stata ridisegnata dal d.lgs. n. 229/2007 il quale, dando attuazione all'art. 5 Dir. 2004/25/CE, ne ha ridisegnato i criteri di determinazione.

Nell'antecedente disciplina, il prezzo al quale doveva essere lanciata l'OPA obbligatoria totalitaria successiva “non doveva essere inferiore ad un valore medio calcolato tra il prezzo più alto pagato dall'offerente per il raggiungimento ed il superamento della

⁷⁷ R. WEIGMANN, in *Concorrenza e mercato azionario*, Milano, 1978; MONTALENTI, in *Le offerte pubbliche di acquisto. Le fattispecie obbligatorie*, Milano, 1995, p. 3 s. e Id., *Commento sub art. 10, Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli. Legge 18 febbraio 1992, n. 149*, in *Commentario Costi*, in questa *Rivista*, 1997;

MARCHETTI, in *Le offerte pubbliche di sottoscrizione e la legge 216*, in *Riv. Società*, 1981

⁷⁸ Le alleanze di controllo formate attraverso accordi parasociali consentono a piccoli gruppi di azionisti di dominare la società, anche se la proprietà azionaria è relativamente frammentata. In pratica, la società è guidata da un numero limitato di azionisti di riferimento che, individualmente, non possiedono una quota sufficientemente alta per garantire un controllo stabile. Pertanto, trovano vantaggioso adottare alleanze di controllo attraverso patti di sindacato e accordi di blocco.

⁷⁹ Come emerge dalla Relazione Consob del 2006, l'obiettivo di mantenere il controllo porta ad un'elevata concentrazione della proprietà tramite la creazione di coalizioni tra azionisti, l'uso di proprietà incrociate e la costituzione di gruppi piramidali strutturati a più livelli. Ne consegue un contesto in cui si modificano, almeno parzialmente, gli strumenti e le modalità di esercizio del controllo. Tuttavia, la possibilità di sfidare le proprietà delle aziende quotate rimane molto limitata.

partecipazione rilevate ai fini dell'obbligo di OPA ed il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi dei titoli costituenti la predetta partecipazione”.

La determinazione del prezzo da offrire così descritta è stata oggetto di un'intermediazione tra numerose linee di pensiero. Tali approcci trovavano la loro genesi nell'idea che il cambiamento del controllo dell'azionista di riferimento o il consolidamento dello stesso, modifica la posizione degli azionisti di minoranza che avevano investito nel mercato azionario, basando le proprie aspettative economiche su una specifica struttura proprietaria e gestionale. La minore possibilità di perdere il controllo che deriva da operazioni di consolidamento dello stesso rende meno appetibili le scalate della società e, di conseguenza, riduce la possibilità che il mercato offra prezzi più favorevoli agli azionisti di minoranze e può contribuire a ridurre strutturalmente il prezzo delle azioni.

Da un lato, si sostiene che chi vende il pacchetto di controllo riesca ad ottenere un prezzo migliore rispetto a quello che potrebbe ottenere vendendo azioni non qualificate, essendogli riconosciuta la possibilità di trarne profitto, non solo dal valore delle azioni, ma anche dal premio di maggioranza, inteso come "valore attualizzato dei futuri benefici monetari e non monetari legati al controllo". In questa situazione, bisogna obbligare il compratore ad acquistare tutte le azioni che gli azionisti di minoranza sono disposti a vendere al prezzo unitario più alto già pagato per ottenere il controllo della società, al fine di ristabilire una condizione di parità tra l'ex socio di controllo e tutti gli altri azionisti di minoranza.

D'altro canto, si sostiene che gli azionisti di minoranza possono solo pretendere che il cambio di controllo non li ponga in una situazione peggiore rispetto a quella precedente, e quindi si propone di offrire loro una via d'uscita al prezzo che il mercato ha stabilito come equo, considerando il c.d. premio di maggioranza.

Il prezzo pagato per il precedente socio di controllo include parte dell'incremento di valore che l'acquirente spera di ottenere con una gestione più efficiente: "se dunque i minoritari condividono le stesse aspettative, possono rimanere nella società e rischiare con lui". In caso contrario, è sufficiente che sia loro offerta la possibilità di realizzare quel prezzo che verosimilmente sarebbero riusciti ad ottenere sul mercato.

L'art. 5 della Direttiva 2004/25/CE impone di offrire un prezzo equo, identificandolo nel prezzo massimo pagato dall'offerente in un periodo compreso tra i sei e i dodici mesi

antecedenti all'obbligo di lanciare l'offerta, lasciando un margine di discrezionalità agli Stati membri nella scelta. Si tratta di un principio che ha inciso sull'onerosità delle scalate, rendendole decisamente più sporadiche.

L'articolo 106, comma 2, TUF, così come modificato dal decreto legislativo n. 229/2007, stabilisce che “per ciascuna categoria di titoli, l'offerta è promossa entro venti giorni ad un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione dell'obbligo di offerta per acquisti di titoli della medesima categoria; qualora non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso della medesima categoria nel periodo indicato, l'offerta è promossa per tale categoria di titoli ad un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile”. Da tale disposizione, si intuisce come la scelta compiuta dal legislatore italiano sia frutto di una mediazione tra l'*equal opportunity rule* e la *market rule*, coniugando così il tentativo di prevenire trasferimenti del controllo inefficienti ed incentivare, dall'altro lato, le operazioni efficienti.

L'articolo 106, comma 3 lett.c, TUF, stabilisce che “l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo inferiore a quello più elevato pagato, fissando i criteri per determinare tale prezzo e purché ricorra una delle seguenti circostanze: 1) i prezzi di mercato siano stati influenzati da eventi eccezionali o vi sia il fondato sospetto che siano stati oggetto di manipolazione; 2) il prezzo più elevato pagato dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo nel periodo di cui al comma 2 sia il prezzo di operazioni di compravendita sui titoli oggetto dell'offerta effettuate a condizioni di mercato e nell'ambito della gestione ordinaria della propria attività caratteristica ovvero sia il prezzo di operazioni di compravendita che avrebbero beneficiato di una delle esenzioni di cui al comma 5”. Tale disposizione attribuisce alla Consob la possibilità di riduzione del prezzo di offerta, attraverso un procedimento avviato su istanza dello stesso offerente, o delle persone che agiscono in concerto con il medesimo, in quanto soggetto tenuto a corrispondere il prezzo dei titoli oggetto dell'offerta. L'offerente dovrà fornire alcuni elementi essenziali e tutte le informazioni necessarie al fine di consentire alla Consob di verificare la sussistenza dei presupposti richiesti dalla legge per la riduzione del prezzo d'offerta; nel caso in cui non venga adempiuto tale dovere, l'istanza verrà considerata improcedibile. Inoltre, in quanto

notizia di particolare rilevanza, l'istanza dev'essere diffusa prontamente, anche qualora non sia stata ancora formalizzata, ma sia probabile la sua proposizione. Il prezzo rettificato in diminuzione, in caso di eventi eccezionali e imprevedibili, coincide con il maggiore tra il prezzo più elevato pagato dall'offerente per acquisti di titoli della medesima categoria nei dodici mesi antecedenti l'obbligo di OPA non influenzato dall'evento eccezionale è imprevedibile è la media ponderata dei prezzi di mercato riferiti ai quindici giorni antecedenti e i quindici giorni successivi al verificarsi dell'evento eccezionale imprevedibile con esclusione dei prezzi relativi alle sedute influenzate dall'evento medesimo. In caso di fondato sospetto di manipolazione dei prezzi di mercato dei titoli oggetto di offerta⁸⁰, il prezzo dell'offerta rettificato in diminuzione dalla Consob coincide con il maggiore tra il prezzo più elevato pagato per acquisti di titoli della medesima categoria dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo, nel periodo dei dodici mesi di cui all'articolo 106, comma 2, primo periodo, del Testo unico, non influenzato dalla condotta manipolativa e il prezzo medio ponderato di mercato riferito ad un periodo corrispondente ai quindici giorni antecedenti e ai quindici successivi al verificarsi della condotta manipolativa, con esclusione dei prezzi di mercato relativi alle sedute influenzate dalla condotta medesima.

L'articolo 106, comma 3 lett.d, TUF prevede la possibilità della Consob di rettificare il prezzo in aumento, stabilendo che "l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori e ricorra almeno una delle seguenti circostanze: 1) 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; 2) vi sia stata collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori; 3) vi sia il fondato sospetto che i prezzi di mercato siano stati oggetto di manipolazione". Il procedimento per l'aumento del

⁸⁰ Ai sensi dell'art. 47-quater Regolamento Emittenti, vi è fondato sospetto in caso di:

- a) trasmissione al pubblico ministero della relazione motivata di cui all'articolo 187-decies, comma 2, del Testo unico;
- b) adozione di uno dei provvedimenti di natura cautelare indicati all'articolo 187-octies del Testo unico;
- c) contestazione degli addebiti per la violazione dell'articolo 187-ter del Testo unico;
- d) esercizio dell'azione penale ai sensi dell'articolo 405 del codice di procedura penale;
- e) disposizione di una misura cautelare nei confronti della persona sottoposta alle indagini o dell'imputato.

prezzo può essere avviato dalla Consob, sia su istanza sia d'ufficio. Nel caso in cui l'offerente o le persone che agiscono in concerto con lo stesso abbiano pattuito per l'acquisto di titoli (art. 47-septies Reg. Emittenti) ad un prezzo più elevato di quello pagato per l'acquisto di titoli della medesima categoria il prezzo potrebbe essere elevato dalla Consob e, ove ricorrano i presupposti per l'adozione di un provvedimento di aumento del prezzo, quest'ultimo è fissato in misura pari al prezzo oggetto della pattuizione. Nel caso di collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto e uno o più venditori (art. 47-octies Reg. Emittenti), invece, ove ricorrano i presupposti per l'adozione del provvedimento, il prezzo è fissato in misura pari al prezzo più elevato della transazione, oggetto di collusione. Nell'ipotesi di manipolazione dei prezzi di mercato (art. 47-novies Reg. Emittenti), infine, il prezzo dell'offerta rettificato in aumento coincide con il prezzo medio ponderato di mercato riferito ai quindici giorni antecedenti ed ai quindici giorni successivi al verificarsi della condotta manipolativa, con esclusione dei prezzi relativi alle sedute influenzate da tale condotta⁸¹.

3.2. La maggiorazione del diritto di voto. Il principio *one share one vote*, la sua eliminazione e l'impatto sulla disciplina dell'OPA obbligatoria. Il Decreto Competitività (d.l. n. 91/2014).

Un intervento legislativo che ha inciso significativamente sull'istituto dell'OPA obbligatoria e, più in generale, sull'intera disciplina, è stato il decreto legge n. 91/2014 (*Decreto Competitività*), convertito in legge n. 116/2014, noto soprattutto per aver introdotto, con l'inserimento nel TUF dell'articolo 127-quinquies, la *maggiorazione del diritto di voto*, istituto capace di destabilizzare il sistema di calcolo della soglia il cui superamento impone il lancio dell'OPA. Il Decreto Competitività, prevedendo le azioni a voto maggiorato per le società quotate, ha definitivamente consentito il superamento del principio *one share one vote*, ossia la circostanza che ad ogni azione posseduta corrisponda un voto esercitabile in assemblea.

La suddetta norma ha, infatti, consentito che “*gli statuti possono disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione*

⁸¹ La scelta della media ponderata ricade sul fatto che tale tipo di condotta esaurisce i suoi effetti in un lasso temporale non particolarmente esteso.

appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 2", incidendo con veemenza sulla disponibilità dei diritti esercitabili nelle assemblee dell'emittente. In ogni caso, dalla lettera dell'art. 127-*quinquies*, è chiaro come si tratti di un'opzione che gli emittenti possono prevedere statutariamente. Pertanto, alle società che abbiano deciso di non usufruire di tale possibilità, la regola relativa al superamento della soglia è rimasta invariata. Invece, per le società che abbiano optato per tale decisione, l'applicazione della regola non può trovare spazio, come stabilito nella disposizione, prima che siano trascorsi ventiquattro mesi dall'iscrizione nell'elenco, tenuto dall'emittente, di cui al comma 2.

Nonostante si parli al riguardo di *loyalty shares*, la relativa clausola statutaria non determina la creazione di una nuova categoria di azioni⁸², ma solo una modifica della regola di attribuzione del diritto di voto destinata a valere per tutti i soci che presentino il requisito (di *loyalty*, appunto, nella partecipazione alla compagine sociale), contemplato dalla legge. Inoltre, la normativa stabilisce che gli statuti societari debbano creare un elenco specifico, dall'iscrizione al quale si avvia il conteggio del tempo di possesso continuativo dei titoli, necessario per ottenere la maggiorazione (ventiquattro mesi⁸³).

La legge richiede anche che le azioni siano possedute continuativamente⁸⁴ dallo stesso azionista e prevede che il beneficio della maggiorazione dei diritti di voto svanisca qualora le azioni vengano trasferite *medio tempore*⁸⁵, sia a titolo oneroso che gratuito,

⁸² L'art. 127-*quinquies* TUF stabilisce che "*le azioni a voto maggiorato non costituiscono una categoria speciale di azioni*". Dalla non classificabilità delle azioni a voto maggiorato come categoria speciale consegue l'assenza di un'assemblea speciale ai sensi dell'art. 2376 cod. civ. a favore dei relativi azionisti, il quali non saranno quindi chiamati ad approvare le modifiche o la soppressione della clausola statutaria che prevede il voto maggiorato. Così ASSONIME, Circolare n. 10 del 7 aprile 2016, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato* in www.assonime.it, 2016.

⁸³ Il periodo continuativo di detenzione delle azioni può essere derogato esclusivamente in aumento e non in diminuzione.

⁸⁴ L'opinione maggioritaria ritiene che la continuità dell'appartenenza delle azioni operi esclusivamente quando l'azionista sia titolare sia della partecipazione, sia del diritto di voto. In altre parole, la continuità dell'appartenenza non opera nei casi in cui il diritto di voto sia stato esercitato dall'usufruttuario o dal creditore pignoratizio. Cfr. P. MARCHETTI, in *Osservazioni e materiali sul diritto di voto*, in *Rivista delle Società*, 2-3, 2015

⁸⁵ Un aspetto di particolare rilevanza concerne l'*enforcement* nei casi di perdita del voto maggiorato a seguito di cessione delle azioni. Infatti, qualora il soggetto che ha ceduto azioni con diritto di voto maggiorato non comunichi l'avvenuta cessione alla società partecipata, risulterebbe falsato il numero complessivo dei diritti di voto sui quali gli altri azionisti sono tenuti a computare le proprie partecipazioni, ai fini dell'applicazione degli obblighi di trasparenza previsti in materia

oppure nel caso di vendita della quota di controllo in società che detengano azioni in misura superiore al 2%⁸⁶. Non costituendo una categoria speciale di azioni, a differenza di quelle a voto plurimo, la cessione a terzi di azioni a voto maggiorato comporta la perdita del beneficio, ad eccezione dei casi previsti dall'art. 127-quinquies.

L'istituto della maggiorazione del diritto di voto, valido esclusivamente per le società quotate in mercati regolamentati, è stato introdotto dal legislatore per una serie di motivazioni⁸⁷, quali:

- 1) L'incoraggiamento all'ingresso in borsa di nuove società e l'espansione del flottante di titoli al momento dell'offerta pubblica iniziale (IPO), superando quindi le preoccupazioni dei soci, spesso i fondatori, riguardo l'eventuale perdita del controllo societario;
- 2) La ricompensazione degli azionisti di lungo termine, incentivando coloro che si presume siano maggiormente inclini a supportare le decisioni strategiche aziendali anche nel medio-lungo termine;
- 3) La necessità di rendere il sistema più competitivo rispetto ad altri ordinamenti che già consentivano la maggiorazione del voto.

La maggiorazione del diritto di voto ha portato una sorta di turbamento nel diritto societario italiano, evidenziato principalmente due aspetti.

In primo luogo, ha introdotto una maggiore enfasi sugli elementi personalistici, attribuendo le maggiorazioni direttamente alla persona del socio, piuttosto che alla singola azione. Sebbene il diritto societario avesse già precedentemente riconosciuto in certa misura l'importanza del socio come individuo, tale rilievo era fino ad ora considerato di secondaria importanza, soprattutto per le società quotate in borsa. La maggiorazione, al contrario, ha un impatto significativo, influenzando i principali diritti sia amministrativi che patrimoniali del socio.

In secondo luogo, segna un punto di frizione con il fondamentale principio dell'eguaglianza, il quale assicura che ogni azione conferisca diritti equivalenti ai suoi

di assetti proprietari e OPA obbligatoria. Per tale motivo si è ritenuto opportuno introdurre un obbligo di segnalazione alla società nei casi di cessione delle azioni con diritto di voto maggiorato.

⁸⁶ O al 5% se si tratta di PMI, come si evince dall'art. 127-quinquies, comma 3, TUF

⁸⁷ G.D. MOSCO, in *Voto maggiorato: prime verifiche d'effettività e prospettive di riforma*, in *LLR n.2/2019*; U. TOMBARI (a cura di), in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, Torino, p. 30 ss.

detentori. Sebbene modifiche ed aggiustamenti a questi principi fossero già stati apportati, soprattutto con la riforma del 2003⁸⁸, l'adozione del voto maggiorato (e del voto plurimo) nelle società per azioni ha sollevato questioni più profonde che mai sulla loro validità. È importante evidenziare che il principio di eguaglianza gioca un ruolo cruciale nel mediare il conflitto intrinseco nelle società per azioni, dovuto alla loro naturale apertura al mercato. Questo conflitto emerge tra l'ambizione imprenditoriale di attrarre il maggior numero di risorse esterne per finanziare un progetto mantenendone il controllo, ed il desiderio degli investitori di incrementare il valore dei propri investimenti, proteggendoli da possibili soprusi o malversazioni da parte di chi gestisce il progetto. Nel diritto societario, infatti, il principio *one share one vote* (divieto di emettere azioni con più di un diritto di voto) è fondamentale, perché promuove la valorizzazione dell'impresa da parte dei soci maggioritari, i quali hanno investito maggiormente e quindi sono più interessati, minimizzando il rischio che essi possano trarre vantaggi personali, a discapito degli interessi collettivi della società. La regola che attribuisce un voto per ogni azione deriva dal principio di proporzionalità tra potere e rischio, ossia la relazione diretta tra il pericolo del socio di perdere il proprio investimento e l'influenza che ha nella determinazione delle decisioni che vengono prese durante le assemblee.

Un sistema di voto proporzionale implica che il controllo sia nelle mani di colui che possiede la partecipazione più elevata, e che pertanto ha maggiori incentivi ad agire nell'interesse collettivo⁸⁹. In altri termini, quanto più significativo è l'investimento effettuato, tanto maggiore è il rischio assunto. Di conseguenza, tanto più ampio dovrebbe essere il diritto di influenzare le scelte strategiche della società.

Tuttavia, un'eccessiva concentrazione dei diritti di voto nelle mani di un unico individuo può aggravare i cosiddetti *agency problems* tra l'azionista maggioritario e quello di minoranza. Infatti, l'azionista dominante può essere motivato ad ottenere vantaggi personali dall'azienda, qualora il valore di questi vantaggi sia superiore rispetto alla perdita di valore subita dalla sua quota. Inoltre, la presenza di azionisti dominanti

⁸⁸ In realtà, la regola *one share one vote* è stata progressivamente abbandonata. In un primo momento, con l'introduzione delle azioni di risparmio per le sole società quotate nel 1974, le quali erano prive del diritto di voto, ma privilegiate nella partecipazione all'utile. Successivamente dalla riforma del 2003, con l'introduzione, ad esempio, di azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni.

⁸⁹ S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, in *La deviazione del principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo*, in *Quaderni giuridici*, 2014

diminuisce drasticamente la possibilità di acquisizioni ostili, agendo così come un freno all'efficacia regolatrice del mercato.

Pertanto, la regola *one share one vote* ottimizza le motivazioni dell'azionista principale ad incrementare il valore della società e può aumentare il livello di contendibilità del controllo. Ciononostante, numerosi studi indicano che il principio di proporzionalità può indurre le società ad adottare altri meccanismi di consolidamento del controllo, che tendono ad essere meno trasparenti, quali le strutture piramidali o le partecipazioni reciproche. Tale regola può anche disincentivare le società dalla quotazione in borsa e dissuadere l'assunzione di un ruolo di controllo, diminuendo così gli stimoli a monitorare le prestazioni dei managers. Infine, in determinate circostanze, può fungere da deterrente nei confronti di acquisizioni aziendali, che potrebbero altrimenti essere significativamente vantaggiose.

La policy legislativa in tema di *one share one vote* oscilla tra due diverse concezioni: una di carattere liberal-democratico, la quale considera la regola in questione come imperativa; l'altra di stampo liberal-conservatore, che consente all'autonomia statutaria di derogare al principio di proporzionalità, in modo più o meno esteso⁹⁰.

L'orientamento liberal-democratico si collega strettamente alla visione americana del capitalismo aziendale, che pone un'enfasi significativa sull'operatività nel mercato. Il concetto *one share one vote* è particolarmente apprezzato dagli investitori istituzionali per la parità di voto garantita ad ogni azionista e per il legame diretto tra il rischio aziendale e l'influenza sulla gestione, promuovendo al contempo strutture societarie chiare e trasparenti. In merito, importanti ricerche dottrinali hanno evidenziato come la formula "un'azione-un voto" rappresenti l'ideale in termini di struttura azionaria⁹¹.

In contrapposizione, la visione europea del capitalismo (liberal-conservatore) tende a normalizzare il controllo delle società da parte dei soci fondatori, rendendo particolarmente raro il passaggio di tale controllo sul mercato. Questo porta ad una predominanza di un interesse verso la conservazione di una gestione stabile nel lungo periodo.

La marcata distinzione tra questi due approcci rende la contendibilità del controllo un valore soprattutto nel primo orientamento, ove viene riconosciuta la possibilità a coloro

⁹⁰ G. FERRARINI, in *Voto plurimo e voto maggiorato*, 235

⁹¹ È questa la posizione di HART e GROSSMAN

che intendono fare un investimento di acquisire il controllo di un'impresa, pagando il prezzo richiesto per ottenerlo, in un mercato competitivo. Tuttavia, nessun sistema si conforma completamente ad una o all'altra visione.

In Europa, pur essendo prevalso l'orientamento liberal-conservatore, non sono mancati tentativi di condivisione dell'orientamento opposto. In particolare, è da menzionare la proposta di riforma del governo societario, confluita nel c.d. *Winter Report 2002*, in cui si proponeva di adottare una *breakthrough rule* dei vari meccanismi di moltiplicazione o limitazione del voto, da applicarsi nel caso di lancio di un'offerta pubblica d'acquisto, al fine di incentivare la contendibilità del controllo e la possibilità di agevolare la sostituzione dei managers, una volta giunta a buon fine l'offerta per l'ottenimento del controllo, indebolendo gli strumenti volti invece al suo rafforzamento, quali appunto il voto maggiorato ed il voto plurimo.

Nel nostro sistema, tuttavia, il principio di proporzionalità rischio-controllo, e quindi la regola "un'azione-un voto", si è indebolito, a causa di una competizione normativa naturale tra i sistemi legali europei e della volontà di enfatizzare il ruolo degli investitori a lungo termine, al fine di ridurre l'attrattiva degli investimenti a breve termine, i quali si ritiene abbiano avuto ruolo ed un impatto significativo nel provocare l'antecedente crisi economica. Questo secondo aspetto riflette un nuovo orientamento dottrinale ed economico, secondo il quale i *long term investors* in una società quotata spingono i managers ad indirizzare le decisioni gestionali nell'ottica di una crescita nel lungo termine, evitando che venga adottata una politica societaria meramente finanziaria e di breve termine. Inoltre, si ritiene che l'introduzione del voto maggiorato, oltre che agevolare un approccio all'investimento di lungo termine, possa contrastare gli effetti negativi in termini di volatilità dei mercati e potenziale distorsione delle scelte degli amministratori connessi alle prospettive di breve periodo degli investitori finanziari.

Con l'introduzione della maggiorazione del voto e l'eliminazione del principio *one share one vote*, ossia con la possibilità di riconoscere fino a due voti per ciascuna azione, il decreto ha reso quindi urgente e necessario rivedere il sistema di calcolo della soglia rilevante⁹². L'art. 127-quinquies, comma 8, infatti, stabilisce che, a meno che gli statuti

⁹² La questione è stata oggetto di consultazioni anche in sede Consob, in particolare sulle norme di attuazione prima proposte e poi emanate dall'Autorità di vigilanza in relazione, soprattutto, alla trasparenza degli assetti proprietari e all'offerta pubblica di acquisto.

non dispongano diversamente, l'aumento dei diritti di voto debba essere incluso nel calcolo dei quorum sia costitutivi che deliberativi, i quali fanno riferimento ad aliquote di capitale. Questo significa che i quorum non devono essere più determinati in funzione della percentuale di capitale posseduto dall'azionista, ma piuttosto secondo il numero di voti che allo stesso sono stati assegnati. Di conseguenza, per le azioni con diritto di voto maggiorato, quando si fa riferimento al capitale totale si deve considerare il numero totale di voti attribuiti alle azioni emesse, mentre quando si fa riferimento al capitale rappresentato si deve considerare il numero di voti spettanti alle azioni intervenute in assemblea⁹³.

In materia di OPA obbligatoria, il Decreto Competitività ha inciso, in particolare, sui commi 1 e 1-ter dell'art. 106 TUF.

La maggiorazione del diritto di voto ha, in primis, comportato la revisione dell'art. 106 TUF, norma che occupa una posizione decisamente rilevante nel sistema delle offerte pubbliche, in quanto stabilisce la c.d. *regola della soglia fissa*, la quale fissa un criterio applicabile ex ante per tutti gli emittenti ed impone il lancio dell'offerta al superamento della soglia del 30% di titoli che attribuiscono il diritto di voto nelle deliberazioni assembleari che riguardano nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza. La modifica ha ridisegnato i presupposti per l'applicazione dell'art. 106, comma 1, il quale, ad oggi, stabilisce l'obbligo di lanciare un'OPA in capo a "chiunque a seguito di acquisti *ovvero di maggiorazione dei diritti di voto*, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi"⁹⁴. Si evince dalla lettera della norma l'introduzione dell'obbligo di lanciare l'OPA anche in seguito a maggiorazione dei voti: ciò implica che il dovere di presentare un'OPA si attiva anche quando un azionista decide di beneficiare della maggiorazione del diritto di voto e, a causa di quest'incremento, supera la soglia fissata dalla legge, calcolata in base al rapporto tra i voti attribuiti

⁹³ F. LUVISOTTI, in *Multiple voting shares nelle società quotate: Italia e Stati Uniti a confronto*, in *LLR n.2/2018*

⁹⁴ Prima l'offerta doveva essere rivolta ai possessori della totalità delle azioni ordinarie. Dopo la modifica dell'art 106.1, l'offerta dev'essere rivolta "a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso". In merito cfr. Lener, *Le offerte obbligatorie*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. STELLA RICHTER, Torino

all'azionista ed il totale dei diritti di voto esercitabili durante l'assemblea⁹⁵. Non ci sono, quindi, dubbi sull'impatto che la maggiorazione dei diritti di voto abbia avuto sulla determinazione del presupposto dell'OPA obbligatoria⁹⁶.

Tuttavia, la lettera dell'art. 106 ha sollevato alcune discrepanze interpretative. È, infatti, dubbio se, in seguito alla modifica, sia stata introdotta una doppia soglia alternativa e correlata ad un duplice requisito: la detenzione di azioni in misura superiore al 30% del capitale sociale totale; la detenzione del 30% del capitale rappresentativo di diritti di voto. Si è espressa in merito la Consob, la quale ha sottolineato come la suddetta norma solo apparentemente fa riferimento alla duplice soglia. Infatti, la soglia fissata ex lege dev'essere considerata unica e definita, non solo con riferimento alla partecipazione con diritto di voto nell'assemblea che delibera la nomina o la revoca dell'organo di amministrazione, ma con riferimento alla partecipazione sociale con diritti di voto *tout court*, superiori al 30%, specificando che l'art. 127-quinquies si limita esclusivamente a mettere in chiaro che la maggiorazione del voto rappresenta una tecnica di acquisizione del controllo analoga a quella dell'acquisto di titoli azionari. Quest'interpretazione della Consob sembra essere congruente con le ragioni poste alla base della disciplina dell'OPA obbligatoria, ossia dotare il sistema di uno strumento di garanzia per gli azionisti di minoranza in caso di trasferimento del controllo, il quale si presenta ogni volta che il potere assembleare subisca una metamorfosi, a causa della circolazione dei diritti di voto. In linea con tale orientamento, è chiaro che la rielaborazione della definizione della soglia fissa rilevante consente di scongiurare il pericolo che trasferimenti del controllo societario conseguenti alla cessione di azioni speciali permettano di eludere l'obbligo di lanciare l'OPA.

Altra questione di notevole importanza è legata al criterio di determinazione del prezzo dell'OPA obbligatoria. Secondo l'interpretazione della norma, ad opera della Consob, la legge indica che, qualora venga superato il limite per l'offerta pubblica di acquisto a causa della maggiorazione dei diritti di voto, l'OPA obbligatoria dovrebbe essere lanciata ad un prezzo che non sia inferiore al prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici

⁹⁵ L'articolo 44-bis.1, comma 1, Regolamento Emittenti impone, “nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto”, di fare riferimento alle soglie percentuali determinate sulla base della disponibilità dei diritti di voto nelle assemblee dell'emittente.

⁹⁶ C. MOSCA, in *La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie OPA*, in *NLCC 5-2015*

mesi, a meno che l'offerente non abbia realizzato acquisti ad un prezzo superiore nello stesso periodo; oppure al prezzo più elevato pagato per acquisti compiuti negli ultimi dodici mesi. Di conseguenza, questa interpretazione suggerisce che il metodo di calcolo del prezzo dell'OPA obbligatoria, in situazioni di superamento della soglia dovuta alla maggiorazione, segue una logica leggermente differente da quella prevista dall'articolo 106, comma 2, TUF. Tale norma, infatti, stabilisce che, se ci sono stati acquisti nell'intervallo temporale di dodici mesi, il prezzo dell'OPA obbligatoria deve essere determinato esclusivamente in base al prezzo più alto pagato dall'offerente.

Una mitigazione alla rigidità dell'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto, a seguito dell'ottenimento del voto maggiorato, è rappresentata dal meccanismo delle deroghe, riformulato dall'Autorità di vigilanza sulla scorta della delega concessa in merito dall'art. 106, comma 5, TUF. In tale contesto, è fondamentale la "deroga per il superamento temporaneo della soglia" che, come previsto dall'articolo 49, comma 1, lettera e, Regolamento emittenti, consente all'offerente che superi le soglie stabilite dall'art. 106 TUF, di impegnarsi a "cedere a parti non correlate, o ridurre i diritti di voto in eccedenza, entro dodici mesi ed a non esercitare i medesimi diritti"⁹⁷. Dopo aver ottenuto il voto maggiorato e constatato il superamento della soglia prevista, l'azionista può scegliere di non procedere con l'OPA, dichiarando invece la volontà di avvalersi dell'esenzione prevista, la quale prevede l'obbligo in capo a tale azionista di astenersi dal votare e ridurre i propri diritti di voto. Il caso di esenzione in questione richiede, tra i vari requisiti, appunto la riduzione del numero di voti, interpretata non solo come la vendita delle azioni in surplus ma anche, come specificato dall'art. 49 del Regolamento emittenti, prevedendo ulteriori azioni alternative realizzabili nei dodici mesi successivi al superamento della soglia. La prima opzione permette di rinunciare in tutto o in parte alla maggiorazione, a condizione che questa possibilità sia contemplata dallo statuto della società emittente, il quale dovrebbe delineare chiaramente le procedure ed i tempi per tale rinuncia. La seconda opzione riguarda l'adattamento ad eventuali cambiamenti nella distribuzione dei diritti di voto che potrebbero verificarsi nell'anno successivo, durante il quale è necessario che si verifichi la riduzione, consentendo all'azionista che ha superato la soglia di utilizzare l'elenco mantenuto dall'emittente per prevedere i cambiamenti nella ripartizione dei diritti di voto, dovuti a nuove maggiorazioni.

⁹⁷ C. MOSCA, *op.cit.*

Il Decreto Competitività ha previsto anche l'applicazione di soglie diverse, laddove si presenti un caso particolare. In primis, ai sensi del nuovo comma 1-bis dell'art. 106, nelle società contendibili, ossia quelle società di determinate dimensioni che sono prive di un azionista con una partecipazione che superi il 25%, la soglia fissa rilevante ai fini dell'obbligo di OPA è ridotta dal 30% al 25%, a condizione che quest'ultima venga oltrepassata a causa di acquisti di partecipazioni e non per una maggiorazione del diritto di voto. Inoltre, è stato introdotto un regime agevolato opzionale, ai fini della disciplina dell'OPA obbligatoria, applicabile alle PMI⁹⁸: il nuovo comma 1-ter conferisce agli statuti delle PMI la possibilità di prevedere una soglia diversa da quella indicata nel comma 1, comunque non inferiore al 25% e non superiore al 40%; il comma 3-quater, invece, consente alle PMI di sospendere, con apposita previsione statutaria (*opt-out* statutario), l'applicazione delle disposizioni in materia di OPA da consolidamento durante i primi cinque anni successivi alla quotazione.

Infine, un ulteriore punto di notevole interesse riguarda l'interpretazione letterale dell'art. 106. Tale articolo, in effetti, non menziona specificamente il "voto maggiorato", bensì si riferisce più ampiamente alla questione della "maggiorazione del voto". Questa formulazione ha quindi portato alcuni studiosi a sostenere che l'ampiezza del termine utilizzato non permette di limitare l'applicabilità della norma esclusivamente al voto maggiorato, come descritto dall'art. 127-quinquies. Infatti, come precedentemente affermato, il voto maggiorato costituisce solo uno dei possibili strumenti giuridici attraverso i quali si può realizzare una distorsione del principio *one share one vote*, e quindi ottenere voti che eccedono la proporzionalità. Di conseguenza, sembra plausibile che anche le azioni a voto plurimo rientrino nell'ambito di applicazione dell'art. 106 TUF.

⁹⁸ Le PMI sono le società con capitalizzazione media di mercato inferiore a 500 milioni di euro e/o con fatturato non superiore a 300 milioni di euro

4. L'interesse dello scalatore e degli azionisti dell'offerente

Un altro soggetto da attenzionare nel bilanciamento degli interessi è lo scalatore, il c.d. *bidder*, anche se tutti gli ordinamenti giuridici non hanno quasi mai dato primaria rilevanza alle esigenze di quest'ultimo, rispetto agli altri interessi contrapposti.

Nel contesto delle OPA, l'interesse primario dell'offerente è solitamente quello di acquisire il controllo, o comunque partecipazioni rilevanti, della società bersaglio, in modo tale da poter realizzare sinergie operative, finanziarie o tecnologiche che possano incrementare l'efficienza complessiva e la redditività dell'investimento.

Questo processo permette all'offerente di espandere la propria presenza all'interno del mercato, diversificare le attività, accedere a nuove tecnologie o competenze e, in ultima analisi, massimizzare il valore per i propri azionisti. Inoltre, attraverso l'OPA, il bidder può anche mirare ad eliminare una concorrenza eccessiva, consolidando la propria posizione in settori strategici o geografie specifiche.

Da un punto di vista finanziario, l'acquisizione può offrire l'opportunità di ristrutturare la società target in modo più efficiente, tagliando i costi ed ottimizzando le risorse. Tuttavia, è fondamentale che l'offerente valuti accuratamente il prezzo d'acquisto e gli effetti dell'operazione sull'equilibrio finanziario della società acquisente, per garantire che l'OPA porti ad un incremento del valore, anziché a un onere eccessivo.

In sintesi, l'interesse del bidder in un'OPA si colloca all'incrocio tra la ricerca di crescita strategica e la gestione oculata della performance finanziaria, entrambi elementi cruciali per il successo a lungo termine dell'impresa.

Tuttavia, sembra che le legislazioni si siano dedicate maggiormente alle esigenze degli azionisti della società target, con l'intento di minimizzare i rischi legati al lancio di una scalata ostile, piuttosto che a quelle dell'offerente e dei relativi azionisti, sui quali potenzialmente gravano delle conseguenze negative. La tutela delle esigenze del bidder ricopre però un'importanza cruciale per garantire che il processo di acquisizione sia condotto in maniera equa e trasparente, permettendo al contempo di perseguire gli obiettivi strategici e finanziari dell'operazione.

Uno degli aspetti fondamentali al fine di proteggere la posizione dell'offerente risiede nell'accesso alle informazioni. È fondamentale per permettere all'offerente di valutare adeguatamente il valore della società bersaglio e le sinergie potenziali, riducendo il

rischio di valutazioni errate, le quali possono essere influenzate ulteriormente da fattori comportamentali. Le offerte pubbliche, infatti, rappresentano uno dei campi in cui incidono con maggiore prepotenza tali fattori⁹⁹, dai quali emerge la razionalità limitata dell'*homo oeconomicus*¹⁰⁰. Essa può portare a lanciare delle offerte finalizzate all'ottenimento del controllo dall'esito, come sopra affermato, potenzialmente sfavorevole, con significative implicazioni negative sul bidder, ma soprattutto sugli azionisti della società offerente, in termini di perdita di valore. Infatti, nel caso in cui si dovesse avviare un'operazione sul controllo, si presuppone che venga offerto ai proprietari delle azioni della società target un prezzo maggiore rispetto a quello di mercato, principalmente per una serie di motivazioni, come ad esempio: la fiducia dell'offerente nelle proprie capacità nella convinzione che possa incrementare il valore dei titoli; la possibilità di integrare la società destinataria dell'offerta, in modo tale da sfruttare le relative economie di scala¹⁰¹. Si tratta ovviamente di fattori comportamentali irrazionali e la conseguenza naturale è il rischio di sovrastimare i titoli, tramite l'attribuzione di valori di gran lunga superiori rispetto a quelli effettivi, reali. La situazione è quindi paradossale, dato che, come si può facilmente notare, gli azionisti dell'offerente possono andare incontro a risultati indesiderati, causati da una deviazione dovuta a fattori da loro non dipendenti, mentre i soggetti più deboli (gli azionisti della società target) sono in realtà coloro che possono trarne vantaggio.

Nonostante la tutela degli azionisti della società target abbia ricevuto una corsia preferenziale, la disciplina sulle OPA risponde parzialmente anche alle esigenze dell'offerente attraverso una serie di disposizioni normative e procedurali che mirano a

⁹⁹ Cit. A. GUACCERO, in *I comportamenti irrazionali nelle offerte pubbliche e le risposte del diritto positivo*

¹⁰⁰ La "teoria dell'*homo oeconomicus*" è un concetto fondamentale nell'ambito dell'economia che descrive un modello ideale di comportamento umano. Secondo questa teoria, l'*homo oeconomicus* rappresenta l'individuo che agisce in modo razionale e autocentrato, con l'obiettivo primario di massimizzare la propria utilità o benessere personale, date certe restrizioni e disponibilità di informazioni. Il campo dell'economia comportamentale ha messo in luce queste limitazioni, mostrando attraverso esperimenti e analisi empiriche come le decisioni reali delle persone spesso si discostino dalle previsioni del modello dell'*homo oeconomicus*, guidate da bias cognitivi, emozioni, norme sociali e altri fattori.

¹⁰¹ In merito è da menzionare la c.d. *hubris hypothesis*, secondo la quale, nel breve termine, chi lucra valore sono gli azionisti della società target, mentre quelli della società scalatrice vanno incontro ad una perdita di ricchezza. Questa mancata creazione di valore si manifesta anche nel lungo termine. Così R. ROLL, in *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*, in *The Journal of Business*, 1986

garantire un processo equo, trasparente ed efficiente. La disciplina, in sintesi, è strutturata per bilanciare le necessità di protezione degli azionisti di minoranza con la facilitazione di operazioni di mercato eque ed efficienti.

Innanzitutto, è previsto un quadro chiaro e dettagliato delle procedure da seguire, inclusi i termini per la presentazione delle offerte. Questa trasparenza, infatti, consente ai soggetti interessati a promuovere l'offerta di pianificare con precisione e gestire meglio la propria strategia di acquisizione.

La regolamentazione offre poi protezione contro le tattiche difensive ostili da parte della società target, come l'emissione di nuove azioni¹⁰² od altre manovre che potrebbero svalutare l'offerta o renderla tecnicamente difficile da realizzare, con l'obiettivo quindi di incentivare il compimento di operazioni efficienti, nell'ottica di un miglioramento del mercato del controllo societario.

5. Analisi comparatistica: la disciplina ed il trade-off negli Stati Uniti. Il *Williams Act* e i *Takeover statutes*: il doppio binario legislativo.

Al fine di comprendere a pieno le OPA ed avere una visione “a trecentosessanta gradi” sul trade-off da compiere tra le molteplici esigenze di cui la disciplina deve tener conto, è interessante analizzare come tale istituto venga disciplinato in un altro ordinamento, e quindi come vengano trattati i vari interessi e quali siano le prerogative in un diverso contesto economico e sociale, considerando che da sistema a sistema le esigenze e, di conseguenza le regole, possono notevolmente cambiare.

Ciò soprattutto in uno scenario come quello statunitense, caratterizzato per la notevole presenza di società ad azionariato diffuso¹⁰³, dove a differenza dei Paesi continentali (come l'Italia), è molto più frequente il ricorso allo strumento delle Offerte Pubbliche per ottenere il controllo delle società.

¹⁰² Si tratta delle c.d. *poison pills*

¹⁰³ È nella struttura societaria che risiede una delle principali differenze tra gli ordinamenti sistema anglosassone e quelli del sistema continentale, e questa ovviamente si riflette sulla differente regolamentazione dell'istituto

È proprio nell'ordinamento statunitense che le OPA, note come *Tender Offers*¹⁰⁴ ed oggi disciplinate sia a livello *federale* sia a livello *statale*, si sono affermate come strumento di sollecitazione del mercato per l'acquisizione di partecipazioni di società quotate¹⁰⁵ e sono diventate fin da subito il simbolo di una finanza aggressiva. In un primo momento, furono utilizzate per acquistare delle partecipazioni in società quotate, in accordo con il management; successivamente si è diffusa la convinzione che la strategia del takeover possa essere attuata anche senza ottenere il preventivo consenso degli amministratori in carica, in tutte quelle società che abbiano un azionariato disperso e mancano di un controllo stabile¹⁰⁶.

Se l'affare è amichevole, l'acquirente e la società target negozieranno un accordo di acquisizione che specifichi i termini dell'offerta ed i meccanismi di esecuzione del *deal*. Invece, in un contesto di ostilità, il bidder si troverà dinanzi alla necessità di oltrepassare l'ostacolo posto dal parere contrario del *board*, motivo per il quale si rivolge direttamente agli azionisti tramite un'offerta atta ad acquisire almeno la maggioranza delle azioni.

Si trattava di uno strumento particolarmente efficace per ottenere il controllo di una società, ma che presentava degli aspetti controversi, dato che poteva costituire un disincentivo nei confronti dei managers ad intraprendere azioni nocive per la società, ma allo stesso tempo rappresentava uno strumento pericoloso nelle mani di speculatori¹⁰⁷ intenzionati solo ad ottenere vantaggi personali nel breve periodo.

¹⁰⁴ Nel sistema statunitense manca una definizione sia all'interno degli statutes sia nei regolamenti SEC, in quanto il compito di definirle è lasciato alla discrezionalità delle corti.

È stato il caso *Welman vs Dickinson* dinanzi la U.S. District Court of Southern District of New York a fornire una chiarificazione in merito, introducendo il c.d. *eight-factor test*, attraverso il quale si può verificare se una transazione costituisca o meno una tender offer.

Altre corti hanno introdotto un differente metodo di esame, il c.d. *totality of the circumstances test*, rispetto al quale la corte deve considerare se, in assenza della disclosure e delle particolari procedure richieste dalle regole sulle tender offers, gli oblati si troverebbero in carenza delle informazioni necessarie affinché possano prendere una decisione sufficientemente informata circa l'offerta.

¹⁰⁵ R. LENER, in *Introduzione*, in *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019, Evidenze empiriche e spunti di discussione*, *Discussion papers CONSOB*, 2021

¹⁰⁶ Da quel momento il bid divenne un'importante alternativa alla *proxy fights* (battaglia per le deleghe di voto), al fine di spodestare l'attuale dirigenza. HAYES E TAUSSEG, in *Tactics of Cash Takeover Bids*, in *Harvard Business Review*, 1967

¹⁰⁷ "In recent years we have seen proud old companies reduced to corporate shells after white-collar pirates seized control with funds from sources which are unknown in many cases, then sold or traded away the best assets, later to split up most of the loot among themselves" (H.A. Williams). Christina M. SAUTTER, in *Tender Offers and Disclosure: The History and Future of the Williams Act*

Il ricorso a tale forma di acquisizione, negli anni '60¹⁰⁸, soprannominati “*Go-Go Sixties*”, ebbe una crescita esponenziale¹⁰⁹, dovuta alla preferenza della stessa rispetto alla trattativa privata: dal punto di vista dell’offerente, essa evitava di frazionare la domanda in tante parti quanti sono i soggetti proprietari dei titoli che si intendessero acquistare; dal lato dei destinatari, tale modalità di acquisizione del controllo assicurava la massima trasparenza e consentiva loro di ottenere un corrispettivo identico a seguito della loro adesione, evitando quella disparità di trattamento provocata inevitabilmente dal frazionamento della domanda.

L’espansione dell’istituto ha determinato, in assenza di una disciplina in materia e a causa della sua “ambiguità”, una situazione di grave incertezza relativamente al controllo societario e di instabilità del mercato, soprattutto per la difficoltà della società target nel contrastare o assecondare l’operazione in modo consapevole.

Questo contesto ha evidenziato la necessità di un intervento regolamentare, il quale doveva ergersi come baluardo degli obblighi di disclosure a carico degli offerenti, sulla scorta della convinzione che le offerte pubbliche dovessero essere considerate “sabotaggio industriale”, e dato che la clemenza delle leggi allora esistenti, intesa come assenza di legislazione in tema di offerte pubbliche, metteva “il management e gli azionisti della stessa in una situazione di svantaggio netto nel confrontarsi con il nemico”¹¹⁰.

Fu così concepito il già citato Williams Act, fonte normativa principale in materia di OPA che, varato nel 1968, ha modificato l’antecedente *Securities Exchange Act* del 1934, in seguito alla cresciuta preoccupazione per l’industria americana e sotto la spinta di un sentimento di *patriottismo economico* nei confronti dei campioni nazionali, dato che nessuna delle grandi corporations era al riparo da eventuali scalate se il suo capitale si trovasse frammentato tra molti investitori.

¹⁰⁸ In concomitanza con l’espansione delle Offerte Pubbliche di Acquisto come strumento per ottenere l’acquisizione del controllo, vi è stato un declino della battaglia per le deleghe (c.d. *proxy fights*).

¹⁰⁹ Secondo un’analisi condotta da ARANOW E EINHORN, in *Tender Offers for Corporate Control*, 1973: tra il 1960 ed il 1967 il numero di offerte per anno aumentò drasticamente, passando addirittura da otto a centosette.

¹¹⁰ Così il senatore Harrison A. WILLIAMS JR., presidente della sottocommissione Banking and Currency Committee e promotore del disegno di legge che divenne in seguito Williams Act

Lo scopo fondamentale era quello di dotare l'ordinamento di una normativa federale che proteggesse gli azionisti della società target dagli attacchi dei *corporate raiders* rendendo loro più complessa la possibilità di assumere il controllo societario, imponendo la divulgazione di informazioni critiche e regolamentando la procedura delle OPA.

Uno degli obiettivi principali del corpus normativo in esame era il desiderio di eliminare la possibilità dei *bidders* di agire nell'ombra, accumulando titoli a prezzi particolarmente convenienti prima di rivelare le proprie intenzioni annunciando l'offerta. Come ben si nota, si trattava di un'ipotesi che generava seri svantaggi per società target e, invece, era particolarmente conveniente per l'offerente, il quale mantenendo l'operazione "top-secret" si assicurava un notevole risparmio. Questa possibilità venne meno con l'emanazione del Williams Act, il quale impose degli obblighi informativi al superamento di una soglia rilevante pari al 5% del capitale con diritto di voto, prevedendo che coloro che avessero superato detta soglia avrebbero dovuto inviare una tempestiva comunicazione alla società, alla SEC¹¹¹ (*Securities Exchange Commission*) ed alla società di gestione del mercato dove i titoli erano ammessi alla quotazione.

Le disposizioni del Williams Act costituivano una difesa non abbastanza forte contro la minaccia di scalate ostili. Gli Stati, di conseguenza, cercarono di promulgare norme più favorevoli al management delle società bersaglio, e fu così che il Virginia adottò il primo *takeover statute*. La legge federale è volta a disciplinare gli aspetti generali di un'offerta pubblica d'acquisto, attinenti in particolare agli obblighi procedurali informativi, mentre quella statale, introdotta verso la fine degli anni '70, ha lo scopo di fornire una maggiore protezione alle società incorporate nello Stato da una possibile scalata di soggetti stranieri. I *takeovers statutes*, contrariamente alla politica di neutralità del Williams Act a livello federale, presentano quindi un approccio più interventista e meno neutrale.

Queste leggi mirano a regolamentare in modo più stringente la realizzazione di tali operazioni, imponendo obblighi e oneri più pesanti sull'offerente. Questa tendenza della disciplina si riflette, in particolare, nell'ambito delle tecniche di difesa in pendenza di

¹¹¹ La Securities Exchange Commission (Commissione federale per i titoli e gli scambi) è l'ente federale americano preposto alla vigilanza delle borse valori. È nata nel 1934 dopo il passaggio della legislazione federale nella forma del Securities Exchange Act del 1934, che puntava a ripristinare e rafforzare l'affidabilità e l'integrità delle informazioni fornite agli investitori. L'Act del 1934 ha attribuito alla SEC i poteri ulteriori di vigilare, supervisionare e regolare i mercati finanziari, ed anche quello di investigare su eventuali trasgressioni alla legge ed irrogare sanzioni civili, oltre che penali, per attuare la legge

OPA: infatti, gli statutes consentono ai managers di adottare liberamente le strategie difensive da essi previste, senza dover ricorrere a modifiche statutarie e senza che sia necessaria l'autorizzazione da parte degli azionisti in assemblea.

Tuttavia, gli statutes non ottennero dei riscontri positivi, sia nell'ambito giuridico che in quello economico, in quanto si riteneva che comportassero delle esternalità negative. Tale atteggiamento nei confronti della legislazione statale è giustificato da uno studio, condotto da Easterbrook e Fischel, dal quale è emerso come l'introduzione di un takeover statute produca una riduzione nel valore di tutte le imprese che ad esso vengono assoggettate¹¹².

Gli effetti che gli statutes hanno comportato sulla corporate governance americana hanno diviso la dottrina in due parti: la prima ritiene che la concorrenza tra Stati in materia di diritto societario non conduca a risultati positivi, in quanto porta alla produzione legislativa di norme che favoriscono in maniera eccessiva ed ingiustificata gli interessi degli amministratori, a discapito degli azionisti; la seconda, invece, ritiene che questa concorrenza permette di arrivare ad una legislazione decisamente più efficiente rispetto ad una disciplina unitaria ed armonizzata, a livello federale.

5.1. Il dibattito dottrinale: tra contendibilità e strategie difensive

Una parte della dottrina statunitense, guidata da Henry Manne¹¹³, ha sviluppato la *teoria disciplinare del mercato del controllo*. Ha sostenuto per più di mezzo secolo che la disclosure non fosse la soluzione per risolvere gli abusi aziendali e finanziari, argomentando che le tender offers abbiano una funzione preziosa ed incentivante per la governance aziendale, in quanto espongono i managers alla costante minaccia di un'acquisizione della propria azienda da parte di un offerente che, una volta ottenuto il controllo, potrebbe disfarsi dei loro servizi.

Secondo Manne, le tender offers agiscono come un controllo sulla performance aziendale e sull'efficienza della gestione e contribuivano a garantire la massimizzazione del valore per gli azionisti. Di conseguenza, il buon esito di tali operazioni contribuirebbe a colmare

¹¹² Le imprese dell'Ohio persero addirittura il 3% quando la legge dello Stato fu emanata. Tuttavia, la perdita media di valore si aggira attorno allo 0,5%.

¹¹³ Uno dei massimi esponenti della Scuola di Chicago, epicentro delle teorie liberiste

il divario tra gli interessi e le aspirazioni degli amministratori e quelli degli azionisti, discrepanza dovuta alla separazione tra proprietà e controllo¹¹⁴, la quale è alla base dei c.d. *agency costs*.

Questi argomenti sollevati in contrapposizione ai principi del Williams Act hanno generato un dibattito, il quale è ancora in corso e ha subito delle accezioni diverse relativamente alla molteplicità di modifiche contestuali avvenute nel corso degli anni.

L'ambiente attuale di *Mergers&Acquisitions* (M&A) è drasticamente diverso da quello che ha portato all'adozione del Williams Act e l'evoluzione del contesto economico ed aziendale ha creato nuove sfide ed opportunità, suggerendo la necessità di un riesame della disciplina e, possibilmente, di aggiornamenti alla legislazione per assicurare che continui a servire efficacemente il suo scopo in un mercato in costante evoluzione.

Alcune delle differenze più significative da prendere in considerazione includono: un notevole spostamento della maggioranza della proprietà delle azioni da investitori individuali ad investitori istituzionali, con la conseguenza che vi è una base di azionisti decisamente più informata ed attiva, che potrebbe non richiedere lo stesso grado di protezione previsto dall'atto originale; un aumento dell'attivismo degli azionisti; un significativo aumento degli scambi giornalieri; una vasta gamma di opzioni anti-takeover (meccanismi di difesa) e quindi un ampliamento dei poteri di contrasto delle offerte da parte del management delle società target, con la conseguenza di un declino del numero di acquisizioni ostili.

È proprio in quest'ultimo aspetto che risiede la distinzione principale tra l'ordinamento statunitense e quello europeo: il potere del management della società target di impedire l'operazione¹¹⁵. Infatti, mentre in Europa gli amministratori hanno poteri particolarmente limitati, negli States invece hanno un ampio margine di discrezionalità nell'accettare o rifiutare l'offerta, sempre senza perdere però il principio di agire per la salvaguardia del prioritario e fondamentale interesse degli azionisti. Per tale motivo, l'offerente deve

¹¹⁴ In questo contesto aziendale, si sostiene che gli amministratori, non avendo partecipazioni nel capitale di rischio, tenderebbero a non impegnarsi in una gestione volta a massimizzare i profitti a favore degli azionisti. Di conseguenza, gli azionisti stessi si ritroverebbero a dover sostenere i costi di vigilanza sull'operato degli amministratori. Questa situazione, a sua volta, potrebbe causare una riduzione del valore delle azioni della società, posizionandole ben al di sotto del loro effettivo valore patrimoniale

¹¹⁵ *OPA USA: quali differenze con le OPA europee*, in *Asset class, Didattica, Notizie*, in *Borsa&Finanza.it*

scendere a patti con il board dell'azienda che vuole acquistare, il quale valuterà attentamente tutti gli aspetti e le condizioni dell'operazione al fine di prendere una scelta ben mirata, tra cui la modalità di pagamento dei titoli da parte dell'acquirente, gli azionisti cui è rivolta l'offerta (cioè se sono compresi tutti o solo una parte), le strategie e le intenzioni del bidder in rapporto al fatto che l'offerta possa realmente creare valore per gli azionisti. Gli amministratori devono poi comunicare le motivazioni che li hanno indotti ad accettare, rifiutare o astenersi, in modo tale da garantire la massima trasparenza per gli azionisti. Nel caso in cui dovessero decidere di opporsi, essi hanno il potere di complicare e rendere più oneroso il tentativo di scalata attraverso la realizzazione di determinate manovre difensive, tra le quali¹¹⁶:

- 1) Gli *shark repellents*, cioè modifiche allo statuto societario riguardanti le regole di gestione, l'elezione del consiglio di amministrazione e le maggioranze necessarie per l'approvazione di operazioni straordinarie. Essi consistono in tecniche difensive generali, adottate in tempi pacifici, e quindi con serena meditazione, ed incidono sull'assetto dell'azionariato o addirittura sullo statuto della società, coinvolgendo i soci nell'approvazione, onde si attenua il rischio che prevalga l'interesse confliggente dell'organo di gestione¹¹⁷.
- 2) Le *poison pills*, ossia azioni intraprese al fine di dissuadere l'acquisizione rendendola finanziariamente più onerosa. Un esempio emblematico di tale strategia consiste nel realizzare un aumento di capitale riservato ai soci attuali a condizioni vantaggiose, con lo scopo di incrementare il numero di azioni da acquisire per il soggetto interessato all'operazione. Negli Stati Uniti, la facoltà degli amministratori di adottare poison pills non è illimitata. In particolare, la giurisprudenza del Delaware ha assunto un atteggiamento di ostilità nei confronti di tali tecniche difensive, affermando che la legge dovrebbe esitare nell'attribuire agli investitori qualità proprie di chi si fa fregare, anzi dovrebbe presumere che questi siano competenti a prendere decisioni sui propri titoli¹¹⁸. Nonostante ciò,

¹¹⁶ Questa classificazione viene utilizzata da D'AMBROSIO, in *Offerta pubblica d'acquisto: poteri e responsabilità degli amministratori*, in *Impresa-Società-Fallimento*, Cedam, 2014

¹¹⁷ R. WEIGMANN, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO e PORTALE, 1993

¹¹⁸ J. MACEY, in *Takeovers in the United States: a law and economic perspectives*, in *Quaderni di finanza*, CONSOB, n.32, 1999

tale critica non ha portato ai risultati sperati, non riuscendo a “sabotare” la legittimazione delle poison pills.

- 3) Il *greenmail* è una particolare forma di acquisto di azioni proprie, che quindi comporta una riduzione del numero di titoli circolanti. Essa costituisce la misura a carattere preventivo più importante che può essere adottata da una società che ritenga ci sia la concreta possibilità di poter essere attaccata tramite una scalata ostile. Il *greenmail* consiste nell’accumulo, da parte di uno scalatore, di un consistente pacchetto di azioni emesse da una società, che vengono poi rivendute con un notevole margine alla stessa emittente, con il ricatto di procedere, in caso contrario, al lancio di un’OPA ostile. Si tratta di una delle strategie difensive più nocive per gli azionisti, in quanto questi ultimi non solo questi ultimi vengono privati della facoltà di vendere le azioni ad un prezzo superiore a quello di mercato, ma si trovano in una particolare situazione, ossia si ritrovano ad essere soci di un’entità finanziariamente indebolita dalle uscite richieste per riacquistare le azioni ad un prezzo significativamente maggiore rispetto al loro valore reale
- 4) Le *dual class stock*, le quali consistono nell’emissione di azioni con diritto di voto multiplo che, affiancate alle azioni ordinarie, rafforzano l’influenza di determinati azionisti e costringono gli scalatori a trattative più complesse.
- 5) I *golden parachutes* consistono in disposizioni contrattuali che salvaguardano gli amministratori dalla possibilità di dimissioni o revoca in seguito a un cambiamento di controllo della società, garantendo loro un'importante compensazione economica in caso di separazione¹¹⁹. Essi rappresentano un incentivo per il management, in modo tale che il patrimonio sociale non venga utilizzato per porre in essere difese tenaci al solo scopo di proteggere la propria posizione. Allo stesso tempo, stabiliscono un onere aggiuntivo in capo all’offerente e, pertanto, rendono meno attraente la conquista della società che li ha introdotti.
- 6) Il *turnabout* (o anche *Pac-man defense*¹²⁰) rappresenta una particolare tecnica difensiva successiva, quindi esperibile solo dopo che l’offerta sia stata già

¹¹⁹ R. WEIGMANN, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO e PORTALE, 1993

¹²⁰ “In a Pac-Man defense, the target firm then tries to acquire the company that has made a hostile takeover attempt. In an attempt to scare off the would-be acquirers, the takeover target

presentata. Consiste nel lanciare un'offerta incrociata per conseguire il controllo dell'offerente.

Dunque, si può notare come la facoltà di ricorrere a tali strumenti rende più complicato l'obiettivo della contendibilità del controllo societario e, per tale motivo, questi sono oggetto del dibattito tra la necessità di proteggere le società da acquisizioni ostili non sollecitate e quelle di garantire la tutela degli azionisti, del loro investimento e del valore dei titoli che posseggono. Il dibattito vede quindi due approcci opposti da parte della dottrina americana.

Da un lato, vi è chi ritiene opportuno che una normativa federale specifica proibisca l'adozione di misure difensive, in quanto la "scalabilità delle società" è il presupposto sulla base del quale si possa consentire la più ampia autonomia statutaria¹²¹. Infatti, secondo questa linea di pensiero, la minaccia di un'OPA costituisce il fattore che assicura l'orientamento alla massimizzazione del valore dell'investimento societario e da ciò ne consegue che la possibilità di tecniche difensive dovrebbe essere vietata, in quanto ridurrebbe la contendibilità del controllo, poiché comporterebbe un minor ritorno economico atteso dai takeover e diminuirebbe il numero dei potenziali bidders ed il loro investimento nella ricerca di società scalabili. Negli USA, i sostenitori del libero mercato del controllo societario auspicano l'imposizione coattiva della regola della passività, con la legge, così come è avvenuto nei sistemi europei¹²². Tuttavia, allo stato delle cose, in tutte le società statunitensi gli amministratori si sono premuniti, apprestando delle difese idonee a scoraggiare le offerte ostili e, per tale motivo, non basterebbe più prescrivere loro un obbligo di astenersi dalle azioni di contrasto durante le offerte.

Dall'altro lato, questa impostazione è stata criticata da coloro i quali ritengono che le misure difensive consentano di avviare un processo di negoziazione con l'offerente a tutela delle ragioni dell'investimento ed aumentano *ex ante* la convenienza attesa dell'investimento in azioni e l'efficienza del mercato azionario e la contendibilità delle società. Inoltre, il riconoscimento dell'autonomia statutaria consentirebbe comunque alle società di assoggettarsi eventualmente alla passivity rule, al fine di beneficiare della

may use any method to acquire the other company, including dipping into its war chest for cash to buy a majority stake in the other company". Così W. KENTON, in *Pac-Man Defense: What it is, How it Works, Examples*

¹²¹ Così la visione di FISCHER e EASTERBROOK

¹²² È stato seguito il *City Code on Takeovers and Mergers* dell'ordinamento inglese

maggior valorizzazione che ne potrebbe derivare. Questo è l'approccio che è stato adottato dalla giurisprudenza e dal legislatore statunitense. In particolare, le Corti del Delaware¹²³ assumono un atteggiamento di deferenza rispetto alla decisione di adottare misure difensive, che l'ordinamento rimette all'organo di gestione e ciò si desume dalle pronunce più recenti, le quali hanno statuito che la decisione rientra nell'ambito della discrezionalità insindacabile dell'organo di gestione (*business judgement rule*).

Tuttavia, questo significa che la differenza tra gli ordinamenti risiede non tanto nell'importanza attribuita alla contendibilità del controllo, quanto nel modo in cui essa viene regolamentata e nelle pratiche societarie utilizzate per mantenere o modificare il controllo. Negli Stati Uniti, la flessibilità e le opzioni disponibili alle società per ergere delle barriere contro le operazioni ostili possono rendere la contendibilità un aspetto più dinamico e sfaccettato. La prerogativa oltreoceano è l'efficienza del mercato e, pertanto, un aspetto che caratterizza gli USA è l'assenza della *mandatory bid rule* (regola dell'OPA obbligatoria), sul presupposto che l'imposizione di una siffatta regola possa rendere i trasferimenti del controllo ancora più onerosi. In Europa, invece, la maggiore enfasi sulla protezione degli azionisti e sulla regolamentazione può portare ad una maggiore prevedibilità e, in alcuni casi, a una minor flessibilità nelle dinamiche di controllo.

6. Il dibattito sulla contendibilità: è un obiettivo sacrificabile?

La contendibilità del controllo, come più volte ripetuto nel corso dei paragrafi precedenti, è quindi uno degli elementi principali di cui il legislatore deve ovviamente tener conto, date le profonde implicazioni che le operazioni in esame possono comportare per il funzionamento del mercato dei capitali, così come per la governance delle imprese. Essa riflette la dinamica di potere all'interno dei mercati e la facilità con cui il controllo di una società può essere acquisito o modificato: il grado di contendibilità all'interno di un mercato dipende quindi dalla facilità con cui un'offerta pubblica può essere lanciata e portata a termine. Tuttavia, alla luce di quanto detto, è l'obiettivo principale da perseguire oppure può essere considerato in qualche misura sacrificabile?

¹²³ La Corte cui si fa riferimento per il diritto societario

La risposta a tale questione, la quale mette in crisi tutti i legislatori, dipende ovviamente da una serie di fattori e priorità che possono variare e variano a seconda del contesto normativo, economico e sociale, deve tener conto di una serie di interessi meritevoli di tutela e dei vantaggi e svantaggi che possono conseguire al perseguimento di tale obiettivo.

Da un lato, la facilità di lanciare un'OPA e contestare il controllo aziendale porta con sé una serie di potenziali svantaggi.

In primis, un'eccessiva contendibilità potrebbe provocare una situazione di instabilità e speculazione, incoraggiando comportamenti speculativi, con investitori che cercano di guadagnare da fluttuazioni focalizzate nel breve termine, che non necessariamente si allineano con gli interessi dell'azienda o dei vari stakeholders, e questo potrebbe di conseguenza incentivare le difese contro le acquisizioni al fine di salvaguardare la capacità dell'azienda. Inoltre, eccedenti speculazioni ed acquisizioni basate su debito possono minacciare la stabilità finanziaria delle società target e, in ultima analisi, dell'intero sistema economico. Di conseguenza, può essere giustificato imporre limitazioni alla contendibilità del controllo per prevenire pratiche potenzialmente dannose.

Un'altra giustificazione all'introduzione di ostacoli alla contendibilità ed ai trasferimenti del controllo, attraverso l'imposizione di una serie di limitazioni oppure di criteri sociali o ambientali da rispettare prima di procedere con l'OPA, risiede nel fatto che le acquisizioni possono portare a ristrutturazioni, licenziamenti o cambiamenti strategici, soprattutto quando le operazioni sono poste in essere con l'intento di tagliare i costi, che possono avere un impatto particolarmente negativo sui dipendenti e sulle comunità locali. Le società potrebbero anche investire ingenti capitali in costose strategie di difesa contro il buon esito delle offerte pubbliche, dirottando risorse che potrebbero in alternativa essere utilizzate per investimenti produttivi. Si tratta di un ulteriore elemento deterrente al conseguimento dell'obiettivo.

Dall'altro lato, un elevato livello di contendibilità può essere visto positivamente per varie ragioni.

Uno degli argomenti principali a favore della contendibilità del controllo è che essa sia promotrice dell'efficienza operativa e dell'innovazione all'interno delle società. La minaccia di un'acquisizione può fungere da stimolo per i dirigenti aziendali ad operare in

modo efficiente, cercando costantemente nuovi modi e soluzioni idonei al miglioramento delle prestazioni aziendali ed all'incremento di valore per gli azionisti.

Questo meccanismo di mercato aiuta a prevenire la complacenza ed incoraggia una gestione proattiva, poiché la perdita del controllo societario diventa un rischio tangibile per le gestioni che non riescono a massimizzare il valore dell'azienda.

La contendibilità del controllo offre anche un potente meccanismo di correzione per le situazioni di cattiva gestione. Quando una società non è gestita in modo ottimale, sia in termini di strategia che di finanze, diventa un target attraente per potenziali acquirenti che credono di poter migliorare le operazioni di quest'ultima. Questa possibilità di acquisizione assicura la costante esistenza di un'opzione di "uscita" per gli azionisti scontenti, offrendo loro una via di compensazione attraverso un premio sull'acquisto delle loro azioni. Inoltre, il semplice potenziale di un'OPA può spingere le gestioni esistenti a rivedere e migliorare le loro pratiche.

La contendibilità del controllo stimola un'allocazione più efficiente delle risorse nel mercato. Le società sottovalutate o quelle che non sfruttano appieno le loro risorse possono essere identificate e acquisite da entità che credono di avere le capacità per poterle gestire in modo più efficace ed efficiente. Questo processo di selezione naturale assicura che le risorse siano continuamente dirottate verso i loro usi più produttivi, migliorando la salute complessiva dell'economia e generando valore aggiunto per gli azionisti ed altri stakeholder.

La possibilità di un cambio di controllo attraverso un'OPA agisce anche come deterrente contro comportamenti opportunistici ed egoistici da parte della gestione, quali l'adozione di politiche eccessivamente conservatrici o autoreferenziali. La prospettiva di perdere il controllo incoraggia i dirigenti a bilanciare attentamente le proprie decisioni, allineando meglio gli interessi della gestione con quelli degli azionisti.

In sintesi, la contendibilità del controllo nelle OPA rappresenta un'arma a doppio taglio. Da una parte promuove l'efficienza e la corretta valutazione delle società, dall'altra può indurre instabilità e comportamenti speculativi. La sfida per i regolatori consiste nel trovare il giusto equilibrio in modo tale da incentivare e rendere efficiente il mercato delle acquisizioni, proteggendo allo stesso tempo gli stakeholder aziendali e la stabilità del sistema economico. Le autorità di regolamentazione possono valutare la necessità di

bilanciare questo obiettivo con la protezione di altri interessi importanti, riflettendo una comprensione più olistica e a lungo termine del benessere aziendale e sociale.

La regolamentazione e la prassi corporativa devono quindi essere attentamente progettate per navigare queste acque complesse, cercando di ottimizzare i benefici mentre si minimizzano i potenziali danni.

In conclusione, la contendibilità del controllo è un elemento vitale per mantenere un ambiente di mercato dinamico, efficiente e giusto. Funge da catalizzatore per l'innovazione, la correzione delle inefficienze e l'ottimale allocazione delle risorse, contribuendo alla creazione di valore nel lungo termine. Tuttavia, è importante che la regolamentazione delle OPA bilanci questo obiettivo con la necessità di proteggere gli interessi di tutti gli stakeholder, assicurando che le acquisizioni avvengano in modo equo e trasparente. Tuttavia, come vedremo nel dettaglio più avanti, l'evoluzione normativa nazionale in materia di OPA e la conformazione delle strutture societarie delle imprese italiane hanno ridotto la contendibilità del controllo societario ad elemento di secondo piano, sacrificato in favore di ulteriori interessi affiorati nel corso del tempo. Impedendo questa tipologia di operazioni, in particolare le OPA ostili, anche quelle che potrebbero comportare delle conseguenze auspicabili nell'ottica di un mercato più efficiente, con l'obiettivo di salvaguardare la stabilità proprietaria caratterizzante il nostro sistema, il pericolo è ovviamente quello di "congelare" il mercato dei capitali.

Per tale motivo, gran parte della dottrina, sostiene con fermezza che sia necessaria un'inversione di rotta, in quanto bisogna discostarsi da una concezione "arcaica" del *capital market*, travalicando i confini nazionali in un'ottica di globalizzazione e di competitività internazionale. Difatti, la scarsa diffusione delle OPA può essere collegata alla lacunosa ed inadeguata normazione in materia, ma anche ad un profondo problema culturale, un'avversione ingiustificata verso l'istituto, dovuta soprattutto ad una "non corretta percezione dei reali meccanismi che governano il funzionamento del mercato del controllo societario"¹²⁴.

¹²⁴ A. PORTOLANO e R. PARDALESI, in *All'ombra delle piramidi - Appunti su OPA, governo societario e concorrenza tra ordinamenti*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2001

7. Le OPA nella Borsa Italiana

Al fine di dimostrare la scarsa diffusione delle OPA in Italia e quanto sia effettivamente necessario intervenire per invertire il *trend* negativo che le caratterizza, può essere utile un'analisi empirica¹²⁵.

Se consideriamo il periodo intercorrente tra il 1992 ed il 2020, le società quotate nei mercati finanziari, che sono state oggetto di OPA ammontano a 485, con un valore totale di 206 miliardi di euro, calcolati al potere d'acquisto del 2019. In termini attuali, ciò si traduce in circa 17 società target interessate e 7,1 miliardi di euro investiti in tali operazioni, ogni anno. La notevole discrepanza positiva tra il valore medio e quello mediano (7,1 contro 2,4 miliardi) indica che la media sia influenzata da pochi casi di elevato valore in un numero ridotto di anni. Dunque, ogni anno, le OPA hanno coinvolto il 5,7% delle società quotate, con un movimento di risorse finanziarie che rappresenta l'1,2% del totale della capitalizzazione di borsa.

Restringendo l'analisi ai 22 anni successivi all'entrata in vigore del TUF, quindi dal 1999 al 2020, si nota un leggero calo nella media annuale di società coinvolte, principalmente in termini percentuali (l'incidenza sul numero di società quotate scende dal 5,7% dal 5,2%), ma nel contempo un incremento del controvalore di circa 1,7 miliardi all'anno, sia nel dato medio che in quello mediano, influenzato tuttavia, più dalla crescita delle quotazioni di borsa che da una maggiore dimensione delle società target, dato che l'incremento dell'incidenza sulla capitalizzazione si ferma ad un modesto 0,1% (dall'1,2% all'1,3%). Inoltre, in questo lasso di tempo, ben 59 casi su 359 hanno riguardato OPA residuali, la cui esclusione riduce marginalmente il controvalore complessivo di circa 2 miliardi di euro (da 193,7 a 191,7), data la minore entità delle risorse impiegate in tali operazioni. In questi stessi anni, le OPA volontarie hanno prevalso su quelle obbligatorie, costituendo il 55% del numero di operazioni, con 167 casi rispetto ai 139, e coprendo l'80% del controvalore totale, 153 miliardi contro 38,5. Questa significativa differenza di controvalore è attribuibile sia alla maggiore dimensione dei target delle OPA volontarie, sia alla più ampia percentuale di capitale oggetto di offerta,

¹²⁵ In particolare, si fa riferimento allo studio condotto da R. FERRETTI e M.G. IOCCA, in *Le offerte pubbliche di acquisto tra efficienza del mercato del controllo societario, stabilità degli assetti proprietari e tutela delle minoranze: un'analisi a vent'anni dal Testo Unico della Finanza*.

con una media del 56,9% contro il 39,3%, rispecchiando il fatto che, generalmente, il *bidder* possiede una quota maggiore di azioni molto più alta, nel caso di offerte obbligatorie: in media il 59,2% contro il 33%.

“Nella maggior parte dei casi, le offerte prevedevano finalità di *delisting*, sia come obiettivo principale sia come obiettivo legato al change of control”¹²⁶. Nel corso del periodo in esame, il ritiro dalla quotazione ha riguardato il 61% delle azioni coinvolte in un’OPA non residuale (188 casi su 309), con una presenza molto più marcata nelle offerte di tipo volontario rispetto a quelle obbligatorie. Inoltre, nell’86% dei casi, chi ha promosso l’offerta è considerato un *insider*, ossia un *bidder* che singolarmente o in concorso con altri deteneva, in base al documento di offerta, almeno il 20% del capitale sociale, secondo quanto riportato nei documenti d’offerta.

Negli ultimi cinque anni, in particolare, il *delisting* ha registrato una crescita significativa, un trend decisamente positivo, passando dal 50% al 90%¹²⁷.

Vale la pena sottolineare anche come il volume annuo delle offerte pubbliche d’acquisto dal 2009 al 2020 sia stato inferiore, non solo alla media dell’arco temporale considerato, ma anche rispetto agli anni precedenti l’adozione del TUF (dal 1992 al 1997): 3% contro 7% in base all’incidenza delle società target sul totale delle società quotate; 0,4% contro 0,9% in base al rapporto fra controvalore delle offerte e capitalizzazione di borsa.

Analizzando il comportamento delle OPA, sia volontarie sia obbligatorie, al netto di quelle residuali, tra il 1999 e il 2020, emerge che l’attività è stata molto più intensa nei primi dieci anni (1999-2008) rispetto ai dodici anni successivi (2009-2020)¹²⁸. Per le OPA obbligatorie la differenza media annuale rispetto al valore mediano sull’intero periodo, è scesa da 1,9 miliardi di euro a 367 milioni in termini di controvalore, e da 2,4 a -0,5 per quanto riguarda il numero di società target. Invece, per le OPA volontarie la variazione è stata da 12,8 miliardi a -1,8 miliardi per il controvalore, e da 5,4 a 0,25 per il numero di società target.

In generale, le dinamiche delle offerte obbligatorie sembrano più strettamente legate alle variazioni dell’indice di mercato rispetto a quelle relative alle offerte volontarie, con una

¹²⁶ Citazione di R. LENER, *op.cit.*

¹²⁷ Si tratta di una situazione paradossale, in quanto nel periodo intercorrente tra il 2014 ed il 2019, ossia dopo aver superato ampiamente la crisi del 2008 e prima dell’avvento del *Covid-19*, vi è stata una fase di mercato sostanzialmente positiva

¹²⁸ Il calo è tuttavia più pronunciato nelle OPA volontarie.

correlazione del 50,7% contro il 26,3%, nel caso del controvalore, e 52,2% contro 26,7%, per il numero di target coinvolti.

Tra il novembre 2007 e il febbraio 2009, varie modifiche legislative hanno alterato il quadro regolamentare delle offerte pubbliche di acquisto, quali il decreto legislativo n. 229/2007 di recepimento della direttiva OPA, il Decreto Anticrisi, il Decreto Incentivi ed il Decreto correttivo. È difficile stabilire una connessione logica tra questi interventi legislativi e la diminuzione sopra osservata del numero delle OPA obbligatorie, e ancor più delle OPA volontarie. Tuttavia, è evidente che il d.lgs. n. 229/2007 ha accresciuto il loro costo, prevedendo che “il prezzo da offrire non fosse inferiore a quello più elevato pagato nei dodici mesi precedenti la comunicazione ex art. 102 TUF”, focalizzandosi sul prezzo più elevato pagato per acquisire il controllo, anziché sulla media tra il prezzo effettivo e la quotazione media ponderata degli ultimi dodici mesi. Nel contesto delle OPA volontarie, si è verificato un significativo rafforzamento delle strategie difensive esperibili da parte delle società target, in quanto è stata introdotta la clausola di reciprocità. Tale cambiamento ha reso facoltativa la *breakthrough rule*, modificato la rigidità della *passivity rule* e rimosso la necessità di un quorum qualificato per l’approvazione, da parte dell’assemblea, di misure difensive.

Queste modifiche normative hanno segnato una trasformazione radicale nel quadro giuridico complessivo, meritevole di ulteriori indagini.

In particolare, è utile condurre uno studio più approfondito, limitando l’analisi al periodo successivo all’implementazione della Direttiva europea, sulla scorta dello studio condotto in materia dalla Consob¹²⁹, il quale ha incluso tutte le operazioni che sono state effettuate nel periodo successivo al recepimento della Direttiva europea, nell’intento di dimostrare come la nuova regolamentazione, a livello europeo, presenti considerevoli brèche ed abbia reso le OPA più intricate dal punto di vista strutturale.

L’intenzione della Consob di riavviare il dibattito sulle OPA si basa sul riconoscimento del fatto che tali operazioni si sono ormai allontanate dagli obiettivi originari. Contrariamente a quanto era stato previsto, l’uso prevalente di tale strumento non è stato quello di acquisire il controllo delle società quotate o di sostenere una competizione equa

¹²⁹ F. PICCO, V. PONZIANI, G. TROVATORE, M. VENTORUZZO, con introduzione a cura di R. LENER, in *Le OPA dal 2007 al 2019, Evidenze empiriche e spunti di discussione*, in *Discussion Papers Consob*, 2021

per il loro controllo. L'obiettivo, invece, sembra essere diventato principalmente quello di ritirare le società quotate dalla Borsa (*delisting*), esigenza che spesso non trova giustificazione nel ribasso delle quotazioni. I principi fondamentali di promuovere la contendibilità delle imprese, garantire un trattamento equo tra gli azionisti maggioritari e minoritari durante il trasferimento di controllo ed accrescere l'efficienza del mercato finanziario, sembrano essere stati trascurati, ed in parte accantonati.

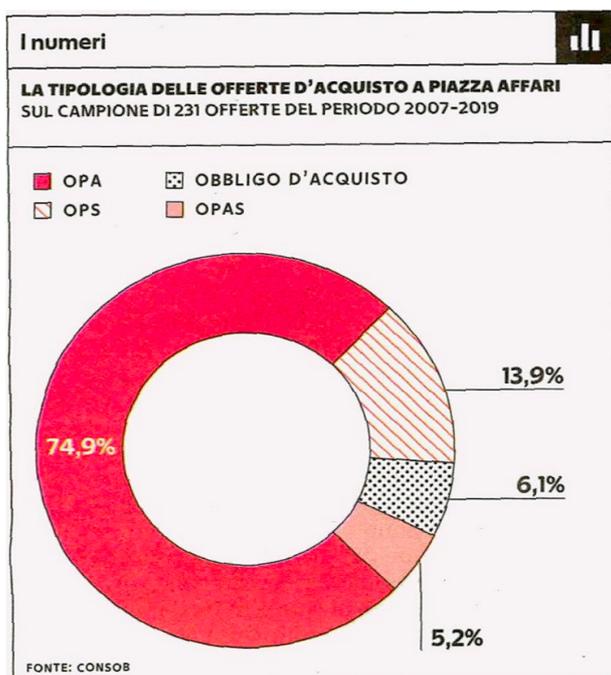
La realtà pratica, basata sull'esperienza italiana nell'applicazione della regolamentazione relativa alle OPA, racconta una storia completamente diversa da quella prevista. Infatti, le OPA sono state raramente utilizzate ai fini dell'acquisizione del controllo societario in maniera diretta. Piuttosto, sono state frequentemente utilizzate come strumento per revocare dalle negoziazioni in Borsa le azioni delle società interessate. Questa tendenza sembra riflettere un crescente distacco dallo status di società quotata, inserendosi in un dibattito più ampio riguardante il cambiamento strutturale nei paradigmi dei mercati finanziari, con una particolare attenzione alla questione dell'accresciuta preferenza per i mercati privati rispetto a quelli pubblici. Tale orientamento è stato ulteriormente confermato dai dati iniziali del 2020, i quali hanno dimostrato come, solo nel primo semestre, siano state avviate sei offerte pubbliche d'acquisto su titoli azionari, tra cui cinque avevano l'obiettivo di ritirare le azioni dalla quotazione in Borsa. Il fenomeno del *delisting*, inoltre, non riguarda esclusivamente le imprese di piccole dimensioni, le quali sono prevalentemente sotto il controllo quasi assoluto dell'azionista maggioritario storico, ma si estende anche a compagnie di grandi entità: queste ultime vengono delistate da parte del nuovo proprietario immediatamente dopo aver acquisito la maggioranza delle azioni¹³⁰.

Tra il 2007 ed il 2019, il panorama finanziario italiano ha registrato 231 operazioni, includendo le offerte di acquisto, quelle di scambio e quelle miste. La stragrande maggioranza di queste iniziative, pari al 74,9% (173 operazioni totali), sono state offerte pubbliche di acquisto (*tabella 1*), con appena 10 di queste che hanno presentato una natura ostile (*tabella 2*). Tali attività possono essere suddivise in due fasi distinte: la prima (2007-2011), una fase di attività intensa, potrebbe essere attribuita al riassetto dei valori degli asset, che ha seguito la Grande Crisi Finanziaria del 2008 e la Crisi del debito sovrano

¹³⁰ In merito cfr. P. PATTITONI, B. PETRACCI e M. SPISNI, in *Le quotazioni meteora: un'analisi empirica sul mercato italiano*

europeo del 2011; una seconda fase (2012-2014), caratterizzata da una diminuzione della frequenza di tali operazioni, è stata seguita poi da un periodo di rinnovato dinamismo tra il 2015 ed il 2018.

Tabella 1. Le OPA in Italia dal 2007 al 2019.



In conclusione, la maggior parte delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie nasce dall'acquisto volontario e diretto di una quota di controllo significativa, che dà luogo alla necessità di un'offerta totalitaria successiva.

Anche le offerte pubbliche volontarie legate al cambiamento del controllo aziendale sono per la maggior parte operazioni non ostili, da parte del socio di controllo che contribuisce con le proprie partecipazioni. In breve, le offerte che mirano ad un'acquisizione ostile del controllo si limitano, come emerge dalla tabella riportata, a soli 10 casi su 174 (tabella 2), rappresentando quindi una percentuale minima.

Tabella 2. Il ridotto numero di takeovers ostili in Italia.

I TAKEOVER OSTILI SONO SOLTANTO DIECI SU 231 LE MOTIVAZIONI DELLE OFFERTE DEL PERIODO 2007-2019	
OFFERTE	231
OFFERTE SU AZIONI ORDINARIE QUOTATE	174
OFFERTE SU AZIONI ORDINARIE QUOTATE CONCERNENTI IL CONTROLLO SOCIETARIO	149
OFFERTE SU AZIONI ORDINARIE QUOTATE CONCERNENTI L'ACQUISIZIONE DEL CONTROLLO	75
OFFERTE SU AZIONI ORDINARIE QUOTATE CONCERNENTI L'ACQUISIZIONE DEL CONTROLLO SOCIETARIO	24
HOSTILE TAKEOVERS	10

FONTE: CONSOB

La scarsità di *takeovers* ostili sul mercato italiano, emersa dall'analisi del campione, rispecchia, peraltro, la tipicità del modello di capitalismo della maggior parte delle imprese italiane che, anche se quotate, presentano assetti proprietari molto concentrati, a differenza delle imprese anglosassoni che presentano invece un azionariato frastagliato trattandosi di vere e proprie public company. Tali dati, da un lato, indicano che un obiettivo chiave della regolamentazione in materia dovrebbe essere quello di garantire un trattamento equo degli azionisti, presupponendo che l'OPA abbia lo scopo di distribuire il premio di controllo e facilitare un disinvestimento giusto, nel caso di cambiamento della maggioranza. D'altro canto, sollevano la questione se l'attuale sistema normativo, non solo per quanto riguarda le offerte pubbliche, possa scoraggiare le acquisizioni ostili: questione che verrà dettagliatamente analizzata nel capitolo successivo.

Una condivisibile risposta a tale questione evidenzia come la regolamentazione in materia, infatti, rende le OPA "troppo care, al punto di scoraggiare chi vorrebbe lanciarle"¹³¹. Tali operazioni sono assoggettate ad una disciplina disagevole e particolarmente onerosa, la quale andrebbe profondamente ripensata: "una riforma complessiva della disciplina dell'OPA, che pure sarebbe auspicabile, non è probabilmente

¹³¹ V. PULEDDA, in "In 12 anni solo dieci scalate ostili. La legge sull'OPA è da ripensare", in *Democrazia azionaria*

possibile anche per i vincoli europei e il costo politico di questa scelta. Si potrebbe, invece, pensare ad un'opera di manutenzione, intervenendo su almeno quattro aspetti critici: semplificare il Documento informativo, ridurre il perimetro dell'azione di concerto, semplificare il regime delle esenzioni e chiarire meglio l'operatività della passivity rule»¹³². In realtà, probabilmente il Testo Unico della Finanza andrebbe revisionato completamente. Dunque, oltre la struttura proprietaria concentrata delle società italiane, emerge come il problema alla base del ridotto numero di OPA sia il prezzo troppo alto, l'onerosità delle operazioni che grava sugli offerenti. Al fine di ovviare a tale situazione, «occorre trovare il giusto equilibrio tra la tutela degli investitori e la vivacità del mercato, anche perché se il prezzo diventa troppo alto si evita di effettuare l'operazione e allora anche la tutela viene meno. Mi rendo conto che è un calcolo impossibile da fare ma occorre chiedersi: quante offerte pubbliche non sono mai state fatte, perché troppo costose? Una revisione complessiva ormai si impone, e a questo punto non può che essere a livello europeo»¹³³.

¹³² Cit. L. BIANCHI, professore di diritto commerciale ed avvocato d'affari

¹³³ Cit. M. VENTORUZZO

CAPITOLO II

LE OPA OSTILI ED I LIMITI ALLE TECNICHE DI DIFESA: LA TRAIETTORIA NORMATIVA SUI TAKEOVERS

1. Le OPA ostili e l'approccio verso le tecniche di difesa: l'evoluzione normativa. L'importanza di una regolamentazione in materia.

Nel dinamico mondo delle *M&A*, le Offerte Pubbliche di Acquisto ostili emergono come momenti decisivi, caratterizzati da strategie aggressive da parte di un'entità acquirente che mira ad ottenere il controllo di una società target, senza il consenso del suo management. Queste manovre sono frequentemente percepite con sfavore, data la loro tendenza ad essere associate ad attacchi diretti all'indipendenza ed alla strategia corrente di una società. Innescano perciò una serie di meccanismi di difesa, elaborati con l'intento di salvaguardare l'autonomia e gli interessi della società e dei suoi azionisti.

In una disciplina così complessa, come quella delle OPA, la regolamentazione delle misure difensive, che le società possono adottare nei confronti di offerte ritenute ostili, costituisce un momento cruciale e particolarmente delicato.

Le misure difensive rappresentano uno strumento utilizzabile dalla società target, il quale offre alla stessa l'opportunità di attivare un processo di negoziazione con il potenziale acquirente, spingendolo ad elevare il prezzo o a migliorare le condizioni dell'offerta. Il potere della società di adottare dette strategie è riconosciuto dall'ordinamento al fine di tutelare le *ragioni dell'investimento degli azionisti*. Con tale previsione, il sistema intende risolvere il c.d. *collective action problem*: in assenza di una struttura di coordinamento vincolante per gli azionisti, ciascuno di essi potrebbe ritrovarsi in una situazione che viene definita dagli economisti come "*dilemma del prigioniero*"¹³⁴.

¹³⁴ È la particolare situazione in cui si trovano gli azionisti che non intendono vendere, poiché ritengono che il prezzo non sia congruo, ma allo stesso tempo, non conoscendo le intenzioni degli altri investitori, sono pervasi dal timore che l'OPA possa comunque avere successo.

Con l'espressione "misure difensive", si identificano tutte quelle situazioni che sono idonee a contrastare il lancio o il successo di un'offerta pubblica, le quali sono suddivisibili in due categorie:

- Le *misure difensive in senso stretto*, ossia atti o operazioni che possono impedire il conseguimento degli obiettivi di un'OPA potenzialmente diretta all'acquisizione del controllo, una volta che questa sia stata promossa. Dunque, si tratta di azioni che vengono esercitate per evitare che l'offerta possa avere un esito positivo.
- Le "*barriere*", invece, sono quelle situazioni che vengono poste in essere al fine di prevenire l'avvio di un'OPA, rendendo la società, prima dell'eventuale tentativo di acquisizione, non assoggettabile ad una scalata o, quantomeno, riducendo notevolmente le chances di successo dell'offerta.

La scelta di impiegare o meno le tecniche difensive spetta ai detentori del controllo della società target, i quali si trovano quindi in una situazione di conflitto d'interessi, essendo chiamati a prendere decisioni riguardanti operazioni che mirano a privarli del controllo della società. Pertanto, le strategie difensive emergono come strumenti efficaci per mantenere inalterati gli assetti di controllo, aventi il potenziale di precludere a priori la contendibilità del mercato del controllo societario.

La concezione restrittiva dell'istituto e la previsione di suddette misure sono sintomi di un ingiustificato atteggiamento di avversione nei confronti delle OPA, il quale dimostra come venga ignorato il potenziale di rinnovamento e miglioramento che tali operazioni possiedono, grazie alla loro capacità di agire come potenti catalizzatori economici, stimolando le aziende a rimanere efficienti, incentrate sul core business ed al passo con le innovazioni del settore, al fine di evitare di divenire vulnerabili dinanzi a future offerte. Incentivarle significa incoraggiare una cultura aziendale che premia la trasparenza, la responsabilità e, soprattutto, l'orientamento verso il valore per gli azionisti. Un mercato che accoglie le OPA ostili è un mercato che sostiene implicitamente la meritocrazia, dove la competitività non è solo tollerata, ma vista come una spinta essenziale verso l'eccellenza operativa¹³⁵ e strategica.

¹³⁵ L'*eccellenza operativa* è una mentalità e una cultura aziendale incentrata sulla riduzione dei rischi, della complessità e dei costi, migliorando contemporaneamente la sicurezza, la sostenibilità e la produttività dei processi

Inoltre, le OPA ostili possono fungere da correttivo per quelle situazioni in cui la gestione societaria perde di vista gli interessi degli azionisti, accontentandosi del proprio status quo, senza cercare innovazione o miglioramenti. La possibilità di una presa di controllo ostile ha una funzione deterrente contro la gestione inefficiente, in quanto spinge le aziende ad operare sempre al massimo delle proprie potenzialità.

Tuttavia, la promozione di un ambiente che favorisca le OPA ostili richiede un quadro normativo solido e ben definito, il quale possa garantire equità e trasparenza nel processo, proteggendo tutti gli interessi.

È essenziale che la normativa promuova un equilibrio tra la facilitazione delle acquisizioni, viste come strumento di mercato per il miglioramento aziendale, e la salvaguardia contro pratiche predatorie che potrebbero danneggiare l'economia nel lungo termine.

In conclusione, incentivare le OPA non è solo questione di promuovere la competitività o l'efficienza aziendale, ma rappresenta un impegno verso un mercato più dinamico, innovativo e, in ultima analisi, maggiormente resiliente. Dunque, attraverso un approccio bilanciato ed una regolamentazione particolarmente attenta, è possibile sfruttare il potenziale delle OPA ostili per guidare il progresso e la crescita del panorama aziendale moderno.

2. Il concetto di *ostilità* e le sue ricostruzioni dottrinali

Nel contesto delle dinamiche di mercato relative alle OPA, il carattere di ostilità assume un ruolo di primo piano che delinea una frattura tra le intenzioni dell'offerente e la posizione degli amministratori della società destinataria, sottolineando quindi la dialettica tra il desiderio di innovazione e la difesa dello status quo. Pertanto, questa dicotomia tra OPA ostili ed amichevoli non emerge tanto dalla formalizzazione giuridica dell'operazione, quanto piuttosto dalle reazioni che essa provoca all'interno della governance aziendale¹³⁶.

Tuttavia, il nostro ordinamento, nonostante il suo significativo impatto, non stabilisce un criterio esaustivo che consenta di delineare le ipotesi in cui l'offerta possa essere

¹³⁶ “La distinzione tra OPA amichevole ed ostile è assai labile e incerta”. Così T. BIANCHI, in *OPA: difficile dire se è ostile o no*, in *Il Sole 24 Ore*, 23 aprile 1999

considerata ostile. Si tratta di una scelta non casuale, che riflette anzi la complessità di una realtà come quella del mercato azionario italiano, nel quale la decisione di adottare strategie difensive è rimessa in parte agli amministratori ed in parte all'assemblea, a seconda dei casi. È però necessario per lo studio di tale fenomeno individuare i confini della fattispecie.

In linea di massima, un'OPA può essere etichettata come ostile quando è assente un accordo tra l'offerente ed il management della società target, ossia quando riflette una situazione in cui la visione del bidder non trova terreno fertile tra gli amministratori dell'emittente, sollevando questioni di conflitto d'interesse e di resistenza alla perdita del controllo. Questi momenti di tensione tra acquirente e società target pongono in evidenza non solo la potenziale vulnerabilità della società bersaglio, ma anche la resilienza e la capacità di reazione del suo apparato dirigenziale.

In tale scenario, gli amministratori si trovano dinanzi ad una decisione critica: accettare passivamente l'offerta o ergere barriere difensive per salvaguardare l'autonomia e la direzione strategica dell'azienda. La scelta di intraprendere azioni difensive è intrinsecamente legata alla percezione dell'offerta come una minaccia alla stabilità corrente ed alla visione di lungo termine dell'azienda. La resistenza attuata attraverso le misure difensive adottate da parte degli amministratori non è meramente un tentativo di autopreservazione, ma può essere interpretata anche come una manifestazione dell'impegno nei confronti della salvaguardia del valore aziendale e della protezione degli interessi degli azionisti minoritari. Questa dinamica, al cuore delle OPA ostili, sottolinea la tensione esistente tra l'apertura al mercato e la chiusura difensiva, tra la ricerca di opportunità di crescita attraverso l'acquisizione e la protezione dell'identità e dell'indipendenza aziendale.

Questa situazione evidenzia la complessità delle relazioni di potere all'interno del mercato azionario, dove le OPA ostili fungono da catalizzatori economici di potenziali cambiamenti nella struttura di controllo delle società quotate.

Il concetto di ostilità nell'ambito delle OPA riflette quindi non solo un confronto tra interessi divergenti, ma anche la dinamica tra cambiamento e continuità nel panorama del controllo societario. Gli amministratori, nell'esercitare le loro prerogative difensive, non solo rispondono alla specifica offerta in atto, ma anche influenzano il futuro equilibrio di potere all'interno dell'azienda. Difatti, l'ostilità manifestata in queste offerte solleva

questioni fondamentali riguardo la governance e le strategie aziendali, costringendo le società a riflettere sulla loro posizione nel mercato e sulle proprie prospettive future. La reazione ad un'OPA ostile diventa, così, un momento chiave di definizione dell'identità aziendale, un crocevia dove si decidono direzioni future e si valutano potenziali percorsi di sviluppo.

La gestione di queste offerte ostili richiede quindi una valutazione attenta delle strategie aziendali, del valore per gli azionisti e delle prospettive di crescita futura, dimostrando come il *market for the corporate control* sia un terreno fertile di sfide e di opportunità.

Dunque, emerge come sia proprio l'atteggiamento di coloro che gestiscono la società bersaglio a consentire una distinzione tra OPA amichevole ed OPA ostile¹³⁷: quest'ultima ipotesi si delinea, infatti, nel caso in cui gli amministratori decidano di non approvarla. Inoltre, in accordo con questa tesi, la definizione di un'OPA come ostile in una prima fase non preclude la possibilità che, in un futuro prossimo, possa assumere eventualmente carattere amichevole, attraverso un *bear hug* (come definito dagli americani)¹³⁸.

Una parte della dottrina ha però suggerito che l'ostilità di un'OPA dovrebbe essere valutata non solo in base all'approvazione da parte degli amministratori, ma anche considerando l'accordo con gli azionisti chiave della società obiettivo. Questo approccio ha il merito di sottolineare che gli azionisti principali, simili agli amministratori ai quali probabilmente sono collegati, possano opporsi all'OPA, con motivazioni che generalmente si allineano a quelle degli amministratori stessi. Nonostante ciò, secondo altri autori, appare più razionale basarsi esclusivamente sul consenso degli amministratori, in quanto sono essi i soggetti maggiormente interessati alle conseguenze che possono verificarsi in seguito ad un cambio del controllo, per le motivazioni precedentemente illustrate. Inoltre, rimane la possibilità che, anche con il sostegno degli azionisti di riferimento, l'OPA venga

¹³⁷ In tal senso M. LISANTI, in *Quale tutela per gli azionisti di minoranza*, in *Mercato, Concorrenza, Regole*, 2000

¹³⁸ Un *bear hug* è una strategia di acquisizione progettata per attrarre gli azionisti della società bersaglio. Viene utilizzato al fine di mettere sotto pressione il consiglio di amministrazione di una società riluttante ad accettare l'offerta o rischiare di scontentare i suoi azionisti. Il proponente di un *bear hug* rende difficile per il consiglio della società target rifiutare l'offerta, proponendo un prezzo per i titoli ben superiore rispetto al loro effettivo valore di mercato. Si tratta di una tecnica particolarmente aggressiva perché, quando il premio in gioco ha un valore significativo, i consigli di amministrazione hanno il dovere fiduciario che obbliga loro ad agire secondo gli interessi della società.

comunque ostacolata dagli amministratori, ai quali spetta in ogni circostanza l'iniziativa di attivare meccanismi di difesa durante l'offerta.

Un'altra parte della dottrina, invece, verso la cui opinione si può facilmente esprimere riserva, ha identificato l'ostilità di un'OPA nella volontà del bidder di sostituire l'attuale management. Infatti, tale intenzione potrebbe non essere chiaramente dichiarata dallo stesso offerente. Inoltre, gli amministratori vigenti della società bersaglio potrebbero, alla luce di quanto detto sopra, opporsi per motivi che vanno oltre il semplice interesse personale nella conservazione del loro ruolo.

In conclusione, la prima soluzione richiamata, ossia quella di valutare la natura ostile o meno di un'OPA basandosi sull'approccio effettivamente assunto dagli amministratori dinanzi all'offerta appare la più logica e lineare.

3. I primi *step normativi* in tema di OPA nell'ordinamento italiano. La Legge 216/1974: la c.d. *miniriforma societaria* ed i nuovi orizzonti del diritto societario.

Le varie interpretazioni dell'OPA hanno naturalmente influenzato la sua regolamentazione nel corso del tempo, in particolare per quanto riguarda le norme che governano i comportamenti della società emittente durante il periodo dell'operazione e le strategie consentite al fine di respingere un'offerta pubblica considerata ostile. Infatti, la regolamentazione e l'approccio normativo in materia di OPA, nel corso del tempo, hanno subito reiterati e costanti mutamenti, anche a seconda delle esigenze che si intendevano perseguire e del contesto storico, economico e sociale. Pertanto, è fondamentale analizzare la sofferta *evoluzione legislativa*¹³⁹ in tema di OPA, operando, in primis, una ricapitolazione delle scelte compiute dal legislatore nazionale e da quello europeo, con un focus specifico sull'approccio adottato nei confronti delle offerte ostili e delle misure difensive a disposizione degli amministratori.

La disciplina delle OPA, in Italia, è stata introdotta tardivamente, solamente con la Legge 216/1974, la quale è stata emanata in risposta al tentativo di acquisizione tramite OPA, il primo in Italia, della Finanza Bastogi, da parte di Michele Sindona, una delle figure più

¹³⁹ A. UCKMAR, in *L'evoluzione della normativa dell'opa in Italia*, in *Riv. Dir. Impr.*, 1999, p. 203

controverse¹⁴⁰ del panorama finanziario italiano, noto per essere implicato in numerose attività illecite. All'operazione si opposero con veemenza personalità eminenti, tra cui Guido Carli¹⁴¹, governatore della Banca d'Italia, ed Emilio Colombo, Ministro del Tesoro in carica.

Questa prima Offerta Pubblica di Acquisto evidenziò la serietà della lacuna legislativa esistente, nonostante gli esperti avessero sottolineato già dagli anni cinquanta l'importanza del fenomeno del passaggio delle quote di controllo e avessero espresso la speranza di un'azione normativa da parte del legislatore.

La regolamentazione tardiva delle OPA in Italia può essere vista come il risultato di una combinazione di fattori storici, culturali ed economici, che hanno richiesto tempo per allinearsi alle esigenze di un mercato in rapida evoluzione e alle pratiche internazionali, quali la peculiare struttura del mercato azionario, la bigotta cultura aziendale e la resistenza al cambiamento, privilegiando invece la stabilità aziendale ed il controllo a lungo termine delle imprese.

Questa configurazione ha, infatti, limitato la percezione delle offerte pubbliche come strumento rilevante per il mercato societario, fino a quando le dinamiche economiche e finanziarie non hanno iniziato a cambiare, richiedendo un adeguamento normativo.

Il diritto societario italiano ha seguito un percorso di evoluzione graduale, con aggiornamenti e riforme che hanno spesso risposto a cambiamenti nelle pratiche di mercato o a direttive europee. La disciplina delle OPA è stata affrontata in modo sistematico solo quando è diventato evidente che il quadro normativo esistente non era più adeguato a gestire le complessità del mercato azionario moderno.

La Legge n. 216 del 1974¹⁴², la c.d. *miniriforma societaria*, anche se caratterizzata da sommarietà e lacunosità, rappresenta un momento cardine nella storia della regolamentazione delle operazioni societarie in Italia, segnando un punto di svolta nell'ottica legislativa verso le dinamiche di mercato e, in particolare, verso le strategie di

¹⁴⁰ “Michele Sindona, banchiere di successo e burattinaio di massoni, mafiosi e killer” [G. BARBACETTO]. “Il più geniale finanziere italiano del Dopoguerra” [Business Week]. “Un personaggio leggendario dell’alta finanza” [Forbes]. “Uno dei più geniali uomini d’affari del mondo” [Fortune]. “Il salvatore della lira” [G. ANDREOTTI]

¹⁴¹ Le ragioni di quest’atteggiamento di avversione nei confronti dell’operazione lanciata da Sindona si possono rinvenire in *Cinquant’anni di vita italiana*, G. CARLI, 1993

¹⁴² Disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari

difesa utilizzate dalla società bersaglio. Tuttavia, l'art. 18 già costituiva una prima problematica interpretativa, in quanto faceva riferimento esclusivamente alle sole "offerte aventi ad oggetto azioni od obbligazioni convertibili".

Nell'introdurre tali disposizioni, il legislatore italiano ha segnato una tappa importante nel percorso di modernizzazione del diritto societario, riconoscendo l'importanza di fornire alle società gli strumenti necessari per difendersi da acquisizioni indesiderate, senza però soffocare la dinamicità e la fluidità del mercato.

Le revisioni legislative e l'estensione del concetto di valore mobiliare hanno però gradualmente messo in evidenza l'aspetto della raccolta di pubblico risparmio, portando a considerare lo strumento dell'OPA come un caso particolare all'interno di questa vasta categoria.

Questa interpretazione ha portato, da una parte, ad ampliare la definizione di OPA, abbracciando vari tipi di raccolta di capitale, anche se tra ambiguità e incertezze; dall'altra, ha circoscritto la normativa solo alle situazioni che effettivamente coinvolgono il risparmio pubblico. È stata inoltre sfumata la distinzione tra offerte pubbliche di vendita e di acquisto, nonostante la prima stimoli l'investimento, mentre la seconda concluda un investimento preesistente. Le norme si sono concentrate prevalentemente sul primo tipo di offerte, lasciando zone grigie per quanto riguarda il secondo e prestando limitata attenzione ad altre caratteristiche dell'OPA. In particolare, la legge in oggetto nulla aveva disposto relativamente ad uno degli aspetti più importanti in materia, ossia le misure di difesa eventualmente esperibili da parte della società bersaglio.

La visione adottata dal legislatore aveva così esposto lacune normative in aree che avrebbero necessitato di regolamentazioni chiare e precise, tanto che parte della dottrina affermò che "tale disposizione si riferisce all'offerta pubblica di acquisto, ma non ne detta una disciplina"¹⁴³. Inoltre, la complessità nel qualificare un'offerta come pubblica, soprattutto se indirizzata ad un numero ridotto di destinatari, rendeva ancora più problematica l'applicabilità delle già limitate regole vigenti.

La legge n. 216 fu così modificata dalla legge n. 77/1983, il cui principale aspetto innovativo introdotto è stata l'estensione dell'ambito di applicazione normativa al fine di includere, oltre alle tradizionali operazioni di acquisto e vendita attraverso offerte

¹⁴³ Così CASTELLANO, in *Le offerte pubbliche di acquisto: i problemi non risolti dalla legge di riforma*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1975

pubbliche, qualsiasi altra attività volta alla raccolta di risparmio presso il pubblico, configurando la nuova fattispecie di “*sollecitazione al pubblico risparmio*”¹⁴⁴.

3.1. La Legge 149/1992 (la c.d. Legge OPA): il *favor* nei confronti dell’offerente e l’imposizione della passività assoluta. L’assenza di una disciplina organica e la necessità di un ulteriore intervento normativo.

Alla luce di quanto detto, la Legge 216 non aveva chiaramente fornito una disciplina appagante in materia e, per tale motivo, era necessario che il legislatore intervenisse ulteriormente al fine di fornire un quadro più completo e dettagliato sulle Offerte Pubbliche.

L’avvio di questa trasformazione normativa si è concretizzato con l’emanazione della Legge 149/1992, promulgata in un contesto legislativo orientato a dare maggiore adito e, di conseguenza, disciplinare una serie di questioni economiche legate al mercato dei titoli. Questa legge è stata interamente dedicata alle “*Offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli*”.

Inoltre, essa costituisce il primo vero tentativo di ordinamento sistematico del settore in questione, completando il processo iniziato dalla miniriforma societaria. Le novità introdotte dalla Legge OPA non sostituiscono la legge del 1974, ma rappresentano un’integrazione, o ancora meglio, un regime speciale che si affianca alle disposizioni generali che erano state introdotte da quest’ultima. L’intenzione era quella di regolamentare in maniera esaustiva il fenomeno dell’OPA, sottoponendo a maggiori controlli e sanzioni ciò che era stato identificato, nel corso del relativo dibattito parlamentare, come un esempio di “*finanza sommersa*”.¹⁴⁵

Esaminando il contesto normativo in oggetto, uno degli elementi evidenziati più significativi è che, in base all’art. 9, si definiscono come Offerte Pubbliche “*tutte quelle aventi per oggetto l’acquisto e lo scambio di valori mobiliari quotati in borsa o negoziati*

¹⁴⁴ L. SCIPIONE, in *Il nuovo regime delle offerte pubbliche di scambio connesse alle operazioni di ristrutturazione del debito*

¹⁴⁵ “È chiaro il riferimento ai passaggi di proprietà di pacchetti di controllo di società quotate, che avvengono privatamente e a condizioni particolari, all’insaputa degli azionisti di minoranza e del pubblico e senza che questi possano prenderne parte; tutto ciò in stridente contraddizione con lo speciale *status* proprio delle società quotate, ossia di società aperte al mercato”.

nel mercato ristretto (quali azioni, obbligazioni convertibili o altri titoli o diritti) che comunque consentono di acquisire diritti di voto”.

A differenza dell'articolo 18 della legge n. 216/1974, le norme successive hanno introdotto una distinzione tra le offerte pubbliche di vendita e di sottoscrizione e quelle di acquisto e di scambio, focalizzandosi sugli specifici interessi coinvolti in ciascun tipo di offerta ed escludendo le seconde dalla definizione di sollecitazione all'investimento e formulando regole del tutto distinte.

Per le prime, si evidenziano gli obiettivi di garantire trasparenza attraverso i prospetti informativi, assicurare l'equità di trattamento con il diritto di acquistare o sottoscrivere in maniera eguale i titoli offerti e promuovere l'integrità dell'operazione. Per le seconde, date le complesse dinamiche, spicca l'importanza del principio di equità, in particolare nella distribuzione del cosiddetto *premio di maggioranza o di controllo*, che mira sia a proteggere la trasparenza e i diritti degli azionisti minoritari, sia a preservare l'integrità del mercato del controllo societario.

Nel 1992, il legislatore italiano, influenzato chiaramente dal modello economico liberista ampiamente discusso negli Stati Uniti, intendeva favorire le Offerte Pubbliche di Acquisto e la competizione per il controllo delle società. Tale obiettivo fu perseguito imponendo alle società emittenti un dovere di non interferenza quasi totale (obbligo di passività), il quale coinvolgeva non solo gli amministratori, ma anche l'assemblea degli azionisti¹⁴⁶, sempre nel rispetto della massima trasparenza e dell'equità di trattamento tra tutti gli investitori azionari. Fondamentalmente, la possibilità di contendere il controllo societario era considerata essenziale per il corretto funzionamento del mercato dei capitali, nel quale l'OPA rappresentava un'opportunità per coloro che disponevano delle necessarie risorse economiche e si consideravano in grado di incrementare il valore dei titoli dell'emittente, sfidando la sua attuale gestione.

Quest'attitudine emerge, in particolare, dall'art. 16 della stessa legge¹⁴⁷, nella quale il legislatore non ha avuto esitazione nell'introdurre, per la prima volta nell'ordinamento

¹⁴⁶ Questa è una chiara differenza con il sistema anglosassone, il quale limitava esclusivamente l'intervento dei managers della società.

¹⁴⁷ L'art. 16 stabilisce che: “2. *Dopo la pubblicazione del prospetto informativo e per tutta la durata dell'offerta è fatto divieto alla società emittente dei titoli che ne formano oggetto di deliberare modificazioni dell'atto costitutivo o dello statuto.*

3. *Le deliberazioni prese in violazione del comma 2 sono nulle.*

italiano, l'*obbligo di passività assoluta*¹⁴⁸. Secondo tale norma, dopo la pubblicazione del prospetto informativo dell'offerta, era fatto esplicito divieto alla società emittente dei titoli che ne formavano oggetto, di deliberare modifiche all'atto costitutivo ed allo statuto, con la specificazione che tali variazioni sarebbero state considerate nulle. Inoltre, la stessa disposizione richiedeva che gli amministratori si astenessero dal compimento di qualsiasi operazione che potesse essere idonea ad alterare in maniera significativa l'assetto finanziario della società o che li portasse a contrarre obbligazioni senza ricevere un'adeguata controprestazione. La formulazione della normativa appariva chiaramente inclinata a favorire uno dei partecipanti, ossia l'offerente, imponendo restrizioni che sono state evidenziate e criticate in dottrina per la loro eccessiva severità¹⁴⁹.

L'unica strategia difensiva, o almeno l'unico strumento avvicinabile ad una misura di difesa in corso d'OPA, utilizzabile da parte della società target, al fine di osteggiare le offerte ostili, consisteva nell'opportunità di diffondere, ai sensi dell'art. 27 comma 3 della legge in esame, un comunicato in cui esporre "ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta, nonché la propria valutazione al riguardo"¹⁵⁰.

Si tratta di una scelta legislativa legata all'idea che le Offerte Pubbliche avessero una funzione disciplinare o, in ogni caso, effetti esclusivamente positivi, sulla scorta della convinzione che tali operazioni migliorassero la gestione efficace delle società¹⁵¹.

Il nostro legislatore aveva privilegiato una posizione che si collocava "ad uno degli estremi delle possibili modulazioni della disciplina, restringendo notevolmente lo spazio di manovra degli organi amministratori della società i cui titoli sono oggetto d'offerta, nel tentativo di realizzare una situazione di congelamento per tutto il periodo di durata di questa". Il chiaro obiettivo del legislatore era quello di evitare interventi sul capitale o

4. *Gli amministratori devono astenersi dal compiere operazioni che possano modificare in maniera significativa l'attivo o il passivo della società o che li inducano ad assumere impegni senza contropartita.*

5. *Le disposizioni dei commi 2, 3 e 4 si applicano anche all'offerente, se si tratta di offerta pubblica anche parzialmente di scambio e se i titoli offerti in corrispettivo sono emessi dallo stesso offerente*".

¹⁴⁸ F. VELLA, in *La passivity rule nella legge italiana sulle OPA e gli effetti sul mercato del controllo societario*, in *Banca, Impresa e società* n.12, 1993

¹⁴⁹ R. WEIGMANN, in *La disciplina delle OPA*, in AA.VV, *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998

¹⁵⁰ F. REGALDO, in *Le tecniche difensive nelle OPA ostili. Riflessioni comparatistiche*, 2001

¹⁵¹ Questa posizione era stata messa in dubbio da studi economici, basati su dati empirici emergenti dall'esperienza delle OPA negli Stati Uniti. Infatti, molti economisti americani avevano iniziato a contestare l'efficacia di questa teoria.

sulla struttura societaria, i quali sarebbero stati diretti a limitare e neutralizzare le offerte aggressive¹⁵².

Tuttavia, tale obiettivo si è tradotto in un divieto universale la cui portata appare esageratamente sproporzionata¹⁵³. La decisione del legislatore nazionale di imporre la regola della passività in capo all'emittente è stata un evento singolare nel contesto giuridico europeo, nel quale persino gli Stati più inclini al liberalismo avevano accettato, sebbene con notevoli moderazioni, la legittimità di una serie di strategie difensive¹⁵⁴.

Il modello adottato non è stato perciò esente da critiche in dottrina sia per la politica legislativa adottata, sia per la metodologia utilizzata per definire i divieti proposti. La critica ha investito, in particolare, la formulazione dei divieti contenuti nella norma in esame.

Infatti, in primis, il divieto di deliberare modifiche dell'atto costitutivo o dello statuto (art.16.2.) sembrava avere una portata così ampia da includere nel novero delle azioni vietate tutte quelle deliberazioni che fossero state completamente indipendenti rispetto all'offerta o irrilevanti al fine del suo successo. Il legislatore, relativamente a tale aspetto, ha poi dovuto ammettere come la complessità dell'articolazione della struttura societaria avrebbe necessitato di una descrizione più specifica e precisa delle operazioni vietate, al fine di prevenire un'eccessiva cristallizzazione della società.

Per ciò che concerne, invece, la proibizione imposta agli amministratori (art.16.4.), era negata agli stessi la facoltà di ricorrere all'approvazione degli azionisti per porre in essere le operazioni vietate dalla disposizione, indipendentemente dal fatto che l'autorizzazione fosse preventiva o successiva al lancio dell'offerta e senza fare distinzioni in ordine all'oggetto del consenso stesso. Pertanto, anche nel caso in cui l'assemblea avesse voluto instradare gli amministratori verso l'adozione di tutte le misure considerate appropriate

¹⁵² F. VELLA, *op. cit.* Una diversa interpretazione della scelta legislativa operata era stata, invece, proposta da M. MONTANARI, *Gestione dell'impresa e offerta pubblica di valori mobiliari*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1995, I, p. 748ss. La stessa interpretazione è stata ribadita in *L'esercizio dell'impresa durante l'offerta pubblica di titoli*, Torino 1997, secondo cui le limitazioni imposte all'emittente erano dirette non già a massimizzare le scalate azionarie, ma ad assicurare la stabilità del corso del titolo durante l'offerta d'acquisto, posto che una diversa interpretazione non sarebbe stata in grado di dare ragione del fatto che le restrizioni previste da tale disciplina si applicavano anche al proponente nell'ipotesi in cui il corrispettivo dell'offerta fosse stato costituito da titoli propri.

¹⁵³ F. VELLA, *op.cit.*

¹⁵⁴ In particolare, si tratta del modello adottato dall'ordinamento inglese nel *City Code on takeovers and Mergers*.

per respingere un'offerta ostile¹⁵⁵ (le quali non si limitavano necessariamente ad azioni sul capitale), gli stessi amministratori si sarebbero visti obbligati a disattendere le direttive, al fine di incorrere in sanzioni.

Una restrizione così severa è stata costantemente oggetto di dure critiche, in quanto basata sull'assunto che l'immobilizzazione dei poteri dei soci fosse una condizione cruciale ed indispensabile per il buon andamento delle relazioni tra offerente e società target, nonché per l'adempimento degli obiettivi che il legislatore si era prefissato di raggiungere. Pertanto, sembra che dalla norma che impedisce la modifica dello statuto e dell'atto costitutivo, e dalla quasi totale riduzione dei poteri degli organi assembleari, emerga un'elevazione del ruolo dei managers, ai quali veniva attribuita in modo esclusivo la responsabilità e l'ardua sfida di navigare tra le restrizioni stabilite dalla legge¹⁵⁶.

Nonostante la finalità principale perseguita dal legislatore, ossia dedicare alle Offerte Pubbliche una disciplina propria, sia stata raggiunta, sono emerse una molteplicità di questioni di carattere interpretativo, legate soprattutto alla scarsa preoccupazione del legislatore alla regolamentazione, anche limitata, delle tecniche di difesa, in particolare quelle *preventive*, a disposizione dell'emittente.

La legge n. 149, infatti, non prevedeva alcuna disposizione in tale direzione, nonostante già da tempo fosse riconosciuto il valore di tali misure. Inoltre, è da notare che, nonostante fosse già stata adottata una posizione decisamente rigida nei confronti delle società emittenti per le decisioni difensive prese dopo il lancio dell'offerta, le misure preventive non erano state esplicitamente previste e disciplinate dalla legge. Allo stesso tempo, considerando il favor del legislatore nei confronti delle OPA e le scelte dello stesso relativamente alle tecniche di difesa successive, si era ipotizzato che anche quelle preventive ricadessero nel divieto di cui all'art.16. Tuttavia, il dubbio rimase irrisolto e l'assenza di una disciplina specifica su tale argomento aveva portato alla conclusione che l'adozione di tali misure dovesse essere considerata legittima, a condizione che venissero adottate prima della pubblicazione del prospetto informativo da parte del bidder e che non si fosse trattato di misure esplicitamente vietate dalla legge.

¹⁵⁵ V. CALANDRA BUONAURA, in *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nelle società per azioni*, 1985

¹⁵⁶ D'AMBROSIO, in *Offerta pubblica d'acquisto: poteri e responsabilità degli amministratori*, in *Impresa-Società-Fallimento*, Cedam, 2014

Tali questioni hanno evidenziato la parziale inadeguatezza delle scelte compiute dal legislatore e delle lacune ancora presenti nell'ordinamento, nonostante l'emanazione di una legge completamente dedicata alle Offerte Pubbliche. Esse sono state superate, in un secondo momento, solamente con l'introduzione del TUF nel 1998 e, successivamente, con il recepimento della Direttiva 2004/25/CE.

3.2. Il Testo Unico della Finanza (decreto legislativo 58/1998): un'inversione di rotta rispetto al precedente immobilismo imposto alla società target. L'art. 104 TUF e le relative questioni interpretative.

Le molteplici questioni evidenziate dalla legge 149/1992, tra cui il pericolo che le società potessero cristallizzarsi, o addirittura decidere di non quotarsi in borsa, a causa della paura di poter subire *takeovers hostile*, provocando risultati diametralmente opposti rispetto a quelli desiderati, hanno condotto il legislatore a rivedere la normativa sulle OPA e ad un ripensamento sulle scelte che aveva compiuto con l'emanazione di tale legge.

La disciplina italiana delle OPA è stata, per tale motivo, oggetto di una riflessione approfondita. La legge OPA è stata così abrogata e, contemporaneamente, è stata introdotta, nel 1998 con il *Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* (TUF), una normativa che, teoricamente, avrebbe dovuto semplificare e delegificare l'ambito di regolamentazione¹⁵⁷.

Il decreto legislativo 58/1998 ha apportato una serie di modifiche, introducendo nel sistema giuridico italiano un nuovo e differente approccio nella regolamentazione delle misure difensive relative alle OPA¹⁵⁸. Divergendo dall'entusiastica valutazione delle OPA e dal forte sostegno precedentemente conferito a tali operazioni, con questo modello normativo è stata adottata una posizione decisamente più prudente, prescindendo da una chiara valutazione del fenomeno. È stata riconosciuta la possibilità che le OPA potessero incontrare una serie di ostacoli, limitandosi però a definire il soggetto che avrebbe dovuto esprimere un parere in merito.

¹⁵⁷ L. PICONE, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano 1999

¹⁵⁸ In un momento successivo, la normativa regolamentare è stata novellata con una delibera nel 1999, senza però apportare modifiche sostanziali alle disposizioni introdotte dal TUF.

Infatti, l'art. 104¹⁵⁹ del TUF permette che le società target abbiano la possibilità di attuare strategie di difesa, utilizzabili al fine di impedire ed ostacolare gli obiettivi dell'OPA. A tal fine, è necessaria l'approvazione degli azionisti chiamati ad aderire all'offerta, ai quali viene riconosciuta la possibilità di beneficiare direttamente dell'offerta stessa. La norma in esame ha introdotto un sistema di regolamentazione per le misure di difesa caratterizzato, in particolare, dall'importanza assegnata all'assemblea degli azionisti, alla quale il legislatore ha conferito il potere di autorizzare gli amministratori ad adottare determinate misure, anche in ambiti di loro competenza. È inoltre importante sottolineare che l'assemblea, esclusivamente con il voto favorevole di tanti soci che rappresentino il 30% del capitale sociale con diritto di voto, possa autorizzare gli amministratori ad attuare atti od operazioni che possano osteggiare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta.

In sintesi, il legislatore aveva optato per l'introduzione della *passivity rule* in capo agli amministratori, affidando alla collettività degli azionisti, soggetti titolari dell'investimento interessato dall'OPA, la decisione finale e decisiva riguardo l'offerta.

L'art. 104 ha ampliato le competenze dell'assemblea ordinaria, come delineate dall'art. 2364 del codice civile, richiedendo che l'organo di amministrazione debba necessariamente sottoporre al veto dell'assemblea¹⁶⁰ qualsiasi azione di difesa antiscalata in risposta ad un'OPA ostile¹⁶¹.

In sostanza, la differenza principale che emerge da questo nuovo approccio, assunto dal legislatore nel TUF, in seguito alle critiche mosse nei confronti degli antecedenti corpi normativi, è il riconoscimento della possibilità per una minoranza qualificata di

¹⁵⁹ Nella sua formulazione originaria, prima dell'introduzione dei commi 1-bis e 1-ter, l'art.104 stabiliva che: "1. *Salvo autorizzazione dell'assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società italiane quotate i cui titoli sono oggetto dell'offerta si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. L'obbligo di astensione si applica dalla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, e fino alla chiusura dell'offerta ovvero fino a quando l'offerta stessa non decada. La mera ricerca di altre offerte non costituisce atto od operazione in contrasto con gli obiettivi dell'offerta. Resta ferma la responsabilità degli amministratori, dei componenti del consiglio di gestione e di sorveglianza e dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiuti*".

¹⁶⁰ Il legislatore prevede che l'assemblea possa essere sia ordinaria, sia straordinaria, a seconda delle materie di rispettiva competenza.

¹⁶¹ L. ROVELLI, in *L'art.104 TUF, la passivity rule e l'adozione di tecniche antiscalata. La responsabilità degli organi amministrativi*, in *Convengo organizzato da I.T.A. SRL., OPA E OPS e patti parasociali*, Milano 1999

destinatari dell'offerta (azionisti della società target) di attuare tecniche di difesa che siano idonee ad ostacolare le offerte ostili.

È chiaro come l'obiettivo dell'art. 104 sia quello di contemperare la molteplicità di interessi investiti in caso di OPA ostile: l'interesse dell'offerente al buon esito dell'operazione; l'interesse degli azionisti alla valorizzazione della società, e quindi del loro investimento; l'interesse degli amministratori a mantenere il proprio ruolo ed il proprio potere all'interno della società. Spesso, l'interesse personale degli amministratori a mantenere le loro posizioni prevale sui potenziali vantaggi che i soci potrebbero ottenere da un aggiornamento dei principi gestionali¹⁶². Chiaramente, in caso di offerta pubblica e quindi di un potenziale cambiamento drastico nella struttura societaria, il management e gli azionisti della società versano in uno status di conflitto d'interessi: la paura per gli amministratori che l'operazione abbia un esito positivo e, di conseguenza, possa comportare molto probabilmente la loro sostituzione, li induce ed incentiva ad ostacolare con veemenza le OPA che minacciano di cambiare la composizione della maggioranza dell'assemblea degli azionisti. Essi potrebbero utilizzare i loro poteri amministrativi per ostacolare il successo dell'offerta, adottando una serie di tecniche di difesa, sviluppatesi nell'esperienza oltreoceano e rese compatibili con l'ordinamento italiano.

Tuttavia, la dottrina ha criticato la scelta del legislatore, evidenziando un importante distinzione.

Nel caso in cui la quota di controllo sia inferiore al 30%, la regola stabilita dall'art. 104 tutela gli azionisti di minoranza. In tal caso, infatti, qualsiasi tentativo di difesa contro un'OPA ostile, dev'essere approvato dall'assemblea dei soci. Ciò significa che una *minoranza di blocco*, cioè una minoranza sufficientemente grande da poter influenzare l'esito dell'assemblea, può impedire l'utilizzo di strumenti difensivi. Questo meccanismo permette agli azionisti di minoranza di avere voce nelle decisioni strategiche che possono influenzare il valore ed il controllo della società.

Quando, invece, la quota di controllo sia superiore al 30%, l'approvazione assembleare per l'adozione di tecniche di difesa opera principalmente a favore dell'azionista di maggioranza o degli azionisti già presenti (*incumbent shareholders*). Questo poiché, superata tale soglia, si presume che l'offerente abbia un controllo significativo sulla società.

¹⁶² Così L. PICONE, *op.cit.*

In Italia, è più frequente che le società abbiano un azionista di riferimento o un gruppo ristretto di azionisti che detengono quote superiori al 30%. Di conseguenza, l'art. 104 diventa uno strumento che, nella pratica, favorisce gli azionisti esistenti (*incumbent*), proteggendoli da OPA ostili e rendendo più difficile il ricambio ai vertici societari.

In altre parole, il meccanismo di approvazione assembleare previsto dall'art. 104 può essere utilizzato dagli azionisti dominanti per bloccare iniziative che minacciano il loro controllo, fungendo così da barriera alla contestabilità del controllo societario e potenzialmente ostacolando l'ingresso di nuovi attori disposti a investire nella società.

Dalla disposizione esaminata, e dall'art. 103 (sempre del TUF)¹⁶³, introdotto per colmare l'asimmetria informativa ed evitare che i soci votino in assemblea senza avere un'idea chiara e completa, nonostante operino su due livelli distinti, emerge l'intenzione del legislatore di conferire, nell'ambito delle OPA, un ruolo attivo alla società target, attribuendo al management della stessa una competenza esclusiva circa la possibilità di valutare ed esprimere la propria opinione sull'offerta. Il comunicato, sebbene non abbia alcun effetto vincolante, costituisce uno strumento informativo e persuasivo nei confronti dei soci in relazione alle delibere che questi ultimi vengono chiamati ad adottare, ai sensi dell'art. 104, per autorizzare il compimento di atti od operazioni che permettono di contrastare il buon esito e gli obiettivi dell'offerta.

Si tratta, dunque, di un intervento indiretto da parte degli amministratori, a differenza dell'attuazione di azioni anti-OPA che ostacolano in maniera diretta ed oggettiva la scalata. È chiaro come l'art.103 fornisca implicitamente una delle possibili misure difensive a disposizione dell'emittente.

Tuttavia, anche il TUF ha sollevato non poche questioni interpretative. La prima di tali questioni riguarda l'ambito di applicazione dell'articolo 104: da un punto di vista oggettivo, per capire quali siano le tipologie di offerta cui la disciplina si riferisce; da un punto di vista soggettivo, per comprendere quali siano le società destinatarie della disciplina.

Per quanto riguarda l'ambito oggettivo, è interessante evidenziare come quest'ultimo sia stato al centro di una questione particolarmente dibattuta in dottrina. Alcuni ritenevano

¹⁶³ L'art. 104 dev'essere coordinato con l'art. 103, il quale prevede che la società target debba necessariamente diffondere un comunicato che specifica ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e la propria valutazione della stessa.

che le norme si riferissero esclusivamente ai comportamenti assunti dalle società bersaglio nel caso in cui si trattasse di OPA obbligatoria. Secondo altri, all'opposto, oggetto della disciplina era esclusivamente la fattispecie dell'OPA volontaria, considerando che l'applicazione della *passivity rule* anche alle OPA obbligatorie avrebbe potuto creare non poche perplessità, dato che in quest'ultimo scenario concedere alla società emittente la possibilità di difendersi avrebbe potuto comportare il fallimento di un'offerta imposta direttamente dalla normativa¹⁶⁴. Tuttavia, il posizionamento della norma nella sezione intitolata "*Disposizioni generali sull'OPA*" aveva orientato verso l'interpretazione che il modello fosse, in realtà, applicabile a tutte le forme di offerta¹⁶⁵. Per ciò che concerne l'ambito soggettivo, invece, va evidenziato come l'art. 104 si riferisse non alla totalità delle società italiane, ma solo a quelle con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi europei. In questo modo si è reso omogeneo, per tutte le società italiane, il modello di regolamentazione dei comportamenti assunti dagli emittenti durante il corso di un'OPA, ed evitare scelte opportunistiche, a seconda della disciplina che si ritenesse più favorevole.

Ulteriore questione riguarda la determinazione di quali atti e operazioni rientrino nell'ambito della normativa, al fine di individuare il perimetro di applicazione della disciplina sulle misure difensive. In merito, il legislatore del TUF non ha fornito un elenco preciso e limitato di categorie di atti proibiti, optando piuttosto per un approccio basato sugli obiettivi, facendo riferimento a "*qualsiasi operazione che possa interferire con gli obiettivi dell'offerta*". Questo lascia agli amministratori della società emittente il compito di decidere per quali azioni ed operazioni sia necessaria l'approvazione dell'assemblea degli azionisti. L'intento era di estendere il campo delle operazioni considerate inappropriate durante l'offerta, imponendo così una restrizione significativa alle attività del management. Per evitare un'applicazione troppo severa della norma che potrebbe penalizzare ingiustamente gli amministratori, è opportuno adottare un'interpretazione

¹⁶⁴ Cfr. E. DESANA, in *Opa e tecniche di difesa*, cit. p. 86, secondo cui si sarebbe potuto ritenere che quando era lo stesso legislatore ad imporre un'OPA totalitaria, non vi fosse spazio per una valutazione sulla sua convenienza da parte della società emittente e dunque per il ricorso ad una strategia difensiva, ma sarebbe stato "semplicemente rimesso ai suoi azionisti la scelta se aderirvi o meno".

¹⁶⁵ L'applicazione della disposizione anche alle ipotesi di OPA amichevoli è riconosciuta anche da A. TUCCI, in *Gestione dell'impresa sociale e "supervisione" degli azionisti*, cit., p. 200, n. 11.

restrittiva della stessa. Questo significa che l'autorizzazione assembleare dovrebbe essere richiesta unicamente per quelle azioni e operazioni che mirano esplicitamente a creare barriere concrete al successo dell'offerta. Non dovrebbe essere necessaria, invece, per atti che potrebbero avere un effetto di contrasto indiretto sull'offerta, come campagne promozionali o azioni legali contro chi lancia l'offerta.

Aggiungendo a quanto detto, è importante sottolineare che questa interpretazione flessibile e restrittiva aiuta a mantenere un equilibrio tra la necessità di proteggere la società e gli interessi degli azionisti da offerte potenzialmente dannose e il bisogno di non soffocare la capacità del management di condurre le operazioni aziendali quotidiane. Inoltre, questa prospettiva incoraggia una valutazione caso per caso delle operazioni, rafforzando la governance societaria attraverso una maggiore partecipazione e vigilanza degli azionisti sulle decisioni strategiche in momenti critici per la società.

Un contributo significativo, relativamente a tale questione, è stato fornito dalla Consob, la quale era stata investita della questione ed aveva, di conseguenza precisato il significato da attribuire ai termini “atti” ed “operazioni”, e poi aveva stabilito i criteri funzionali a ravvisare la loro idoneità a “contrastare gli obiettivi dell’offerta”¹⁶⁶.

In primis, la Consob aveva precisato che il termine “atti” dovesse essere riferito esclusivamente alla definizione generale di atti giuridici, ossia quei fatti caratterizzati dalla presenza di un comportamento umano a cui l’ordinamento ricollega effetti giuridici¹⁶⁷. Quanto al termine “operazioni”, invece, ci si riferisce ad una specificazione della categoria degli atti, così da comprendere nel divieto anche serie di atti tra loro collegati per il raggiungimento di uno specifico obiettivo.

Riguardo la definizione degli “obiettivi dell’offerta”, la Consob ha interpretato che tale espressione non debba essere intesa in senso ampio. Infatti, la Commissione ha considerato che gli obiettivi includano non solo l’acquisizione di una specifica quota del capitale della società emittente ad un preciso prezzo per azione e con un esborso finanziario totale già definito, ma estendano il loro significato anche alla volontà, che viene esplicitata nel documento d’offerta, di ottenere il controllo della società target.

¹⁶⁶ Il riferimento è alla comunicazione Consob n. DAL/99039392 del 18 maggio 1999, *Nozione di atti o operazione che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell’offerta*, consultabile in www.consob.it

¹⁶⁷ Sono escluse dalla categoria degli “atti” cui fa riferimento l’art.104 le dichiarazioni di scienza, gli atti di accertamento e le espressioni di giudizi che non siano di per sé produttivi di effetti giuridici.

Questo comprende sia la capacità effettiva di influenzare le decisioni aziendali, sia l'intenzione di acquistare l'intero insieme di risorse materiali ed immateriali (compreso l'avviamento), che rappresentano l'assetto patrimoniale dell'impresa.

La Consob, in un secondo momento, ha così provato a fornire un'elencazione in merito, stabilendo quali siano categorie tipiche di atti ed operazioni vietati dalla disposizione in oggetto, individuandone tre:

1. Una prima categoria, rappresentata dagli atti finalizzati ad incrementare il costo necessario per pervenire al quantitativo di adesioni che l'offerente si fosse prefissato di raggiungere. In tale ambito, la Commissione aveva fatto rientrare le operazioni di aumento di capitale o di conversione in azioni con diritto di voto di altri strumenti finanziari, di riduzione del valore percentuale del quantitativo di azioni oggetto dell'offerta, salvo che l'offerente non avesse optato per un esborso complessivo maggiore; l'acquisto di azioni proprie da parte dell'emittente, stante la sua capacità di ridurre la platea dei potenziali aderenti all'operazione, di rafforzare la posizione dell'attuale controllante ed incidere sul prezzo di mercato dei titoli.
2. Una seconda categoria include azioni che hanno l'obiettivo di alterare, anche a lungo termine, la composizione patrimoniale e le operazioni commerciali della società che emette le azioni. In questo contesto, per quanto riguarda le modifiche alla struttura patrimoniale, la Commissione ha incluso attività quali la vendita di asset e altri elementi patrimoniali, le operazioni di fusione o scissione aziendale, iniziative volte ad aumentare il rapporto di indebitamento sul bilancio o l'introduzione di una strategia di nuove acquisizioni. Per quanto concerne le modifiche operative, invece, sono stati citati l'abbandono inaspettato di linee di business o cambiamenti repentini nelle strategie industriali o di vendita.
3. Una terza categoria è definita da azioni intenzionalmente intraprese per complicare o impedire all'offerente di conseguire il suo obiettivo. In questo ambito, si includevano azioni come il lancio di un'offerta concorrente sulle azioni dell'offerente o di una società da esso controllata, o l'acquisizione di nuove attività che potrebbero complicare l'approvazione da parte delle autorità antitrust. Allo stesso modo, venivano considerate le manovre atte a incrementare notevolmente i costi per il potenziale nuovo controllore nell'esercitare i diritti tipici di un

azionista di maggioranza, ad esempio attraverso l'attribuzione di diritti speciali agli amministratori attuali in caso di loro rimozione.

Nel caso in cui gli amministratori avessero posto in essere tali condotte¹⁶⁸, senza ottenere precedentemente l'autorizzazione da parte dell'assemblea, e quindi violando l'art. 104, essi sarebbero stati considerati, dal punto di vista civilistico¹⁶⁹, responsabili per il risarcimento dei danni nei confronti della società, dei creditori e dei terzi, e dei singoli soci. Dal punto di vista regolamentare, invece, va menzionato l'art. 192.3. TUF, il quale stabiliva che *“i managers delle società con titoli quotati in mercati regolamentati che pongono in essere operazioni, violando l'art. 104.1. e l'obbligo di astensione affermato da tale norma, devono essere puniti con una sanzione amministrativa pecuniaria, il cui ammontare oscilla da lire dieci a lire duecento milioni”*¹⁷⁰.

In conclusione, nonostante il nostro ordinamento sia stato storicamente diffidente verso la gestione amministrativa durante il corso di un'OPA ostile, causato soprattutto dalla difficoltà di allineare gli interessi degli amministratori a quelli degli azionisti, l'art. 104 TUF ha voluto rendere maggiormente flessibile l'*obbligo di passività assoluta*, consentendo di bypassare il divieto attraverso l'autorizzazione da parte dell'assemblea dei soci. Quest'inversione di rotta si basa sull'idea che, talvolta, le strategie difensive possano essere decisamente utili per respingere offerte coercitive e non vantaggiose per gli azionisti o per negoziare un prezzo di vendita dei titoli superiore. Pertanto, è stata data ai soci la possibilità di adottare le misure che considerano maggiormente adeguate, per contrastare le scalate ostili, a condizione però che queste azioni siano intraprese

¹⁶⁸ Nulla si dice in merito all'efficacia di tali condotte. Secondo alcuni, la mancanza dell'autorizzazione dovrebbe rendere inefficaci gli atti che sono stati compiuti; secondo altri, gli atti sarebbero comunque efficaci, ferma restando la responsabilità degli amministratori. L'art. 104, in realtà, deve considerarsi una norma imperativa e, quindi, si deve ritenere che gli atti compiuti in violazione di tale norma debbano essere considerati nulli, per contrarietà a norme imperative ai sensi dell'art. 1418.1 c.c.: quando il contratto viola una norma imperativa, tale norma statuisce la nullità.

Cfr. D'AMBROSIO, in *Offerta pubblica di acquisto: poteri e responsabilità degli amministratori*, in *Impresa-Società-Fallimento*. Cfr. SPITALERI, in *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1998, a cura di PATRONI GRIFFI, SANDULLI e SANTORO

¹⁶⁹ Si faccia riferimento agli articoli 2392 e ss. del c.c. In merito, si consulti ciò che è stato affermato da N. ABRIANI, in *Gli amministratori di fatto nelle società di capitali*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, 1998

¹⁷⁰ La sanzione amministrativa non è volta a colpire l'atto in sé, bensì il comportamento degli amministratori

esclusivamente con il supporto di una significativa porzione del capitale sociale. Ciò al fine di prevenire che esigue minoranze possano impedire lo svolgimento di operazioni non desiderate, le quali, tuttavia, potrebbero comportare numerosi vantaggi.

4. La Direttiva 2004/25/CE: la Direttiva OPA e l'introduzione delle attuali *passivity rule* e *breakthrough rule*. Lo spirito legislativo europeo.

Relativamente alle operazioni di trasferimento del controllo, si può evincere, leggendo ed analizzando la Direttiva 2004/25/CE, la c.d. “Direttiva OPA”¹⁷¹, come anche il legislatore europeo ha mostrato, e mostra ancora, di avere sentimenti contrastanti nei confronti di tali operazioni. Infatti, la disciplina europea in materia di OPA, è stata oggetto di una travagliata e tortuosa evoluzione, causata soprattutto dalla necessità di armonizzare la regolamentazione in materia, al fine di evitare discriminazioni in grado di limitare la crescita delle imprese e per eventuali implicazioni negative sul funzionamento dei sistemi economici degli Stati membri. Si tratta del frutto di una lunga e faticosa gestazione da parte del legislatore europeo, il quale ha dovuto effettuare delle scelte di compromesso, ritenute talvolta insoddisfacenti¹⁷², lasciando spazio di manovra ed ampia discrezionalità agli ordinamenti nazionali relativamente alle soluzioni da adottare.

Difatti, il legislatore europeo ha deciso di adottare una direttiva-quadro¹⁷³, limitata alla regolamentazione degli aspetti fondamentali in tema di società quotate in mercati regolamentati, lasciando agli Stati membri la possibilità di compiere previsioni più dettagliate in sede di attuazione. Non sono previsti obblighi, bensì semplici possibilità di scelta.

“L’Unione europea intende garantire alle imprese europee una maggiore certezza in materia di offerte pubbliche di acquisto, pur proteggendo gli interessi degli azionisti (in particolar modo degli azionisti di minoranza), dei dipendenti e di ogni altra parte interessata. Mediante una direttiva essa instaura norme trasparenti, comuni a tutta

¹⁷¹ Adottata il 21 aprile 2004 dal Parlamento e dal Consiglio dell'Unione Europea e dedicata alle offerte pubbliche di acquisto

¹⁷² R. LENER, in *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019, Evidenze empiriche e spunti di discussione*

¹⁷³ Considerando n. 26 Direttiva OPA: “L’adozione di una Direttiva è il mezzo appropriato per istituire un quadro che fissi alcuni principi comuni e un numero limitato di requisiti generali che gli Stati membri siano tenuti a far applicare mediante norme più particolareggiate, conformemente ai rispettivi ordinamenti nazionali e contesti culturali nazionali”

l'Unione Europea, in materia di OPA. Essa rafforza, ad esempio, le norme sulle informazioni agli azionisti in merito alle offerte proposte”.

È interessante chiedersi come mai la disciplina delle Offerte Pubbliche di Acquisto sia stata oggetto di un così notevole interesse da parte del legislatore europeo, tanto da far sì che venisse adottata una direttiva europea in materia, invece di lasciare maggiore libertà ed autonomia, in tale ambito, alle legislazioni nazionali.

Il motivo di quest'attenzione e di questa dedizione assoluta da parte della Commissione e del Consiglio è dovuta, in particolare alla creazione di imprese che operano in un'ottica transnazionale, le cc.dd. *imprese cross-border*. Le OPA (o meglio, in ambito europeo, i *takeovers*) rappresentano uno dei principali strumenti per la realizzazione di tali imprese, data la diffidenza che le integrazioni aziendali transfrontaliere tradizionalmente riscuotono presso stakeholders locali e potere politico: ne consegue che un'armonizzazione a livello unionale delle regole che disciplinano i *takeovers*, al fine di neutralizzare eventuali atteggiamenti protezionistici, è strutturalmente connessa all'obiettivo del mercato unico europeo. La creazione di tali imprese *cross-border*, nell'ottica della realizzazione di un mercato unico ed integrato a livello europeo, è un passaggio necessario per la sua piena operatività. In ciò si rinviene una valida giustificazione all'interesse mostrato¹⁷⁴. Tuttavia, mancano nell'ordinamento europeo

¹⁷⁴ Un riscontro empirico di tale legame si trae dalla storia dei diversi tentativi di emanazione di una direttiva comunitaria in materia: la prima proposta fu presentata nel 1989, all'indomani del tentativo di scalata della Société Générale de Belgique da parte del gruppo Olivetti, la seconda nel 1996 ed ebbe un'accelerazione nel 2001, in occasione dell'OPA all'inglese Vodafone sulla tedesca Mannesman, quando venne respinta dal Parlamento Europeo per la mancanza di consenso, da parte della Germania, sul punto cruciale della passivity rule. Il traguardo è stato raggiunto con la Direttiva 2004/257/CE, approvata in seguito al forte impulso esercitato dal rapporto del “Gruppo di Alto Livello degli Esperti di Diritto Societario, che aveva posto in luce come il corretto funzionamento dei takeover costituisce uno strumento essenziale di integrazione e disciplina del mercato unico europeo. Il rapporto aveva sottolineato come, per l'effettivo funzionamento dei takeover, siano cruciali la passivity e la breakthrough rule.

La Direttiva 2004/25/CE ha dato seguito alle indicazioni del rapporto, ma con un intervento di armonizzazione solo parziale. Ne è risultata una direttiva che consente impianti normativi nazionali eterogenei e con un ampio spazio per misure difensive, al di là di quanto tracciato nel suddetto rapporto.

Infatti, il Rapporto del 27 febbraio 2007 della Commissione europea sullo stato di attuazione della direttiva attestava che la breakthrough rule era stata fatta propria solo dai Paesi baltici e, nell'ambito dei 18 stati membri che presentavano la passivity rule, 17 già ne avevano adottato tale misura prima della direttiva, mentre 5, a seguito della stessa, avevano introdotto la regola della reciprocità, aumentando così la discrezionalità del consiglio di amministrazione rispetto a quanto fosse già consentito prima della direttiva. Così D'AMBROSIO, *op.cit.*

delle vere e proprie norme di diritto materiale uniforme, però necessarie per poter sperare di giungere alla creazione di un mercato unico ed integrato.

Le *rationes* che hanno indotto il legislatore europeo ad intervenire con una disciplina ad hoc sono molteplici, tra cui¹⁷⁵: l'integrazione dei mercati europei conformemente al Piano d'azione per i servizi finanziari; l'armonizzazione delle diverse normative nazionali tendenti a favorire le ristrutturazioni di imprese¹⁷⁶; il rafforzamento della certezza giuridica delle operazioni di OPA transfrontaliere; coordinare le garanzie che gli Stati membri richiedono alle società con titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, al fine di tutelare i soci ed i terzi; tutelare gli interessi dei soggetti possessori dei titoli di una società oggetto di un'offerta pubblica di acquisto; creare un contesto chiaro e trasparente con riguardo ai problemi giuridici che possono sorgere in occasione del lancio di un'OPA; non consentire alle banche centrali degli Stati membri, viste le finalità di interesse pubblico da esse perseguite, di essere oggetto di offerte pubbliche; emanare disposizioni che non consentano l'*insider trading* (vale a dire l'abuso di informazioni privilegiate); garantire e tutelare la libera circolazione dei capitali. In particolare, l'obiettivo era quello di accrescere la competitività ed accelerare la circolazione del controllo societario nei mercati azionari dell'Unione Europea, creando analoghe probabilità di successo dell'OPA in tutti gli Stati membri. La volontà è quella di promuovere i *takeovers*, in quanto si ritiene siano idonei a creare ricchezza, sfruttando le sinergie tra bidder e società target e le economie di scala della dimensione europea, consentendo agli azionisti di vendere ad un prezzo maggiore rispetto a quello di mercato e, infine, orientando il management delle società quotate alla creazione di valore per gli azionisti. In sostanza, le OPA vengono viste come uno strumento di ristrutturazione delle società europee e di miglioramento dell'efficienza dei mercati.

L'intenzione iniziale era quella di fornire agli Stati membri uno strumento di riavvicinamento, ispirato al *City Code on Takeovers and Mergers*, introdotto nel 1968 nel Regno Unito al fine di regolamentare le pratiche di acquisizione e fusione, che fu uno dei principali motivi delle dilungate trattative tra gli Stati membri, i quali si trovavano in

¹⁷⁵ La Direttiva contiene l'elenco completo

¹⁷⁶ Armonizzazione che secondo parte della dottrina sembrerebbe accantonata in favore di una forma di regolamentazione orientata alle esigenze del mercato: cfr. B. VAN APELDOORN - L. HORN, *The transformation of corporate governance regulation in the European Union: from harmonization to marketization*, in *Working Paper political science* 2006/04

disaccordo su molteplici aspetti. L'idea di introdurre una regolamentazione comune delle OPA è frutto di oltre vent'anni di dibattiti e di vari progetti europei, iniziati negli anni '70 del secolo scorso. Infatti, in quegli anni, la Commissione europea, prendendo atto della crescente importanza del fenomeno delle acquisizioni societarie, nonché della profonda differenza tra le discipline esistenti in materia negli Stati membri, manifestava la necessità assoluta di un riavvicinamento. A tale scopo, nel 1985, fu istituito un primo gruppo di studio, con il compito di predisporre uno schema di direttiva. Seguirono una serie di proposte, le quali per diverse ragioni furono osteggiate dai vari Stati membri. Dopo le numerose obiezioni mosse da questi ultimi, nel 1993, la Commissione ha dato avvio ad una procedura di consultazione degli Stati membri, finalizzata a conoscerne gli orientamenti circa la necessità di procedere all'armonizzazione delle normative interne. Al termine della consultazione risultò che la maggior parte degli stessi si fosse dichiarata favorevole all'adozione di una Direttiva, la quale si limitasse però a stabilire i principi generali della disciplina. Nonostante ciò, ci sono voluti ulteriori undici anni, svariate proposte di direttiva, molteplici ed interminabili modificazioni ed emendamenti, per giungere, nel 2004, all'approvazione unanime della Direttiva 25/2004/CE da parte della totalità degli Stati membri.

La convergenza fu, quindi, realizzabile soltanto attraverso l'approccio precedentemente menzionato: l'adozione di una Direttiva che stabilisse gli elementi fondamentali della normativa, aperta tuttavia all'integrazione con disposizioni più dettagliate, in base alle specificità del contesto giuridico nazionale. Questo lasciava agli Stati membri una certa autonomia nella definizione delle regole relative alle misure di difesa, un'area in cui non si era riuscito a raggiungere un pensiero unanime. Le opzioni facoltative, infatti, rappresentavano, pur con un certo grado di frustrazione e delusione, il compromesso finale ottenuto non senza difficoltà.

La Direttiva ha richiesto agli Stati membri di aggiornare o introdurre normative relative alle offerte pubbliche di acquisto, basandole su principi fondamentali, mirati a promuovere una partecipazione più informata da parte degli interessati. Tra i principi essenziali delineati ci sono: l'equo trattamento di tutti gli azionisti della società oggetto dell'offerta, la protezione degli azionisti minoritari, la chiarezza e trasparenza delle informazioni, il mantenimento di un equilibrio tra le parti coinvolte e la protezione degli interessi aziendali della società destinataria dell'offerta. Seguendo questi principi, la

Direttiva sulle OPA: ha definito le condizioni che determinano l'obbligatorietà di un'offerta, le norme per stabilire il prezzo dell'offerta; ha organizzato la procedura da seguire per le offerte e le comunicazioni necessarie in tale contesto; ha attribuito specifici compiti, responsabilità e poteri alle Autorità di regolamentazione nazionali.

Con riferimento alle tecniche di difesa, la Direttiva OPA ha giocato un ruolo fondamentale, tanto che il fulcro della legislazione europea è costituito dalle relative regole e dalle diverse facoltà lasciate agli Stati membri per la loro implementazione. Infatti, la normativa in esame ha posto, rispettivamente agli articoli 9 e 11, la c.d. *passivity rule* (detta anche *board passivity rule*) per le difese successive alla promozione dell'offerta, e la c.d. *breakthrough rule* (o di *neutralizzazione*) per le difese preventive.

Il legislatore europeo ha stabilito queste norme con l'obiettivo di promuovere l'iniziativa di offerte pubbliche di acquisto, partendo dall'idea che tali operazioni contribuiscano allo sviluppo di un mercato del controllo societario efficiente, sia a livello europeo che nazionale. Di conseguenza, si basa sull'assunto che un cambiamento nella proprietà aziendale rappresenti un'opportunità per gli azionisti, fungendo da meccanismo di limitazione dei cosiddetti *agency costs*.

I punti critici della Direttiva OPA, che hanno scatenato le maggiori controversie, sono appunto focalizzati su queste due fondamentali regole: la *passivity rule*, riguardante i limiti all'azione dell'organo di gestione aziendale (articolo 9 della Direttiva); la *breakthrough rule*, che prevede l'annullamento automatico delle barriere difensive (articolo 11 della Direttiva). Per prevenire azioni o operazioni che potrebbero ostacolare il raggiungimento degli scopi dell'offerta, la Direttiva ha ritenuto necessario circoscrivere le prerogative dell'organo di gestione della società emittente, limitandone la capacità di intervenire in modo straordinario, senza però inibirne eccessivamente le operazioni ordinarie¹⁷⁷.

L'introduzione di queste regole, infatti, ha generato una molteplicità di contestazioni da parte degli Stati membri. La stessa regola di neutralizzazione è stata, infatti, introdotta per ovviare alle critiche che erano state mosse nei confronti della *passivity rule*, in particolare da parte del Governo tedesco, il quale affermava di non poter accettarla senza una reciproca eliminazione delle difese preventive. Tuttavia, anche tale soluzione non fu

¹⁷⁷ G. S. RUSSO, in *La Nuova Direttiva n. 2004/25/CE in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto*, in *Ambienteditto.it*, 2005

esente da giudizi sfavorevoli: non era ben vista, chiaramente, dagli Stati che consentivano le difese preventive.

Come più volte ribadito, la soluzione finale della Direttiva fu frutto di un compromesso, suggerito dal Governo portoghese e poi modificato da quello italiano, che ha però indebolito, forse eccessivamente, la cogenza delle norme anti-difese.

4.1. La regola di passività: la c.d. *passivity rule* (art. 9 Direttiva 2004/25/CE)

Il principio della *passivity rule* ha origine dalla necessità di bilanciare i poteri tra gli attori all'interno delle società quotate, dando agli azionisti la possibilità di valutare la convenienza di un'offerta ricevuta da un soggetto esterno o di attuare strategie difensive, identificate dal TUF come “*ogni azione idonea ad ostacolare il raggiungimento degli obiettivi dell'offerta*”. La questione relativa al confronto tra poteri decisionali dell'organo amministrativo e l'autonomia dell'assemblea degli azionisti è un argomento costantemente ricorrente nel dibattito giuridico, relativo al diritto societario.

In materia esistono, infatti, opinioni divergenti. Alcuni ritengono che gli amministratori debbano operare in qualità di mandatari degli azionisti, occupandosi principalmente della gestione ordinaria dell'impresa e lasciando le decisioni straordinarie, ad esempio come la scelta di adottare una strategia difensiva, all'esame degli azionisti in assemblea. Questa parte della dottrina pone l'accento sul fatto che i managers dovrebbero tendenzialmente favorire l'esito positivo di un'offerta pubblica, se ciò risulta nell'interesse degli azionisti, in particolare modo nel caso in cui ciò conduca ad un cambiamento vantaggioso della leadership aziendale. La posizione opposta è occupata da coloro i quali sostengono la necessità di una maggiore discrezionalità da parte degli organi direttivi nell'opposizione a tali offerte, dato che è essenziale un'elevata competenza per assumere una decisione così complessa e carica di criticità; competenza che manca ai soci-azionisti, in quanto privi di informazioni complete ed aggiornate sulla gestione societaria.

Dunque, nonostante la difficoltà nel trovare una soluzione a tale questione, riguardo le strategie difensive preventive, la Direttiva 2004/25/CE introduce una disciplina praticamente identica a ciò che stabilisce l'art. 104 del TUF.

In particolare, l'art. 9 obbliga gli Stati membri a garantire che l'organo di gestione eviti l'adozione di tattiche difensive che possano vanificare l'esito dell'offerta senza un'esplicita

approvazione dell'assemblea generale degli azionisti: agli amministratori è vietato compiere operazioni che siano in grado di ostacolare la buona riuscita di un'offerta, a meno che non siano stati espressamente autorizzati dall'assemblea, successiva alla proposizione dell'offerta stessa.

La Commissione, nella *Relazione sulla proposta di direttiva* del 2002¹⁷⁸, ha enfatizzato la logica dietro una disposizione così controversa, già presente in alcuni sistemi nazionali, sottolineando l'importanza che la determinazione del futuro della società emittente, di fronte a un'offerta reale per il suo controllo, sia affidata ai suoi proprietari. Sebbene la Direttiva non elenchi specificamente quali misure possano far fallire un'offerta, menziona, come esempio, l'emissione di azioni che potrebbero precludere permanentemente all'offerente la possibilità di acquisire il controllo della società target; inoltre, esclude categoricamente che la ricerca di offerte alternative sia considerata una misura difensiva, riconoscendole invece esplicitamente legittime.

In merito alla durata della regola oggetto di analisi, il periodo di applicabilità della *passivity rule* va dal momento in cui l'offerta viene annunciata, come specificato dall'articolo 6, paragrafo 1 della Direttiva, fino all'annuncio del risultato dell'offerta o alla sua scadenza. Per le decisioni prese prima di questo intervallo ma non ancora attuate, l'assemblea degli azionisti deve comunque approvare o ratificare quelle che esulano dalle attività ordinarie dell'azienda e potrebbero contrastare con l'offerta. Inoltre, è richiesto che l'organo di gestione dell'azienda target pubblichi un documento con il proprio parere motivato sull'offerta, compresi i potenziali impatti su tutti gli aspetti dell'azienda, in particolare sull'occupazione e sui piani strategici dell'offerente.

¹⁷⁸ Relazione alla proposta di direttiva del 2002, COM (2002), disponibile su www.europe.eu.int. Nella Direttiva prevale quindi la soluzione che è stata adottata nell'ordinamento britannico, nel quale gli azionisti della società target sono eletti come soggetti a dover valutare la convenienza dell'offerta lanciata sui titoli della propria società, autorizzando gli amministratori a compiere eventualmente operazioni che siano volte ad ostacolare il buon esito dell'OPA. Si tratta di una soluzione particolarmente discussa, nonostante fosse già stata adottata da alcuni ordinamenti nazionali, come appunto quello italiano (art. 104 TUF)

4.2. La regola di neutralizzazione: la c.d. *breakthrough rule* (art. 11 Direttiva 2004/25/CE)

La *regola della neutralizzazione* (art.11), altrettanto controversa e non unanimemente accettata da tutti gli Stati membri, mira a creare condizioni di concorrenza equa (*level playing field*) per le acquisizioni, affrontando gli ostacoli legali che alcune legislazioni nazionali hanno la possibilità di porre, i quali consentono l'adozione di determinati strumenti giuridici che permettono di mantenere il controllo di una società con quote di minoranza. Il riferimento al *level playing field* deve intendersi come “pari opportunità di successo” nell'ipotesi di lancio dell'OPA.

Pertanto, la soluzione adottata in sede europea, con la Direttiva 2004/25/CE, non va ad incidere sui limiti all'autonomia statutaria stabiliti dai singoli ordinamenti giuridici nazionali, bensì prevede esclusivamente la neutralizzazione delle clausole statutarie e dei patti parasociali in grado di ostacolare l'offerta. In particolare, prevede che all'offerente non possano essere opposte le restrizioni allo scambio di titoli previste dallo statuto societario o da accordi contrattuali.

L'articolo 11 prevede una neutralizzazione per così dire a due livelli¹⁷⁹, distinguendo tra il momento iniziale immediatamente successivo alla promozione di un'offerta pubblica di acquisto e il momento in cui, alla fine del periodo d'offerta, il bidder abbia raggiunto la soglia del 75% del capitale con diritto di voto:

¹⁷⁹ In particolare, l'articolo 11 della Direttiva prevede che:

(i) tutte le restrizioni al trasferimento di titoli previste nello statuto della società emittente o in accordi contrattuali tra la società emittente e i possessori di titoli della stessa o in accordi contrattuali tra i possessori di titoli della società emittente conclusi dopo l'adozione della direttiva, non si applichino nei confronti dell'offerente durante il periodo entro il quale l'offerta deve essere accettata (articolo 11.2); (ii) tutte le restrizioni al diritto di voto previste nello statuto della società emittente o in accordi contrattuali tra la società emittente e i possessori di titoli della stessa o in accordi contrattuali tra i possessori di titoli della società emittente conclusi dopo l'adozione della direttiva non hanno effetto nell'assemblea generale che decide eventuali misure di difesa conformemente all'articolo 9 (articolo 11.3); i titoli a voto plurimo, conferiscono soltanto un voto nell'assemblea generale che decide eventuali misure di difesa conformemente all'articolo 9 (articolo 11.3); (iii) qualora, a seguito di un'offerta, l'offerente detenga il 75% o più del capitale con diritto di voto, le eventuali restrizioni al trasferimento di titoli e ai diritti di voto e qualsiasi diritto straordinario degli azionisti riguardante la nomina o la revoca di membri del consiglio di amministrazione previsto nello statuto della società emittente non vengono applicati; i titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nella prima assemblea generale che segue la chiusura dell'offerta, convocata dall'offerente per modificare lo statuto societario o revocare o nominare i membri dell'organo di amministrazione.

- 1) L'insieme delle regole relative al periodo di adesione all'offerta (paragrafi 2 e 3 dell'art. 11) mira ad impedire l'attuazione di strutture che potrebbero alterare la decisione degli azionisti riguardo l'adozione di misure difensive.

L'art.11, *paragrafo 2*, stabilisce che le restrizioni statutarie al trasferimento delle azioni con diritto di voto non si applicano nei confronti dell'offerente per tutto il periodo in cui l'offerta sia in attesa di essere accettata. La conseguenza di questa previsione è la sospensione dell'efficacia delle clausole cui si fa riferimento, in modo tale da consentire al bidder di acquistare legittimamente le azioni, anche se il placet sia stato negato oppure se le azioni non siano state offerte in prelazione agli altri soci. Inoltre, la seconda parte del paragrafo 2 dell'art.11 stabilisce che debbano essere disapplicate nei confronti dell'offerente *“tutte le restrizioni al trasferimento di titoli previste in accordi contrattuali tra la società emittente e possessori di titoli di questa società o in accordi contrattuali tra possessori di titoli della società emittente conclusi dopo l'adozione della presente direttiva durante il periodo entro il quale l'offerta dev'essere accettata”*.

Ai sensi del *paragrafo 3* della stessa norma, la *breakthrough rule* europea afferma l'inefficacia delle clausole statutarie, sia quella delle clausole contenute in patti parasociali che intendano limitare l'esercizio del diritto di voto nelle assemblee generali che sono chiamate a decidere circa il compimento di strategie difensive anti-OPA. I titoli a voto plurimo conferiscono solo un voto nell'assemblea generale che decide sulle misure di difesa.

- 2) Il secondo corpo di regole è volto a rimuovere le barriere al controllo nel momento in cui l'offerta ha già avuto successo ed in cui l'offerente ha ottenuto il possesso di una percentuale almeno pari al 75% del capitale con diritto di voto. Il legislatore ha considerato che, in tale situazione, il bidder abbia raggiunto una percentuale di capitale oggettivamente elevata, tale da conferirgli il diritto di convocare un'assemblea, al fine di modificare lo statuto societario, oppure per revocare o nominare i componenti del consiglio di amministrazione, modificandone l'assetto.

Pertanto, il *paragrafo 4* dell'art. 11, per garantire tale diritto con pienezza, si occupa di rendere inefficaci le clausole che ostacolano il concreto esercizio del controllo, quando appunto l'OPA ha avuto successo, ossia quando, a seguito di

un'offerta, l'offerente detiene il 75% o più del capitale con diritto di voto. La disposizione elenca, affermandone inoltre l'inefficacia, una serie di restrizioni che possono impedire il concreto esercizio del potere corrispondente alla partecipazione acquistata attraverso un'OPA. Si fa riferimento a quelle restrizioni, statutarie o parasociali, al trasferimento delle azioni con diritto di voto o all'esercizio del diritto di voto, di cui ai paragrafi 2 e 3. Inoltre, non dev'essere applicato qualsiasi altro diritto straordinario degli azionisti riguardante la nomina o la revoca di membri dell'organo di amministrazione.

Il paragrafo 4 accoglie, nonostante anch'esso sia stato oggetto di un lungo dibattito, la proposta originale di far scattare la *breakthrough rule* al superamento della soglia del 75% del capitale con diritto di voto¹⁸⁰. La scelta di questa soglia implica che le minoranze di blocco, che possiedono una percentuale inferiore al 25% del capitale sociale, perdano il proprio potere di veto sul passaggio di controllo. Pertanto, la regola della neutralizzazione offre all'offerente l'opportunità di ottenere il controllo della società bypassando l'azionista di maggioranza (il c.d. *incumbent*), anziché cercare un'intesa con esso. Normalmente, l'acquisto di una quota maggioritaria di azioni viene concordato ad un prezzo superiore rispetto al valore delle azioni ordinarie, per riflettere il cosiddetto "*premio di controllo*". Inoltre, in un contesto nel quale sia richiesta un'OPA obbligatoria dopo aver superato una certa soglia di partecipazione (definita da ciascuno Stato membro secondo la direttiva OPA), tale acquisizione deve essere completata con un'offerta pubblica obbligatoria su tutte le azioni della società. In un regime di OPA obbligatoria, quindi, l'offerente è incentivato a scavalcare l'incumbent e lanciare direttamente un'offerta pubblica di acquisto che gli consenta di ottenere la suddetta percentuale di controllo, affinché la minoranza perda il proprio potere di veto. Questo lascia ai soci di minoranza che abbiano il desiderio di mantenere il controllo societario, come unica possibilità, la promozione di un'offerta concorrente ad un prezzo più elevato, con il conseguente effetto di portare in teoria

¹⁸⁰ Nel conteggio ci si è chiesti se si debbano far rientrare azioni a voto multiplo eventualmente acquisite dall'offerente. Cfr. V. EDWARDS, in "*The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper it's written on?*", in *European Company and Financial Law Review*, 2004

una migliore allocazione del controllo in capo al soggetto capace di attribuire alla società un valore maggiore.

Tuttavia, la fissazione di una soglia così alta non protegge chiaramente l'offerente, il quale può comunque ottenere il controllo della società, anche senza raggiungere una simile percentuale. Pertanto, la norma non esplica l'obiettivo per cui si riteneva che fosse stata concepita, e di conseguenza, le difese preventive continuano ad essere efficaci ed impediscono l'esercizio effettivo del potere di controllo ottenuto¹⁸¹. Difatti, se vi è un socio di maggioranza relativa che detenga più del 25% del capitale sociale con diritto di voto e, allo stesso tempo, sono state adottate delle strategie difensive preventive, allora la società target continua a non essere concretamente scalabile.

Alcuni Stati membri hanno già leggi simili. Tuttavia, la Direttiva solleva questioni sulla legittimità costituzionale in certi ordinamenti giuridici e, per alcuni, potrebbe sembrare una forma di esproprio privato, in conflitto con i diritti fondamentali. Infatti, nell'ipotesi in cui la regola di neutralizzazione renda inefficaci i diritti di un socio o di una categoria di soci, la Direttiva impone il riconoscimento di un "equo indennizzo" per le perdite subite dai titolari di tali diritti¹⁸².

Infatti, il *paragrafo 5* dell'art.11 prevede che, nel caso in cui il bidder abbia raggiunto la soglia fissata dal precedente paragrafo e, di conseguenza, sia divenuta efficace la *breakthrough rule*, i titolari di azioni che integrano diritti speciali che siano stati privati delle loro prerogative, abbiano il diritto ad ottenere un equo indennizzo per la perdita subita. Tuttavia, la disposizione non stabilisce il soggetto sul quale grava l'onere del pagamento dell'indennizzo, i criteri di calcolo per la determinazione del valore di quest'ultimo, né tantomeno la tempistica del pagamento. Infatti, la seconda parte della disposizione stabilisce che le condizioni per determinare questa compensazione e le modalità del pagamento debbano essere fissate dagli Stati membri¹⁸³.

Queste normative mirano a proteggere la libertà degli azionisti di esprimersi sull'offerta senza costrizioni legali o contrattuali, assicurando che l'offerente possa esercitare i diritti

¹⁸¹ Cfr. MUCCIARELLI, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Banche e mercati finanziari*, a cura di F. VELLA, Torino, 2009

¹⁸² "Quando si sopprimono diritti sulla base dei paragrafi 2, 3 o 4 e/o dell'articolo 12 è d'obbligo fornire un equo indennizzo per qualsiasi perdita subita dai titolari di questi diritti".

¹⁸³ Viene lasciata discrezionalità agli Stati membri

di controllo nella prima assemblea post-offerta, senza essere vincolato da meccanismi predisposti precedentemente che potrebbero favorire la direzione attuale o particolari gruppi di azionisti, a discapito dell'interesse collettivo e dell'efficienza del mercato.

In base ad un analitico rapporto della Commissione europea sull'impatto della Direttiva OPA, emerge chiaramente come poco sia cambiato nelle legislazioni nazionali. Infatti, gli ordinamenti che già avevano introdotto la *passivity rule*, hanno deciso di mantenerla e, anzi, la disciplina europea ha contribuito ad indebolirla, a causa della clausola di reciprocità; i sistemi che, invece, non l'avevano ancora prevista, hanno optato per la decisione di non introdurla.

In conclusione, si può affermare con fermezza che, dopo l'avvento della Direttiva europea in materia di OPA, le società europee non siano più contendibili di quanto non lo fossero prima della sua attuazione. Alla luce delle scelte compiute, soprattutto in termini compromissori, l'intervento regolamentare in questione si può considerare, addirittura, un fallimento da parte del legislatore europeo, anche se costituisce comunque "un primo passo graduale verso l'obiettivo dell'apertura del mercato europeo del controllo societario"¹⁸⁴.

4.3. La libertà degli ordinamenti nazionali e la clausola di reciprocità (art. 12 Direttiva 2004/25/CE). Le clausole di opt-out e di opt-in.

La Direttiva 2004/25/CE, però, relativamente a due questioni centrali per la creazione di un mercato europeo unico del controllo societario, introduce norme che gli Stati membri, entro certi limiti e alle condizioni che analizzeremo, possono anche non applicare alle società aventi sede sul loro territorio. Questa facoltà di scelta ha ad oggetto le norme della Direttiva che ostacolano l'adozione di misure difensive da parte della società bersaglio dell'OPA; di conseguenza, alcuni ordinamenti consentiranno alle loro società di difendersi liberamente, mentre altri Stati opteranno per norme più restrittive¹⁸⁵.

La volontà da parte del legislatore europeo di lasciare ampia discrezionalità agli ordinamenti degli Stati membri, infatti, si riflette nel successivo art. 12, il quale ha

¹⁸⁴ Cit. M. GATTI, in *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche d'acquisto*, in *Nuova Giurisprudenza Civile Commerciale*, 2005

¹⁸⁵ F. M. MUCCIARELLI, in *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'OPA*, in *Giurisprudenza Commerciale*, in Anno XXIII Fascicolo 6, 2005

stabilito che “*gli Stati membri possono riservarsi il diritto di non esigere che le società di cui all’art. 1, paragrafo 1, con sede sociale nel loro territorio, applichino l’articolo 9, paragrafi 2 e 3 (passivity rule), e/o l’articolo 11 (breakthrough rule)*”. Tuttavia, l’art. 12, paragrafo 2, richiede che “*quando si avvalgono di tale facoltà, gli Stati membri devono comunque conferire alle società con sede sociale nel loro territorio la facoltà, comunque reversibile, di applicare l’articolo 9, paragrafi 2 e 3, e/o l’articolo 11*”.

Dunque, l’art. 12 della Direttiva ha deciso di prevedere un regime opzionale circa l’applicazione di *passivity* e *breakthrough rule*, il quale permette ai legislatori nazionali di non recepire, ai sensi del paragrafo 1, in via legislativa, le due regole suddette: in tal caso, si parla di *opt-out*. La condizione, ai sensi del paragrafo 2, è che alle società sia concessa la facoltà di applicare le regole in esame statutariamente, cioè dev’essere riconosciuta la clausola di *opt-in*, ed a condizione che la relativa decisione sia adottata dall’assemblea degli azionisti e notificata a tutte le Autorità di vigilanza degli Stati membri i cui titoli oggetto di offerta risultino quotati. Gli Stati membri, alla luce di quanto stabilito dall’art. 12, hanno una serie di soluzioni, per le quali possono optare, decidendo quindi di: adottare sia la regola di passività, sia quella di neutralizzazione; applicare solo una delle due; decidere di non adottare nessuna delle due.

Tuttavia, il discorso viene reso più complesso da un’ulteriore limitazione all’operatività delle regole anti-difese, ossia la *clausola di reciprocità*, descritta dal paragrafo 3 dell’art. 12, secondo il quale “*Gli Stati membri possono, alle condizioni stabilite dagli ordinamenti nazionali, esonerare le società che applicano l’articolo 9, paragrafi 2 e 3 e/o l’articolo 11, dall’applicazione dell’articolo 9, paragrafi 2 e 3 e/o l’articolo 11, se esse sono oggetto di un’offerta lanciata da una società che non applica gli stessi articoli o da una società controllata, direttamente o indirettamente, da quest’ultima, conformemente all’articolo 1 della direttiva 83/349/CEE*”.

Pertanto, la Direttiva prevede un doppio livello di libertà. Lo Stato ha la possibilità di decidere se applicare o meno il *principio di reciprocità*: in caso affermativo, le società presenti sul suo territorio possono accogliere o declinare tale principio.

Inoltre, è importante evidenziare che le società alle quali si applicano le norme protezionistiche non sono solamente quelle situate in uno Stato che ha deciso di adottare tali norme, ma anche quelle che si trovano in Stati che non hanno optato per la loro introduzione, purché queste ultime società abbiano scelto di aderire alle norme

volontariamente (*opt-in statuario*). Queste regole consentono ad una società, priva di difese per scelta statutaria o per decisione statale, di proteggersi comunque attraverso l'innalzamento di barriere difensive, nel caso in cui venisse attaccata da una società che invece ha optato per l'adozione di tali difese.

La reciprocità è pensata per situazioni che travalicano i confini nazionali, ossia nel caso in cui una società offerente sia situata in uno Stato che consente di porre in essere misure difensive preventive o successive, mentre l'ordinamento della società target non lo consente. Inoltre, la validità di questo meccanismo viene estesa anche all'ipotesi in cui le parti interessate siano due società appartenenti allo stesso Stato.

In conclusione, la *clausola di reciprocità* riduce la contendibilità del controllo societario, consentendo alle società di non farsi scalare, con la conseguenza che eventuali offerte promosse dalle stesse nei confronti di altre società non troveranno vita facile. Sostanzialmente, lo stesso trade-off viene compiuto da ogni singolo Stato membro: infatti, si può decidere di non applicare le norme anti-difese introdotte dalla Direttiva, rendendo, da un lato, i propri "gioielli industriali" difficilmente aggredibili, ma dall'altro pagando il prezzo di una minore capacità espansiva.

Alla luce di quanto descritto, si può affermare che si tratti di una decisione decisamente opinabile. Infatti, la scelta effettuata, frutto di una scelta fin troppo diplomatica e dell'assenza di una netta presa di posizione da parte del legislatore europeo, ha portato ad un'introduzione solo apparente del *level playing field* bramato a livello europeo. In realtà, il risultato è un ingessamento degli assetti proprietari, in quanto con il regime introdotto è stato ridotto ulteriormente il numero di potenziali offerenti, e quindi di OPA. L'introduzione di tale *clausola di reciprocità* ha quindi contribuito a consentire agli Stati membri di conservare legislazioni protezionistiche per le proprie società¹⁸⁶.

¹⁸⁶ P. ZUMBANSEN, *European Corporate law and national divergences: the case of takeover regulation*, in *Washington University Global Studies Law Review*, 2004.

5. Il recepimento e l'attuazione della Direttiva OPA nell'ordinamento giuridico italiano. Il decreto legislativo n. 229/2007.

La Direttiva è stata recepita in Italia, con molto ritardo rispetto alla sua emanazione¹⁸⁷, solamente con il decreto legislativo n. 229/2007, rubricato “*Attuazione della Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto*”, dopo una fase di riflessione da parte del legislatore nazionale che ha permesso di compiere scelte ben mirate in materia. Il recepimento della Direttiva 2004/25/CE rappresenta un momento significativo nel quadro normativo relativo al mercato dei capitali italiano, in quanto ha fornito all'ordinamento nazionale un'importante opportunità per rivedere e, anche se solo parzialmente, modificare il sistema di regolamentazione delle OPA ostili e delle strategie adottate per contrastarle.

Il d.lgs. 229/2007 ha ribadito l'atteggiamento di favor nei confronti della contendibilità delle società nazionali, rinunciando al contempo alla facoltà di *out-put* riconosciuta dalla Direttiva europea e confermando l'obbligo di astenersi della società bersaglio dal porre in essere azioni che fungano da ostacoli al buon esito dell'offerta, senza una preventiva autorizzazione assembleare.

In generale, sono rimasti invariati i caratteri fondamentali della disciplina, quali il ruolo di vigilanza della Consob¹⁸⁸, il principio di parità di trattamento, il principio della trasparenza informativa, così come le regole di neutralizzazione e passività.

Le principali novità introdotte nell'ordinamento italiano, dopo il recepimento della Direttiva 2004/25/CE, riguardano soprattutto la disciplina dell'OPA obbligatoria:

- È stata mantenuta la soglia del 30% del capitale con diritto di voto per l'obbligo di promuovere l'offerta, ma includendo nel calcolo anche gli strumenti finanziari derivati.
- È stato stabilito il criterio di determinazione del prezzo minimo di promozione di un'OPA obbligatoria, al fine di proteggere gli interessi degli azionisti minoritari e garantire la lealtà delle operazioni. Il prezzo minimo è ora previsto dall'art. 106

¹⁸⁷ Anche in altri Stati membri c'è voluto del tempo affinché fossero adottati dei corpi normativi.

¹⁸⁸ L'art. 101-ter TUF stabilisce che “*La Consob vigila sulle offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio in conformità alle disposizioni del presente capo*”. L'intenzione del legislatore è stata quella di rafforzare e consolidare il ruolo ed i poteri dell'Autorità in materia.

TUF, il quale stabilisce che non dev'essere “*inferiore al prezzo più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono in concerto con lo stesso, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'art. 102 comma 1, per acquisti di titoli della stessa categoria*”. Se non sono stati effettuati acquisti nei dodici mesi precedenti, vale il criterio del prezzo medio ponderato. Resta ferma la possibilità della Consob di imporre un prezzo più elevato, nel caso in cui si identifica un possibile accordo tra l'offerente ed i soci venditori e sia, quindi, necessario tutelare gli investitori.

- È stata ampliata la nozione di “persone che agiscono in concerto”, individuandoli come “i soggetti che cooperano tra loro al fine di ottenere il controllo della società emittente”.
- Vi è stato un inasprimento delle conseguenze del mancato adempimento dell'obbligo di lanciare l'OPA, prevedendo il potere della CONSOB di imporre comunque il lancio di un'offerta, ad un prezzo dalla stessa stabilito.

Per ciò che concerne, invece, la regolamentazione delle difese anti-scalata e, in particolare, la questione relativa all'applicazione della *passivity rule* e della *breakthrough rule*, occorre un'analisi separata ed approfondita.

- 1) Relativamente alla *passivity rule*, con il d.lgs. 229/07, il legislatore ha deciso di non esercitare l'*out-put statale* e di confermare quindi l'applicazione della regola, ponendosi in linea con quanto stabilito dall'articolo 9 della Direttiva europea e non allontanandosi dal modello precedentemente adottato.

È stato così riformulato l'art. 104, comma 1, TUF, stabilendo che “*Salvo autorizzazione dell'assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di sua competenza, le società quotate i cui titoli sono oggetto dell'offerta si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta*”, confermando comunque che le assemblee possano deliberare tale autorizzazione (anche in seconda o terza convocazione) esclusivamente con il voto favorevole di tanti soci che rappresentano il 30% del capitale con diritto di voto. L'individuazione di un quorum deliberativo del 30%, soglia analoga a quella prevista per l'obbligo di promuovere un'offerta totalitaria, non è una scelta casuale.

Dunque, come concesso dalla Direttiva, il legislatore ha deciso di consentire alle società quotate, i cui titoli siano oggetto di un'offerta pubblica, di compiere operazioni che potrebbero avere l'effetto di contrastare l'offerta, purché siano deliberate dagli organi competenti.

Inoltre, ai sensi dell'art. 104, comma 1-ter, *“l'autorizzazione assembleare è richiesta anche per l'attuazione di ogni decisione presa prima dell'inizio del periodo indicato nel comma 1, che non sia ancora stata attuata in tutto o in parte, che non rientri nel corso normale delle attività della società e la cui attuazione possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta”*. Non rientrano, invece, quelle operazioni che non richiedono l'adozione di decisioni in senso stretto.

È stato anche stabilito che gli amministratori, i componenti del consiglio di gestione e di sorveglianza ed i direttori generali, sono responsabili per gli atti e per le operazioni compiuti. Questa previsione comporta la necessità che gli amministratori della società oggetto dell'offerta, indipendentemente dall'autorizzazione ottenuta in sede assembleare, valutino con attenzione la compatibilità dell'adozione delle misure difensive con l'interesse della società.

Un punto discusso, invece, in sede di attuazione della Direttiva riguarda i termini di decorrenza della *passivity rule*. In un primo momento, infatti, il Regolamento Consob stabiliva che il divieto si iniziasse ad applicare sin dall'invio all'Autorità della comunicazione richiesta ai sensi dell'art. 102, anche se fosse stata incompleta o priva del documento di offerta. Tuttavia, questa soluzione fu abbastanza criticata, poiché parte della dottrina riteneva fosse esageratamente favorevole nei confronti dell'offerente, in quanto a quest'ultimo avrebbe potuto comunicare anche solo l'intenzione di lanciare un'offerta sui titoli di una società bersaglio, per provocarne la paralisi. La descritta posizione dottrinale fu così accolta in sede giurisdizionale, nella quale venne stabilito che, nel momento in cui venga inviata la comunicazione alla Consob, devono essere allegati altresì il documento di offerta e la scheda di adesione. Dunque, ciò comporta la necessità per il bidder di rivelare le proprie intenzioni in un momento non estremamente antecedente alla divulgazione del documento e, allo stesso tempo, evita che la società target sia

paralizzata in maniera smisurata per un tempo indeterminato¹⁸⁹. Con il recepimento della Direttiva europea nel sistema italiano, è stato quindi previsto che l'obbligo di astensione venga applicato alla comunicazione, di cui all'art. 102, e fino alla chiusura dell'offerta, o comunque fino a quando l'offerta non decada.

- 2) Il recepimento della Direttiva OPA ha portato anche all'introduzione di un'ulteriore disposizione all'interno del TUF, ossia l'art. 104-bis¹⁹⁰, il quale prevede la *breakthrough rule*: regola che, come in precedenza descritto, ha l'obiettivo di aumentare la contendibilità del controllo societario, neutralizzando le possibili strategie difensive che possono essere adottate dalla società bersaglio in un momento antecedente rispetto alla promozione dell'offerta, quali limitazioni

¹⁸⁹ F. ANNUNZIATA, in *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2012

¹⁹⁰ L'art. 104-bis TUF: "1. Fermo quanto previsto dall'articolo 123, comma 3, le disposizioni del presente articolo si applicano quando è promossa un'offerta pubblica di acquisto o di scambio avente ad oggetto i titoli emessi da società italiane quotate, ad esclusione delle società cooperative. 2. Nel periodo di adesione all'offerta non hanno effetto nei confronti dell'offerente le limitazioni al trasferimento di titoli previste nello statuto né hanno effetto, nelle assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni previste dall'articolo 104, le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali. 3. Quando, a seguito di un'offerta di cui al comma 1, l'offerente venga a detenere almeno il settantacinque per cento del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, nella prima assemblea che segue la chiusura dell'offerta, convocata per modificare lo statuto o per revocare o nominare gli amministratori o i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza non hanno effetto: a) le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali; b) qualsiasi diritto speciale in materia di nomina o revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza previsto nello statuto. 4. Le disposizioni di cui ai commi 2 e 3 non si applicano alle limitazioni statutarie al diritto di voto attribuito da titoli dotati di privilegi di natura patrimoniale. 5. Qualora l'offerta di cui al comma 1 abbia avuto esito positivo, l'offerente è tenuto a corrispondere un equo indennizzo per l'eventuale pregiudizio patrimoniale subito dai titolari dei diritti che l'applicazione delle disposizioni di cui ai commi 2 e 3 abbia reso non esercitabili, purché le disposizioni statutarie o contrattuali che costituiscono tali diritti fossero efficaci anteriormente alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1. La richiesta di indennizzo deve essere presentata all'offerente, a pena di decadenza, entro novanta giorni dalla chiusura dell'offerta ovvero, nel caso di cui al comma 3, entro novanta giorni dalla data dell'assemblea. In mancanza di accordo, l'ammontare dell'indennizzo eventualmente dovuto è fissato dal giudice in via equitativa, avendo riguardo, tra l'altro, al raffronto tra la media dei prezzi di mercato del titolo nei dodici mesi antecedenti la prima diffusione della notizia dell'offerta e l'andamento dei prezzi successivamente all'esito positivo dell'offerta. 6. L'indennizzo di cui al comma 5 non è dovuto per l'eventuale pregiudizio patrimoniale derivante dall'esercizio del diritto di voto in contrasto con un patto parasociale, se al momento dell'esercizio del diritto di voto è già stata presentata la dichiarazione di recesso di cui all'articolo 123, comma 3. 7. Restano ferme le disposizioni in materia di poteri speciali di cui all'articolo 2 del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, e successive modificazioni, e in materia di limiti di possesso azionario di cui all'articolo 3 del medesimo decreto-legge".

al diritto di voto o clausole statutarie finalizzate a limitare il trasferimento dei titoli. L'art. 104-bis si applica esclusivamente, come la norma sulla *passivity rule*, alle società italiane quotate¹⁹¹.

Relativamente a tale regola, il legislatore italiano ha deciso di dare attuazione a quanto previsto dall'art. 11 della Direttiva 2004/25/CE, consentendo così agli azionisti di decidere liberamente in merito all'offerta in assenza di vincoli statutari o contrattuali, in grado di condizionare il voto od il trasferimento di alcuni diritti. Il comma 2 dell'art. 104-bis prevede che, durante il periodo di adesione all'offerta, non abbiano effetto nei confronti dell'offerente le limitazioni al trasferimento dei titoli previste nello statuto, né tantomeno abbiano effetto, nelle assemblee chiamate a decidere circa gli atti e le operazioni di cui all'art. 104, le limitazioni al diritto di voto previste da patti parasociali o dallo statuto.

È prevista dall'art. 104-bis anche la regola relativa al raggiungimento del 75% del capitale sociale, il quale determina l'inefficacia di ulteriori limitazioni. Il legislatore ha, infatti, riconosciuto al bidder che abbia ottenuto almeno il 75% del capitale sociale con diritto di voto, di poter esercitare liberamente i propri diritti connessi con la partecipazione appena acquisita, sin dalla prima assemblea convocata dopo la chiusura del periodo di offerta, andando a rendere inefficaci tutte le clausole che potrebbero fungere da intralcio, impedendo o ritardando l'assunzione effettiva del controllo.

L'art. 104-bis, comma 4, prevede che la *breakthrough rule* non si applichi con riguardo alle limitazioni statutarie al diritto di voto attribuito da azioni dotate di privilegi patrimoniali, come ad esempio le azioni privilegiate o le azioni di risparmio.

La regola di neutralizzazione, come recepita nell'ordinamento italiano, richiama anche la regola sull'*equo indennizzo*, previsto dal paragrafo 5 dell'art. 11 della Direttiva OPA, secondo cui l'offerente deve provvedere al risarcimento di tutti i soggetti che non abbiano potuto esercitare i diritti loro spettanti, a condizione che questi ultimi fossero efficaci prima dell'invio della comunicazione di avvio del periodo d'offerta alla Consob e che la richiesta di indennizzo venga effettuata entro novanta giorni dalla chiusura dell'offerta (oppure entro novanta giorni dalla

¹⁹¹ Tuttavia, sono escluse dall'ambito di applicazione dell'art. 104-bis le cooperative.

data dell'assemblea). Inoltre, l'art. 104-bis, ai commi 5 e 6, sulla scorta della discrezionalità concessa dalla stessa Direttiva ai legislatori nazionali, ha stabilito i criteri per la determinazione di tale “*equo indennizzo*”, anche se la quantificazione del risarcimento rappresenta una questione significativamente problematica, tanto che si prevede che la sua determinazione debba essere effettuata dal giudice in via equitativa, tenendo conto dell'evoluzione dei prezzi. Il diritto all'*equo indennizzo* non viene, tuttavia, riconosciuto, ai sensi del sesto comma dell'art. 104-bis a coloro che facciano parte di un patto parasociale ed abbiano già esercitato il diritto di recesso al momento dell'esercizio del diritto di voto.

Una significativa novità introdotta nell'ordinamento italiano, attraverso il decreto di recepimento della Direttiva, è costituita dalla previsione del *principio di reciprocità*, il quale discende dal regime opzionale concesso dalla stessa Direttiva agli Stati membri di non adottare le norme anti-difese (*passivity e breakthrough*). Infatti, il regime opzionale riconosciuto dalla Direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto di recepire la regola di passività e quella di neutralizzazione ha creato un possibile squilibrio a livello europeo. Una società di uno Stato membro che ha reso obbligatorie una o entrambe le regole potrebbe essere penalizzata rispetto ad un'altra con sede in un diverso Stato che non le ha invece recepite.

Pertanto, il legislatore ha deciso di concepire un particolare e complesso regime di reciprocità, in base al quale ha stabilito che, nel caso in cui l'offerta venga promossa da un soggetto avente sede in uno Stato dell'UE in cui è prevista l'opportunità di porre in essere strategie difensive, le eventuali disposizioni che, nello Stato dove ha sede la società target, non consentono a quest'ultima di adottare misure di difesa, possono non trovare applicazione¹⁹².

Il legislatore ha deciso di introdurre l'art. 104-ter, rubricato appunto “*Clausola di reciprocità*”, il quale stabilisce, rifacendosi alla regola introdotta in sede comunitaria, che “*le disposizioni di cui all'art. 104 TUF non si applicano in caso di offerta pubblica*”

¹⁹² “In pratica, attraverso la clausola di reciprocità si vogliono tutelare le società da scalate ostili promosse da società che, negli ordinamenti dei Paesi in cui hanno sede, non sono soggette a regole analoghe e quindi non sono altrettanto contendibili”. Cit. V. C. RABITTI BEDOGNI, in *Le offerte pubbliche di acquisto e scambio*, in *Manuale del diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, p. 286

promossa da chi non sia soggetto a tali disposizioni o a disposizioni equivalenti, oppure da una società o un ente da questi controllata". Nel caso in cui l'OPA sia promossa di concerto, è sufficiente e necessario che alle norme anti-difese non sia soggetto solo uno degli offerenti che agiscono congiuntamente¹⁹³.

L'adattamento della normativa italiana alle disposizioni europee ha stimolato un dibattito sulla migliore implementazione delle regole in materia di OPA, ponendo le basi per ulteriori riflessioni e possibili modifiche normative nel tempo, al fine di equilibrare le esigenze di tutte le parti coinvolte nel mercato dei capitali.

Il recepimento della Direttiva OPA ha rappresentato un importante passo avanti nell'armonizzazione delle pratiche finanziarie in Italia con quelle dell'Unione Europea, imponendo un modello di governance societaria più trasparente e giusto. Questa evoluzione normativa continua ad essere al centro dell'attenzione dei vari legislatori, operatori di mercato e studiosi, riflettendo l'importanza di trovare un equilibrio tra la promozione di un mercato dei capitali efficiente e la tutela dei diritti degli investitori.

5.1. La crisi del 2008 e l'immediato revirement sulle norme anti-difese: il ridimensionamento degli obiettivi. Il Decreto anti-crisi (D.L. n. 185/2008, convertito in L. n. 2/2009).

Le scelte compiute dal legislatore nazionale, in sede di attuazione della Direttiva europea, hanno avuto però vita breve. Infatti, un solo anno dopo, a causa della Crisi finanziaria del 2008, sono state soggette ad un immediato *revirement*, provocato dalla preoccupazione per la situazione di precarietà delle imprese italiane.

La crisi finanziaria globale del 2008, scaturita dal collasso del mercato immobiliare statunitense, ha avuto ripercussioni significative sui mercati finanziari internazionali, compreso quello italiano. Nel clima di incertezza e volatilità che ha caratterizzato i mercati nel periodo successivo, l'Italia ha assistito ad un rallentamento delle operazioni di OPA, una minore liquidità del sistema bancario ed una crescente preoccupazione per l'occupazione ed il potere d'acquisto delle famiglie. La contrazione del credito, la diminuzione delle liquidità disponibili per investimenti di natura speculativa o strategica

¹⁹³ F. ANNUNZIATA, in *La disciplina del mercato mobiliare*, IV edizione, Torino, 2012

e l'incremento della percezione del rischio hanno reso più complesse le operazioni di acquisizione.

La crisi ha messo in evidenza la necessità di una migliore regolamentazione ed una maggiore trasparenza nel mercato dei capitali, inclusa appunto la disciplina relativa alle offerte pubbliche. In risposta a tali esigenze, l'Italia, in linea con le direttive europee e le raccomandazioni internazionali, ha rafforzato il quadro normativo, al fine di garantire maggiore protezione agli investitori, in particolare quelli di minoranza, ed assicurare il rispetto dei principi di trasparenza, equità e parità di trattamento.

In particolare, l'impatto della Crisi aveva reso le imprese italiane maggiormente attaccabili ed aumentava il rischio di acquisizioni ostili, soprattutto da parte di offerenti stranieri. Sulla via del *patriottismo economico*, in breve tempo, queste paure si sono trasformate in una serie di interventi di carattere straordinario, al fine di mitigare gli impatti sul sistema economico e finanziario nazionale.

Il contesto di una crisi finanziaria senza precedenti e le conseguenze generate dalla stessa hanno, dunque, incentivato il Governo italiano a revisionare l'assetto di disciplina relativo alle strategie difensive precedentemente introdotto, rendendo più complessa la possibilità di ottenere il controllo delle società quotate italiane.

Il Decreto Legge n. 185/2008, noto anche come "*Decreto Anti-Crisi*"¹⁹⁴, poi convertito in legge n. 2/2009, rappresenta una delle iniziative più significative intraprese per affrontare la situazione che era venuta a crearsi ed elevare il livello di protezione delle società quotate italiane, accordando alle stesse un margine più ampio di discrezionalità e libertà di agire, e per allineare il sistema agli ordinamenti degli altri Stati membri, i quali attribuivano maggiore spazio di manovra alle proprie società nel determinare il grado di apertura dei propri assetti proprietari.

In generale, l'obiettivo, in un contesto come quello descritto, era quello di fornire un sostegno immediato all'economia reale. Una delle colonne portanti del Decreto era il supporto alla liquidità delle imprese, in particolare, delle PMI, attraverso la facilitazione dell'accesso al credito: ciò includeva garanzie statali sui prestiti e fondi dedicati alla ricapitalizzazione delle banche per incentivare la concessione di prestiti alle imprese.

¹⁹⁴ "*Misure urgenti per il sostegno a famiglie, lavoro, occupazione e impresa e per ridisegnare in funzione anticrisi il quadro strategico nazionale*"

Sono state introdotte anche delle misure atte a sostenere il reddito ed il potere d'acquisto delle famiglie, tra cui bonus *una tantum* per i lavoratori a basso reddito e per i pensionati, nonché iniziative per il sostegno alla casa, come la sospensione delle rate dei mutui per coloro che si trovavano in temporanea difficoltà economica. Inoltre, al fine di stabilizzare il sistema bancario e rassicurare i mercati, il Decreto prevedeva anche degli interventi idonei a rafforzare il patrimonio delle banche e migliorare la loro capacità di finanziamento.

Per quanto riguarda l'assetto normativo relativo alla disciplina delle OPA e, in particolare, delle misure di difesa, il Decreto in esame ha apportato alcune modifiche sostanziali al Testo Unico della Finanza. Infatti, con l'articolo 13 del d.l. n.185/2008, il Governo ha modificato radicalmente la disciplina in tema di offerte pubbliche aventi ad oggetto titoli emessi da società italiane quotate.

Principale oggetto di revisione sono state le disposizioni contenute negli articoli 104 (Misure di difesa e *passivity rule*), 104-bis (Regola di neutralizzazione) e 104-ter (Clausola di reciprocità).

Con il recepimento della Direttiva, prima della crisi finanziaria, il legislatore italiano aveva deciso di rendere obbligatoria l'applicazione della *passivity rule* e, allo stesso tempo, aveva introdotto la *breakthrough rule* e la *clausola di reciprocità*¹⁹⁵.

L'art. 13 del d.l. n.185 ha sovvertito le scelte che erano state compiute, rendendo opzionale l'adozione della *passivity rule* e della *breakthrough rule*¹⁹⁶. Dall'emissione del decreto, infatti, le norme anti-difese e la *clausola di reciprocità* si applicano esclusivamente alle società italiane quotate in borsa, i cui statuti espressamente lo prevedano. Da tali modifiche, si può dedurre come il legislatore abbia intrapreso una strada diversa rispetto a quella precedente, conferendo meno importanza all'obiettivo della contendibilità del controllo, proteggendo le proprie imprese e congelando gli assetti proprietari¹⁹⁷.

¹⁹⁵ CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON LLP, in *Legge OPA: il Governo rende opzionali la passivity rule e la breakthrough rule*, Milano/Roma, 2008

¹⁹⁶ La scelta di rendere opzionale la *passivity rule* rappresenta una soluzione che la Consob aveva suggerito al Ministro dell'Economia, in sede di attuazione della direttiva OPA.

¹⁹⁷ C. BRESCIA MORRA, *Nuove regole sull'opa: un passo indietro*, in <http://www.nelmerito.com>, 2008;

S. BRAGANTINI, in *Troppo protezione fa male*, *Il Corriere della Sera*, 2008

Dunque, all'interno di questo quadro normativo è intervenuto il Decreto Anti-crisi, il quale ha introdotto la mera possibilità facoltativa¹⁹⁸, per le società italiane quotate in borsa, di inserire nei loro statuti una normativa che incorpora la regola di passività, eliminando al contempo il requisito del quorum deliberativo minimo del 30%, precedentemente richiesto dalla normativa vigente, in quanto la difficoltà nel raggiungimento di tale soglia rendeva particolarmente complicato per l'organo di amministrazione ottenere l'autorizzazione assembleare. Invece, vengono applicate le regole ordinarie in tema di quorum deliberativi. Pertanto, la scelta adottata ha conferito ai detentori di azioni maggiore potestà nel determinare l'approvazione delle azioni difensive proposte dagli organi di gestione, rendendo possibile aggirare tali misure, attraverso la loro autorizzazione preventiva. Se le società decidono di reinserire nel proprio statuto la *passivity rule*, questa può essere attuata solo previa autorizzazione attraverso una maggioranza qualificata.

In armonia con la decisione di indebolire la *passivity rule*, è stato rimosso dalla precedente formulazione dell'art. 104 TUF il comma 1-bis, introdotto a seguito delle modifiche legislative introdotte dal decreto n. 37/2004, con il quale si stabiliva che il diritto di voto relativamente alle c.d. *azioni dormienti*¹⁹⁹ potesse essere esercitato esclusivamente al verificarsi di due condizioni: il lancio dell'offerta pubblica di acquisto, ossia che si avverasse la condizione richiesta; il consenso dell'assemblea per l'attuazione di strategie difensive contro le OPA ostili. Di conseguenza, alle società italiane è stata riconosciuta la libertà di incorporare nei loro statuti un deterrente difensivo analogo alle *poison pills* americane, pur se presentando comunque una serie di differenze.

Nonostante il nuovo approccio e le modifiche apportate, il legislatore prescinde dal prevedere un elenco tassativo delle strategie difensive da considerare vietate, riconoscendo quindi agli amministratori un'ampia discrezionalità e libertà d'azione, limitata esclusivamente da una logica di fine, ossia l'assenza di eventuali pregiudizi per l'esito dell'OPA²⁰⁰.

Tale approccio è volto a garantire che le decisioni degli amministratori corrispondano strettamente alla necessità effettiva di raggiungere l'obiettivo primario della *passivity*

¹⁹⁸ Gli Stati Membri che non impongono la *passivity rule* sono quindi solo 7 (inclusa, dal 29 novembre 2008, l'Italia).

¹⁹⁹ Art. 2351 c.c.

²⁰⁰ D'AMBROSIO, *op.cit.*

rule, ossia evitare di vanificare le legittime aspettative degli offerenti senza, tuttavia, compromettere l'interesse dei soci a beneficiare economicamente dell'offerta.

Dunque, è palese l'importanza di discernere con precisione l'opportunità di un'azione di difesa contro eventuali offerte ostili, valutando scrupolosamente se astenersi od intervenire per influenzare l'esito dell'offerta, in rapporto agli obiettivi ed alle possibili ripercussioni sulle attività deliberate da parte dell'organo amministrativo.

La disciplina conferisce, inoltre, all'assemblea un ruolo chiave, essendo competente tanto per le questioni già stabilite dalla legge, quanto per quelle generalmente di pertinenza esecutiva, richiedendo che certe decisioni, in particolare quelle che potrebbero ostacolare l'offerente e che non rientrano nell'ordinaria amministrazione, siano sottoposte a delibera assembleare. Questo viene sancito dall'art. 104 TUF, il quale assegna all'assemblea il compito di decidere quali azioni o meno intraprendere, anche quelle che potrebbero normalmente essere realizzate dagli amministratori, o per legge o per delega.

Relativamente alla *breakthrough rule*, l'art. 13, comma 2, come per la *passivity rule*, modifica la precedente disciplina, contenuta nell'art. 104-bis TUF, prevedendo che la regola operi esclusivamente qualora sia prevista nello statuto della società target. La disposizione è stata concepita al fine di rimuovere gli ostacoli che impediscono la libera acquisizione di azioni, come le limitazioni al trasferimento, o che costituiscono delle barriere all'esercizio di un controllo proporzionato nell'assemblea generale, come i limiti all'esercizio del voto.

L'Italia ha deciso di usufruire della possibilità di esercitare l'*out-put* statale, lasciando al contempo la facoltà di *opt-in* statutario alle società. Questa regola, se viene inserita nello statuto, agisce in due momenti distinti: durante l'offerta e nelle assemblee generali che seguono la chiusura dell'offerta. Nel primo caso, si annullano le restrizioni statutarie o contrattuali relative ai diritti di voto, a meno che non siano state confermate dall'assemblea generale. Nel secondo caso, dopo il termine del periodo di offerta, la prima assemblea può modificare lo statuto o cambiare l'amministrazione, a condizione che una porzione significativa del capitale votante sia presente (di solito il 75%), al fine di garantire una decisione rappresentativa degli interessi degli azionisti.

Tale scelta del legislatore nazionale ha avuto delle ovvie ripercussioni sulla contendibilità del controllo delle società italiane²⁰¹. Queste ultime sono, infatti, meno predisposte a mutamenti dei vertici aziendali, con l'aggravante però di ritorcersi contro le stesse, qualora queste rivestano i panni di offerente. Infatti, la società bersaglio, in tal caso, potrebbe invocare la clausola di reciprocità, e quindi disapplicare a sua volta le suddette regole.

Per tale motivo, occorre analizzare l'impatto del Decreto sulla *clausola di reciprocità*, la quale era stata introdotta inizialmente con il d.lgs. 229/2007. È importante evidenziare l'obiettivo di tale regola: la clausola di reciprocità non è stata concepita come una clausola che fa riferimento a specifici comportamenti, ma risponde alla sentita esigenza del legislatore europeo di dotare l'Unione Europea di un meccanismo di uniformità che si riferisce all'esistenza nei singoli ordinamenti nazionali di norme che disciplinano la derogabilità delle norme anti-difese.

La presenza di strategie difensive esclusivamente in alcuni Paesi ha quindi portato il legislatore nazionale a subordinare l'applicazione nel caso concreto alla condizione di reciprocità, ossia a condizione che l'offerente sia a sua volta tenuto a rispettarle. Questa scelta è stata effettuata proprio al fine di far fronte all'eventuale differente livello di contendibilità dell'offerente e della società bersaglio²⁰².

Secondo la formulazione attuale, la clausola di reciprocità opera esclusivamente nel caso in cui la *passivity rule* e la *breakthrough rule* siano previste dagli statuti delle società coinvolte nell'operazione.

Con il Decreto Anticrisi, il Governo ha adattato il testo dell'art. 104-*ter* alle modifiche apportate agli articoli 104 e 104-*bis*.

Dunque, il comma 1 stabilisce che le disposizioni di cui agli articoli 104 e 104-*bis* non si devono applicare in caso di offerta lanciata da chi non è soggetto a tali disposizioni o a disposizioni equivalenti²⁰³. È stato invece abrogato il secondo comma, il quale estendeva

²⁰¹ A. OLIVIERI, *Assonime: «Eliminare le norme anti-Opa»*, *Il Sole 24 Ore*, 28 luglio 2009; in particolare, l'associazione segnalava la necessità di intervenire sulla disciplina delle misure difensive introdotta dalla legislazione anticrisi evidenziando che "queste norme, introdotte come reazione a una situazione contingente, rendono il nostro mercato dei capitali meno attraente per gli investitori istituzionali, scoraggiando l'afflusso di capitali dall'estero".

²⁰² F. M. MUCCIARELLI, in *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'OPA*

²⁰³ Se la società non è quotata, chiaramente non è possibile invocare la reciprocità, a meno che questo non sia controllato a sua volta da società quotate.

l'applicazione della clausola in esame anche alle regole previste per l'approvazione assembleare, in linea con quanto stabilito per la *passivity rule*, relativamente ai quorum deliberativi.

Non è stato modificato il terzo comma dell'art.104-ter, secondo il quale “*la Consob, su istanza dell'offerente o della società emittente ed entro venti giorni dalla presentazione di questa, determina se le disposizioni applicabili ai soggetti di cui al comma 1 siano equivalenti a quelle cui è soggetta la società emittente. La Consob stabilisce con regolamento i contenuti e le modalità di presentazione di tale istanza*”.

Infine, il Decreto ha modificato l'ultimo comma²⁰⁴ dello stesso art. 104-ter nella parte in cui prevedeva che l'autorizzazione di ogni misura idonea a contrastare l'offerta adottata in virtù della clausola di reciprocità dovesse essere deliberata dall'assemblea convocata in forma straordinaria. Il nuovo testo dell'art. 104-ter, eliminando il termine “straordinaria”, ha previsto che l'autorizzazione debba essere deliberata dall'assemblea “nei diciotto mesi anteriori alla decisione di promuovere l'offerta ai sensi dell'art. 102, comma 1”.

5.2. Il Decreto correttivo: il ripristino dell'imperatività della passivity rule

Nel 2009, poco dopo la conversione in legge del Decreto Anti-crisi, si inserisce nel complesso quadro normativo in materia il D.lgs. n. 146/2009, noto più comunemente come *Decreto Correttivo*, il quale ha rappresentato una sede di ripensamenti da parte del legislatore italiano²⁰⁵, il quale ha deciso di reintrodurre in parte la disciplina previgente²⁰⁶,

²⁰⁴ “*Qualsiasi misura idonea a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta adottata dalla società emittente in virtù di quanto disposto al comma 1 deve essere espressamente autorizzata dall'assemblea in vista di una eventuale offerta pubblica, nei diciotto mesi anteriori alla comunicazione della decisione di promuovere l'offerta ai sensi dell'articolo 102, comma 1*”.

²⁰⁵ “Lo schema di Decreto correttivo, approvato in via preliminare dal Consiglio dei Ministri in data 26 giugno 2009, è stato elaborato sulla base di talune proposte fatte pervenire dalla Consob e dagli stakeholders interessati e sottoposto al parere della medesima Autorità di vigilanza. Il testo è stato successivamente modificato al fine di tener conto delle osservazioni pervenute dalle competenti Commissioni parlamentari”.

²⁰⁶ A spingere verso questo cambiamento fu anche la Consob. Cfr. *Incontro annuale con il mercato finanziario, Discorso del Presidente Lamberto Cardia*, Milano 13 luglio 2009, reperibile in www.consob.it, in cui si fece notare come “In Italia, modifiche alla disciplina sulle opa e sulle partecipazioni rilevanti, apportate in una fase di drammatica instabilità dei mercati, hanno attenuato l'elevata apertura alla contendibilità del controllo, che ha caratterizzato – più che in altri paesi europei – il quadro normativo”. Sulla base di ciò, l'auspicio è che una volta superata la fase

con alcune differenze. Fu questo un intervento che, nonostante fosse stato concepito come “*eminente tecnico*”, ha inciso significativamente sulla disciplina delle OPA e delle relative misure difensive.

Il nuovo intervento regolamentare si inserisce quindi a metà strada tra i due precedenti corpi normativi in materia (Decreto di recepimento e Decreto Anti-crisi), nel tentativo di stabilire un nuovo equilibrio. In linea con il primo, ha riaffermato la precedente regola della passività del consiglio di amministrazione, adottando nuovamente l’*opt-in* europeo, ma senza far riferimento a quorum deliberativi. Allo stesso tempo, in linea con il secondo, ha riconosciuto ai soci la possibilità di deviare dalla disciplina standard, derogando al modello legale di passività, sulla scorta dell’*out-put* statutario.

La novità principale è stata, quindi, introdotta dall’art. 1, comma 3 del suddetto Decreto, il quale ha abrogato il comma 1 dell’art. 104 TUF, ripristinando così l’imperatività della *passivity rule*, comunque attenuata dalla riconosciuta possibilità di deroga, prevista al nuovo comma 1-ter della stessa disposizione²⁰⁷, e quindi ritornando al modello legale, adottato prima dell’avvento della crisi. Per quanto riguarda la *breakthrough rule*, tuttavia, il legislatore ha deciso di mantenere il modello opzionale, la quale resta inapplicabile, a meno che non venga prevista statutariamente.

Quest’ultima, rinnovando il quadro normativo, ha introdotto la possibilità di derogare alla regola statutariamente, in parte o del tutto, come descritto nei commi 1 e 1-bis. Inoltre, ha stabilito che eventuali cambiamenti alle norme statutarie debbano essere prontamente resi noti al pubblico, seguendo le procedure previste *ex lege*. Invece, resta immutata una parte del comma 1 dell’art. 104, nella parte in cui viene stabilito il periodo in cui sussiste l’obbligo di astensione dall’adottare strategie difensive (dalla comunicazione di cui all’art.102 TUF, fino alla chiusura dell’offerta o fino a quando l’offerta decada).

Con la chiara intenzione di trovare una soluzione compromissoria, il nuovo Decreto ha confermato le misure già esistenti nel Decreto Anti-crisi, tra cui l’eliminazione del

di emergenza, per quelle modifiche fossero previsti “limiti temporali”: auspicio che, anche in questo caso, il Parlamento non ha disatteso.

²⁰⁷ Art. 104, comma 1-ter TUF: “*Gli statuti possono derogare, in tutto o in parte, alle disposizioni dei commi 1 e 1-bis. Le società comunicano le deroghe approvate ai sensi del presente comma alla Consob e alle autorità di vigilanza in materia di offerte pubbliche di acquisto degli Stati membri in cui i loro titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o in cui è stata chiesta tale ammissione. Fermo quanto disposto dall’articolo 114, tali deroghe sono altresì tempestivamente comunicate al pubblico secondo le modalità previste dalla medesima disposizione*”.

quorum del 30% per le decisioni prese in assemblea che consentono l'adozione di tecniche di difesa, in modo tale che, in caso di offerta ostile, l'assemblea può considerarsi regolarmente costituita e può quindi deliberare strategie difensive, in base alle regole previste dal codice civile, a seconda del tipo di operazione da autorizzare (assemblea ordinaria o assemblea straordinaria). Dunque, in relazione all'abrogazione del comma 1-bis, il quale regolamentava l'emissione di azioni con diritto di voto subordinato al lancio di un'offerta, l'obiettivo era di includere anche quelle azioni che, sebbene prive di voto, lo avrebbero riacquistato in presenza di un'offerta²⁰⁸.

Inoltre, il Decreto correttivo ha confermato ciò che era stato stabilito con il decreto di recepimento della Direttiva OPA in Italia, ossia che la semplice, anzi "mera" ricerca di altre offerte (il c.d. *cavaliere bianco*) non dev'essere considerata una strategia difensiva atta ad ostacolare il potenziale acquirente²⁰⁹. La *ratio* alla base di siffatta scelta è quella di aumentare le chances degli azionisti di vendere ad un prezzo che sia loro favorevole, non quella di favorire un bidder rispetto ad un altro. Ovviamente, il management della società target se consente, durante la fase di ricerca di altre offerte, di compiere una *due diligence* a qualcuno, è necessario che lo faccia anche con il primo offerente (e con qualsiasi altro offerente), ai sensi del principio della parità di trattamento e dell'informativa degli offerenti.

Uno dei motivi principali che hanno portato all'emanazione del Decreto correttivo ed al ritorno alla *passivity rule* imperativa, anche se comunque statutariamente derogabile, è la volontà del legislatore italiano di dotare l'ordinamento di una disciplina che sia in grado di assicurare una condizione di parità tra le società quotate italiane e quelle degli altri Stati membri e di assicurare il coinvolgimento degli azionisti-investitori in ogni decisione societaria.

Questi costanti capovolgimenti di fronte sono dovuti all'esigenza di trovare un difficile punto d'incontro tra il rischio di lasciare la società priva di qualsiasi barriera nei confronti degli offerenti e quello di lasciare troppo margine di manovra agli amministratori della

²⁰⁸ M. IOCCA e R. FERRETTI, in *Le offerte pubbliche di acquisto tra efficienza del mercato del controllo societario, stabilità degli assetti proprietari e tutela delle minoranze: un'analisi a vent'anni dal testo Unico della Finanza*.

²⁰⁹ È dibattuto cosa debba intendersi per mera ricerca di altre offerte, e se esista una ricerca di OPA non concorrenti non mera.

Così D'AMBROSIO, in *Offerta pubblica di acquisto: poteri e responsabilità degli amministratori*, in *Impresa-Società-Fallimento*

società target, al fine di evitare che tale società finisca preda di acquirenti speculativi, i quali non agiscono nell'interesse dell'azienda a lungo termine, ma usano quest'ultima come veicolo per il raggiungimento dei propri interessi. È, infatti, noto il timore verso gli offerenti "predoni", i c.d. *corporate raiders*, interessati più al guadagno personale immediato che al benessere societario²¹⁰: la diffidenza nei confronti di tali soggetti è, in parte, giustificata dal fatto che un'eccessiva e costante esposizione a tali operazioni aumenta le difficoltà societarie a mantenere relazioni aziendali durevoli, e può influenzare negativamente gli investimenti ed altri aspetti fondamentali della vita aziendale.

Inoltre, è riconosciuta anche la difficoltà di valutare la legittimità delle azioni degli amministratori dinanzi alle "minacce" di un acquirente ostile, ossia in una situazione in cui si trovano *under pressure* per la preoccupazione di essere sostituiti. Per tale motivo, ci si domanda se gli amministratori di una società bersaglio di un'offerta debbano automaticamente favorire l'interesse degli azionisti a vendere al miglior offerente oppure se debbano valutare ulteriori aspetti ed interessi coinvolti. È stata sollevata la questione se, anche nel caso contrario, in cui l'offerta venga concordata con gli amministratori, gli stessi, nella scelta dell'offerente, siano tenuti ad un certo livello di diligenza.

La soluzione attuale, che il legislatore ha incessantemente cercato e, di conseguenza, trovato, sembra piuttosto complicata. La normativa impone un dovere di astensione per la società target di intraprendere azioni che possano impedire gli obiettivi dell'offerta ostile, senza il consenso dei soci. Tuttavia, è possibile una deroga a quest'obbligo, se statutariamente previsto, che permette agli amministratori di avere piena capacità di agire contro un tentativo di acquisizione ostile. Inoltre, vi è un'ulteriore condizione che limita la libertà degli amministratori nell'utilizzo di strumenti per opporsi all'OPA ostile, la quale può essere derogata dall'art. 104 TUF. La suddetta condizione consiste nella possibilità di ripristinare un quorum deliberativo per l'autorizzazione nei confronti degli amministratori ad attuare le c.d. *post-bid defences*. Con tale previsione, il legislatore dimostra la volontà di lasciare l'ultima parola agli azionisti, riconoscendo l'importanza

²¹⁰ I corporate raiders sono investitori che dispongono di ingenti quantità di denaro che acquistano grosse quantità di titoli in società le cui attività risultano essere underrated. Dopo il buon esito dell'acquisizione, la quota di capitale detenuta e controllata dal raider, gli assicura diritti di voto rilevanti che gli consentono di controllare gli asset aziendali e prendere decisioni strategiche sulla società acquisita, in modo tale da poter determinare numerosi cambiamenti endosocietari, spaziando dalle modifiche della leadership aziendale ai mutamenti della gestione e della politica aziendale.

di questi ultimi, soprattutto quelli a lungo termine come gli investitori istituzionali, i quali sono meno propensi ad accettare offerte pubbliche non concordate e possono opporsi al comando più facilmente, a causa della loro rilevanza endosocietaria, rispetto ad altri azionisti che, non facendo parte del gruppo di comando, sono maggiormente incentivati ad aderire all'offerta.

La possibilità di derogare, anche parzialmente²¹¹, al carattere di imperatività riconosciuto alla *passivity rule*, consente ai soci di “personalizzare” l'applicazione del modello legale²¹². Essi possono, infatti, in linea con la possibilità che la legge gli ha conferito di: selezionare quali atti od operazioni posti in essere dagli amministratori debbano essere comunque sottoposti all'obbligo di autorizzazione assembleare; stabilire le condizioni al cui verificarsi la ricerca del cavaliere bianco possa essere considerata come tale e non come misura difensiva; ridefinire il periodo di passività. Ai soci, inoltre, viene riconosciuta la possibilità di inserire regole nuove, quali l'attribuzione di diritti speciali, da utilizzare nelle assemblee convocate per deliberare sulle strategie difensive, oppure l'introduzione della soglia del 30%, come quorum per deliberare l'adozione di misure anti-scalata.

I soci hanno la libertà di decidere non solo quale dei due modelli di contendibilità descritti negli articoli 104 e 104-bis adottare, ma anche di determinare quando applicare le regole e la loro durata. Infatti, le decisioni prese attraverso l'autogoverno statutario possono essere modificate od annullate in qualsiasi momento, a seconda della loro volontà: la società ha la facoltà di mutare la propria policy in tema di contendibilità, a seconda delle mutevoli esigenze che si possono prospettare.

Tuttavia, si devono evidenziare le possibili implicazioni che derivano dalla previsione di una così ampia libertà statutaria:

- 1) In primis, l'approvazione della *breakthrough rule* o la deroga alla clausola di neutralizzazione, possono comportare una modifica dello statuto e, quindi, potrebbe essere esercitato dai soci il diritto di recesso.

²¹¹ La deroga parziale costituisce un'innovazione legislativa non prevista prima dell'intervento del Decreto del 2009

²¹² A. ANGELIS - C. MOSCA, in *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della Commissione Europea*, in *Rivista delle Società*, 2007

- 2) Inoltre, ogni singola modificazione e scelta relativa alle norme anti-difese dev'essere coniugata tenendo conto degli obblighi di motivazione ed informazione²¹³: ai sensi dell'art. 123-bis TUF, è necessario che le ragioni che hanno condotto alla scelta, e qualsiasi altra informazione necessaria ed inerente, devono essere esplicitate nella Relazione sul governo societario e sugli assetti proprietari e, ai sensi dell'art. 125-ter TUF, nella Relazione sulle materie all'ordine del giorno.
- 3) La società target, infine, dovrà comunicare la deroga al modello legale di passivity rule anche alla Consob, all'Autorità di vigilanza degli altri Stati membri nei cui mercati regolamentati le azioni sono ammesse alla negoziazione o per i quali è stata richiesta la quotazione, ed al pubblico, osservando quanto dettato in tema di informazioni privilegiate.

6. Le tecniche di difesa successive

Come sottolineato in precedenza, la norma chiave in tema di strategie difensive è l'art. 104 TUF, il quale identifica queste ultime in *“atti o operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell’offerta”*, definizione sulla quale ha fatto chiarezza il summenzionato intervento della Consob del 1999, ove l'autorità ha distinto gli *“atti”* dalle *“operazioni”* e ha tentato di fornire un'elencazione in merito²¹⁴. L'attività d'intervento svolta dalla Consob è stata cruciale, in quanto ha permesso un'analisi precisa e ben dettagliata del campo di applicazione delle tecniche difensive regolate dall'art. 104. Inoltre, è evidente come la suddetta Autorità, in linea con le direttive del legislatore, abbia identificato diverse strategie difensive che sono in linea con quelle utilizzate nel sistema americano.

Dopo aver delineato il perimetro di azione e le caratteristiche della norma in esame, è necessario approfondire le singole tecniche di difesa. In primis, è essenziale organizzare una classificazione all'interno delle stesse, operando una bipartizione tra tecniche

²¹³ Sia all'interno della società, sia verso l'esterno

²¹⁴ Già vista nel capitolo 3.2 *“Il TUF: un'inversione di rotta rispetto al precedente immobilismo imposto alla società target. L'art. 104 e le relative questioni interpretative”*

difensive preventive, o *barriere*, e tecniche difensive successive, o *difese*²¹⁵. Si tratta di una distinzione che si basa principalmente su due criteri: il primo è di carattere temporale, ossia si deve tenere conto del momento in cui una determinata strategia viene posta in essere; il secondo tiene conto del fine per il quale la misura è stata adottata. Con riferimento a tale classificazione, è necessario individuare con precisione il momento esatto a partire dal quale trova applicazione la disciplina prevista da ciascun ordinamento per l'adozione di tecniche di difesa successiva²¹⁶. Tuttavia, si deve ricordare in ogni caso che questa classificazione bipartita non dev'essere intesa in modo rigido, soprattutto per la sottile linea di confine tra le due categorie.

La prima categoria che andremo ad analizzare è quella delle *difese*. Esse vengono utilizzate dopo che una società target, che in un primo momento ha deciso di non architettare un sistema di difese per difendersi da eventuali scalate, riceve un'offerta per un'acquisizione ostile. Inoltre, è importante evidenziare come siano espressione della volontà degli azionisti della società target, dato che, in virtù della già ampiamente trattata *passivity rule* di cui all'art. 104 TUF, è necessaria un'autorizzazione assembleare per porre in essere queste tecniche di difesa. Pertanto, è chiaro che le strategie difensive successive possano essere impiegate esclusivamente quando vi è una reale minaccia di essere scalati, quindi successivamente al lancio di un'OPA, in modo tale da poterla contrastare durante il suo svolgimento, complicando la continuazione della stessa oppure costringendo il bidder ad offrire un prezzo maggiormente vantaggioso per gli azionisti, facendo sì che questi ultimi possano ottenere un corrispettivo per la cessione più remunerativo. Tuttavia, le tecniche difensive successive presentano alcune criticità e la loro adozione non è esente da perplessità, sia in dottrina che in giurisprudenza. Infatti, a causa delle dinamiche peculiari che si possono manifestare in una società target in pendenza di un'OPA ostile e considerando i possibili effetti dannosi di alcune strategie difensive adottabili dalla stessa, la maggior parte dei legislatori ha scelto di regolare in modo molto più dettagliato i meccanismi di difesa post-offerta, piuttosto che le barriere. La categoria delle difese successive è particolarmente ampia e, in virtù di quanto affermato dalla Consob nella Comunicazione n. DAL/99039392/1999, sostanzialmente

²¹⁵ Questa bipartizione è già stata analizzata nel capitolo 1 “*Le OPA ostili e l’approccio verso le tecniche di difesa: l’evoluzione normativa. L’importanza di una regolamentazione in materia*”.

²¹⁶ In merito si è espressa E. DESANA, in *Opa e tecniche di difesa*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, 2003

indefinita. Risulta perciò impossibile un'analisi dettagliata di tutti gli strumenti che rientrano nel novero in esame. Tuttavia, è necessaria la trattazione di una tecnica in particolare, ossia il c.d. *cavaliere bianco*.

6.1. Il cavaliere bianco: la ricerca di offerte concorrenti

Il *cavaliere bianco*, o *white knight*, è uno strumento di difesa impiegato da una società target al fine di respingere un'offerta di acquisto ostile o costringere il bidder a migliorare la sua proposta. Consiste quindi nella ricerca da parte della società bersaglio di una società amica, alleata, in modo tale che quest'ultima la acquisti per metterla al riparo dall'investitore ostile, conosciuto nel gergo come *cavaliere nero*. In sintesi, la società amica viene invitata a formulare un'offerta concorrente²¹⁷. La società target vede nell'offerente amichevole un partner strategico, che probabilmente manterrà l'attuale team di gestione, acquisendo solo la proprietà, e che apporterà maggior valore. In genere, il cavaliere bianco accetta di pagare un premio superiore all'offerta dello scalatore ostile e offre migliori condizioni di acquisizione promettendo di mantenere il core business dell'impresa bersaglio. I vecchi azionisti hanno un guadagno maggiore di quello che avrebbero ottenuto alla fine della scalata ostile.

Questa è generalmente una strategia di ultima istanza. La società target accetta il fatto di essere rilevata, e perde così la propria indipendenza, ma può almeno scegliere di essere rilevata o fusa con una società amica, invece di essere vittima di un'acquisizione ostile. Tale approccio difensivo è escluso dall'ambito di applicazione della passivity rule, secondo quanto stabilito dall'art. 104, comma 1, TUF, il quale chiarisce come la ricerca di offerte alternative non sia considerata un atto od un'operazione di contrasto all'offerta ostile. Di conseguenza, sia gli azionisti sia gli amministratori possono ricercare attivamente un cavaliere bianco, senza dover ottenere l'approvazione dell'assemblea, richiesta invece, come abbiamo in precedenza visto, per altre tecniche difensive.

²¹⁷ Una variante del cavaliere bianco è la difesa dello *scudiero bianco*. In questo caso l'azienda target chiede ad un altro investitore di acquistare una quota tale da bloccare l'acquisizione da parte dello scalatore. La società target poi riacquista le sue azioni dallo scudiero bianco, pagando un premio. Per impedire possibili tradimenti, l'accordo può essere strutturato in modo che le azioni date allo scudiero bianco non possano essere offerte all'offerente ostile.

Inoltre, per essere qualificata come concorrente, l'OPA dev'essere presentata nello stesso periodo dell'offerta ostile. Si tratta di un dettaglio non trascurabile sia per la definizione dei confini temporali dell'applicazione dell'art. 44 Regolamento Emittenti²¹⁸, sia in virtù delle recenti evoluzioni normative di stampo decisamente più garantistico. Tale norma è stata stabilita prendendo coscienza dall'esperienza statunitense, dove le offerte venivano lanciate da parte dei bidders il venerdì sera e si chiudevano la domenica, approfittando della temporanea chiusura dei mercati²¹⁹.

Dunque, è chiaro che, secondo le normative vigenti sulle OPA concorrenti, i potenziali acquirenti siano stimolati ad intraprendere una sorta di asta, aumentando progressivamente le loro offerte, al fine di convincere gli azionisti a vendere le loro quote al miglior offerente. Durante il periodo in cui le offerte possono essere ancora migliorate, gli azionisti hanno la possibilità di ritirare eccezionalmente la propria adesione all'offerta per aderire ad un'offerta più vantaggiosa.

²¹⁸ “1. Le offerte concorrenti sono pubblicate fino a cinque giorni prima della data prevista per la chiusura del periodo di adesione, anche prorogato, dell'offerta precedente.

2. I rilanci e le altre modifiche delle offerte sono resi noti mediante un comunicato diffuso ai sensi dell'articolo 36 contenente la natura e l'entità del rilancio o della modifica e l'avvenuto rilascio delle garanzie integrative. Per i rilanci non è ammessa la riduzione del quantitativo richiesto.

3. Fatta salva la facoltà di cui al comma 4, i rilanci e le altre modifiche sono effettuati entro il termine di cinque giorni dalla pubblicazione dell'offerta concorrente o di un precedente rilancio o modifica di altro offerente.

4. Nessun rilancio può essere effettuato oltre il quinto giorno anteriore alla chiusura del periodo di adesione dell'ultima offerta. Previa comunicazione alla Consob, in tale giorno tutti gli offerenti, ad eccezione di quelli per i quali sia già scaduto il termine previsto dal comma 3, possono effettuare un ulteriore rilancio; non sono ammesse altre modifiche dell'offerta.

5. Il periodo di adesione delle offerte e la data prevista per la pubblicazione dei risultati sono allineati a quelli dell'ultima offerta concorrente, salvo che gli offerenti precedenti, entro cinque giorni dalla pubblicazione dell'offerta concorrente, comunichino alla Consob e al mercato di voler mantenere inalterata la scadenza originaria; in tal caso essi non possono effettuare rilanci.

6. Si applica l'articolo 40, comma 6.

7. Dopo la pubblicazione di un'offerta concorrente o di un rilancio le adesioni alle altre offerte sono revocabili. Nei cinque giorni successivi alla pubblicazione dei risultati dell'offerta che ha prevalso possono essere conferiti ad essa, previa revoca dell'accettazione, i prodotti finanziari apportati alle altre offerte.

8. Dalla data di comunicazione di offerte concorrenti e fino alla chiusura del relativo periodo di adesione, gli offerenti non possono acquistare, direttamente, indirettamente o per interposta persona, gli strumenti finanziari oggetto di offerta, ovvero il diritto ad acquistarli anche a data successiva, a prezzi superiori al corrispettivo più elevato delle offerte comunicate”.

²¹⁹ La previsione di limiti di durata alle offerte ha come obiettivo quello di evitare offerte lampo e consente di apprezzare la portata difensiva che gli stessi limiti incorporano consentendo alla società di adottare le difese che si ritengono opportune.

Dal punto di vista difensivo, l'intervento di una società alleata può effettivamente rappresentare un grosso ostacolo per l'offerente ostile, il quale si trova a dover combattere sia le manovre difensive della società target, sia la concorrenza del cavaliere bianco. Di conseguenza, una pianificazione strategica ben articolata e ragionata, prima di lanciare un'offerta, può risultare cruciale per il successo della difesa della società bersaglio o per il raggiungimento dei propri obiettivi di acquisizione da parte del bidder ostile.

7. Le tecniche di difesa preventive

Per ciò che concerne le *barriere*, esse consistono in strumenti difensivi idonei a prevenire l'avvio di un'OPA, rendendo la società, prima dell'eventuale tentativo di acquisizione, non assoggettabile ad una scalata o, quantomeno, riducendo notevolmente le chances di successo dell'offerta. Le barriere vengono poste in essere quando la società, a causa delle condizioni attuali del mercato, dell'insufficiente competitività, della situazione finanziaria o per il decremento del prezzo dei propri titoli, sia potenzialmente esposta al rischio di *takeover*. Dunque, le barriere vengono attuate con lo scopo di mantenere l'autonomia societaria ed impedire a priori il lancio di un'offerta pubblica di acquisto, rendendo ex ante una società non scalabile.

All'interno della categoria delle barriere dev'essere poi effettuata una sottodivisione in due categorie:

- 1) Le *barriere tecniche*, ossia le situazioni giuridiche consentite da un determinato sistema che possono portare a precludere la possibilità del lancio di un'OPA, quali a titolo esemplificativo: i patti di sindacato, gli incroci azionari, i limiti statutari al possesso azionario, le azioni senza voto o le azioni a voto plurimo. Le barriere tecniche alzano i costi di transazione del processo di riequilibrio, in tal modo ossificando i confini esistenti delle imprese e proteggendole dal bisogno di rispondere ad un mutato quadro economico²²⁰. Secondo parte della dottrina, all'interno di questa prima categoria è possibile compiere un'ulteriore ripartizione in tre sottocategorie: le barriere testualmente ammesse o non ammesse dal diritto

²²⁰ Cit. G. FERRARINI, in *Le difese contro le OPA ostili: analisi economica e comparazione*, in *Rivista delle società*, 2000, pp.738 ss. L'Autore ritiene, inoltre che "ogni sforzo di armonizzazione del diritto delle OPA dovrebbe essere sulle barriere tecniche che proteggono un'impresa dall'impatto del progresso tecnologico".

societario italiano; le barriere cui viene estesa l'applicazione dell'art. 104; le barriere che sono invece disciplinate da regole specifiche, poiché possono influenzare potenzialmente il mercato del controllo societario.

- 2) Le *barriere strutturali*, cioè le caratteristiche economiche e gli elementi strutturali del sistema non connessi alla peculiarità giuridica di un ordinamento, tra cui: il grado di concentrazione degli assetti proprietari, il tasso di regolamentazione e di esposizione a decisioni amministrative di alcuni settori, lo sviluppo del mercato dei capitali di rischio, la dipendenza dell'industria dal finanziamento del sistema bancario, il carattere relazionale del sistema economico. Le barriere strutturali sono completamente insensibili alla volontà del legislatore, il quale non può modificare il quadro economico di riferimento.

“Se per le barriere tecniche sono possibili interventi normativi che le facciano cadere o le smussino, ciò invece non può avvenire per le difese strutturali perché esse costituiscono un elemento esogeno alla regolamentazione del mercato finanziario”²²¹.

7.1. Gli shark repellents. Lo staggered board e la supermajority.

Tra le più importanti barriere tecniche, rientranti tra quelle ammesse dal diritto societario italiano, si inseriscono i c.d. *shark repellents*.

Si tratta di particolari modifiche che vengono consentite agli statuti, al fine di rendere maggiormente complicato il controllo da parte di un nuovo azionista o gruppo di azionisti, riguardanti le regole di gestione, l'elezione del consiglio di amministrazione e le maggioranze necessarie per l'approvazione di operazioni straordinarie. Essi consistono in tecniche difensive generali, adottate in tempi pacifici, e quindi con serena meditazione, ed incidono sull'assetto dell'azionariato o addirittura sullo statuto della società, coinvolgendo i soci nell'approvazione, onde si attenua il rischio che prevalga l'interesse confliggente dell'organo di gestione. Qualsiasi tattica che renda l'impresa meno attraente per una potenziale offerta ostile può essere definita come *shark repellent*²²².

Gli *shark repellents* sono una tecnica difensiva che viene principalmente intesa come un deterrente preventivo, che esplica i propri effetti ancor prima del lancio dell'offerta:

²²¹ E. DESANA, in *OPA e tecniche di difesa*, Milano, 2003

²²² Cit. ROSS, 2005

quest'aspetto consente di affermare una netta differenza tra questi ultimi e le altre barriere tecniche, le quali sono ugualmente predisposte prima dell'offerta, ma producono i loro effetti in un momento successivo, ossia solamente dopo che l'offerta sia stata lanciata e poi riconosciuta come ostile.

L'obiettivo di questa tecnica è rendere più complicato ed oneroso per l'acquirente assumere il controllo della società target, costringendo così l'acquirente potenzialmente aggressivo ad optare per un dietrofront in cerca di un bersaglio più accessibile.

Nel novero degli *shark repellents*, a titolo esemplificativo, troviamo lo *staggered board* e la *supermajority*.

- 1) Lo *staggered board* è una strategia difensiva progettata al fine di prevenire che un nuovo azionista di controllo possa completamente sostituire l'intero management aziendale immediatamente dopo un'acquisizione. Infatti, a differenza del "classico" consiglio di amministrazione, ove tutti i membri vengono eletti contemporaneamente, nell'ipotesi di *staggered board* è prevista una scadenza o la nomina solo di una parte di essi²²³. L'obiettivo di tale strumento difensivo consiste nel rendere impossibile ad un eventuale bidder l'istituzione di un consiglio di amministrazione integralmente nuovo per facilitare la transizione strategica dopo l'acquisizione²²⁴. Difatti, con l'adozione di questa strategia, per ottenere la maggioranza all'interno del consiglio è necessario un maggiore dispendio di tempo, dato che può essere sostituito solo un numero ridotto di amministratori al termine di ogni mandato. Questa tipologia di *shark repellent* si realizza attraverso l'aggiornamento parziale e sequenziale dei membri del consiglio di amministrazione, seguendo una cadenza prestabilita nello statuto societario. Questo metodo assicura che una parte dei dirigenti, nominati sotto la precedente gestione e rappresentanti degli ex azionisti di controllo, rimanga in carica, a meno che non siano rimossi per motivi validi.

Inoltre, questa tecnica serve a stabilizzare la governance aziendale nel tempo, proteggendo gli interessi a medio-lungo termine dell'azienda e mantenendo una

²²³ Solitamente un terzo

²²⁴ Tuttavia, è importante sottolineare come, in caso di buon esito dell'offerta, il bidder "vittorioso" possa comodamente aggirare lo strumento in questione aumentando la dimensione del consiglio, a meno che tale azione non sia espressamente vietata dallo statuto o dalle leggi.

certa continuità nella direzione strategica. Infatti, anche qualora non vi fosse il rischio di offerte ostili, tale strumento può essere utile a far sì che il consiglio possa essere rinnovato periodicamente, mantenendo nel contempo una parte dei precedenti amministratori al proprio interno, in modo tale che la loro esperienza e le loro conoscenze possano permeare i nuovi amministratori.

- 2) Una seconda tipologia di *shark repellents* riguarda la *supermajority*, implementata attraverso l'alterazione dei quorum richiesti per le delibere assembleari, sia ordinarie che straordinarie, allo scopo di limitare l'esercizio del potere da parte del gruppo di comando. In altri termini, tali clausole, inserite statutariamente, impongono il raggiungimento di quorum particolarmente elevati nelle riunioni dell'assemblea o del consiglio di amministrazione, per la deliberazione di determinate decisioni. Questa strategia difensiva risulta essere particolarmente efficace per proteggere i diritti degli azionisti di minoranza, specialmente in situazioni in cui il nuovo azionista dominante voglia integrare la società in una fusione²²⁵. Si tratta chiaramente di un emendamento alla regola ordinaria della maggioranza semplice, secondo la quale, al fine di approvare un'operazione di acquisizione, gli azionisti della società devono raggiungere un quorum del 50%. Nel caso della *supermajority*, invece, dev'essere raggiunto il quorum funzionale più elevato stabilito nello statuto, che solitamente si inserisce nella forbice tra il 70% e il 90%.

7.2. I golden parachutes

I *golden parachutes*, o *paracadute d'oro*²²⁶, sono accordi con i dipendenti che scattano quando si verifica un cambio del controllo. Essi sono generalmente predisposti con

²²⁵ Secondo Bradley, “*a firm often will influence shareholders to agree to shark repellent, and an example can be that any merger must be approved by a supermajority of 80 percent of the shares rather than the normal 50 percent*”.

²²⁶ I paracadute possono essere di tre tipi: d'oro, d'argento e di latta. Il primo, il paracadute d'oro, è pensato per il team manageriale di più alto livello dell'azienda, come i primi 10-30 manager. In base a questo tipo di piano, un'ingente somma forfettaria viene pagata a un manager che viene licenziato in seguito a un'acquisizione (WESTON, 2001). La presenza di paracadute d'oro previene le acquisizioni ostili, perché tali benefici rendono più costoso l'acquisto di un'azienda. Il secondo è il paracadute d'argento, che rappresenta una protezione molto più ampia per un gran numero di dipendenti e può includere anche i middle managers. I termini del paracadute d'argento

l'intento di scoraggiare le offerte ostili, assicurando agli amministratori della società bersaglio significative indennità di cessazione del rapporto di lavoro. L'obiettivo è, ovviamente, scoraggiare una potenziale acquisizione ostile diminuendo il valore delle attività, attraverso pacchetti di licenziamento elevati o altri benefici. Infatti, i paracadute sono garanzie che il management in carica riceverà determinati benefici nel caso in cui un'impresa venga acquisita e questi eventualmente vengano licenziati o il loro posto di lavoro venga eliminato. Questa categoria di strategie difensive può includere stock options, bonus o aumenti del TFR, dovuti in caso di cessazione del rapporto di lavoro.

Secondo una parte della dottrina, lo scopo è quello di garantire ai dirigenti e ai dipendenti dell'impresa un certo grado di tranquillità nel processo che porta al mutamento dei vertici societari. Questo aiuta l'azienda a mantenere i dipendenti chiave che potrebbero sentirsi minacciati da un'eventuale acquisizione. Inoltre, il paracadute aiuta i managers a gestire le preoccupazioni personali e ad agire nel migliore interesse degli azionisti.

Questo strumento è stato molto criticato, in quanto si ritiene possa promuovere pratiche scorrette, quali premi eccessivamente alti anche a dirigenti che sottoperformano. Dunque, i *golden parachutes* spesso danneggiano la redditività dell'azienda e danno una percezione pubblica negativa della stessa.

Questa pratica impone una riflessione critica, soprattutto considerando la normativa sulla revoca degli amministratori. Data l'assenza di una regolamentazione chiara, sono emerse una serie di perplessità da parte degli studiosi e della Consob riguardo alcuni aspetti di questa tipologia di strategia difensiva. In assenza di regole specifiche, si rende necessaria una distinzione immediata tra i dirigenti che detengono poteri di amministrazione e quelli che invece ne sono privi. Per i dirigenti senza poteri amministrativi, è possibile prevedere un'indennità di cessazione legata al cambio del controllo. Al contrario, per gli amministratori con funzioni di gestione, la situazione è ben più complessa. Per questi ultimi, è fondamentale considerare quanto previsto dall'art. 2383 c.c., il quale afferma la possibilità di revoca degli amministratori in qualsiasi momento da parte dell'assemblea e riconosce il diritto al risarcimento nel caso in cui la revoca sia ingiustificata. Pertanto, emerge che, da un lato, esiste una strategia difensiva che prevede indennizzi esorbitanti

spesso coprono sei mesi o un anno di pagamento (WESTON, 2001). Poiché il paracadute d'argento riguarda un gran numero di manager e dipendenti, questo tipo di paracadute costa più di quello d'oro (ARBEL & WOODS, 1988).

con intenti dissuasivi verso le offerte ostili; dall'altro lato, viene riconosciuto dal codice civile il diritto al risarcimento per la revoca dell'amministratore. Di conseguenza, gli esperti ritengono opportuna una soluzione di compromesso, in cui l'indennità legata alla cessazione del rapporto lavorativo sia proporzionata e leggermente superiore al risarcimento per la revoca senza giusta causa, di cui all'art. 2383.

Tuttavia, l'efficacia dei *golden parachutes* nel nostro sistema giuridico è abbastanza dubbia. In primo luogo, l'efficacia di questa strategia come deterrente è limitata dal punto di vista dell'obiettivo che la società bersaglio intende raggiungere. Nonostante i paracadute dorati possano essere sostanziali, è improbabile che rappresentino un vero deterrente per gli acquirenti, dato il vasto capitale che possono mobilitare in fase di offerta. In secondo luogo, l'applicabilità di questa misura, tenendo conto della *breakthrough rule*, è particolarmente discutibile, poiché, sebbene sia stabilita prima dell'offerta, manifesta i suoi effetti solo dopo che l'offerente abbia raggiunto il controllo desiderato, agendo quindi solamente dopo l'esito fausto dell'offerta. Questo aspetto ci porta a riflettere sul fatto che, estendendo il principio di neutralizzazione, ciò potrebbe tradursi in una violazione ingiustificata del diritto del nuovo controllore di modificare la leadership aziendale, senza restrizioni o oneri significativi.

In passato, anche il panel di esperti convocato dall'Unione Europea, al fine di definire la *breakthrough rule*, si era espresso in termini critici riguardo all'attuazione postuma di alcune strategie difensive che avrebbero reso inefficaci certe misure, una volta che l'offerente avesse oltrepassato una certa soglia definita dagli Stati membri. Sebbene questa regola si applichi principalmente a disposizioni statutarie o costitutive, sono emersi dubbi sull'efficacia delle barriere create attraverso accordi contrattuali o configurazioni proprietarie. Tali incertezze sono state chiarite facendo riferimento alla normativa generale sui contratti e sulla responsabilità degli amministratori.

Anche la Consob ha manifestato riserve sull'applicazione dei *golden parachutes*, soprattutto per quanto concerne la trasparenza relativa alle indennità di fine mandato. Questo orientamento è susseguito ad una Raccomandazione del legislatore europeo del 2014, nella quale si richiedeva una maggiore chiarezza nelle informazioni fornite al pubblico riguardo i compensi ed i benefici concessi ai dirigenti chiave ed ai membri dei comitati esecutivi delle società quotate. Seguendo questa Direttiva, la Consob ha emesso

una Comunicazione²²⁷, con la quale offriva orientamenti su come affrontare la mancanza di trasparenza: orientamenti che sono stati seguiti dal Comitato per la Corporate Governance di Borsa Italiana. Il Comitato in questione ha modificato, nello stesso anno, il codice di autodisciplina, stabilendo che quando un consigliere esecutivo o un direttore generale termina il mandato del suo incarico, il pubblico dev'essere immediatamente informato delle indennità e dei benefici concessi.

Inoltre, sono stati introdotti criteri per determinare la remunerazione delle buone uscite e modalità di divulgazione delle informazioni per le società che decidono di aderire al suddetto codice. Di conseguenza, possiamo concludere che vi sia una certa riluttanza sia da parte del legislatore europeo sia da parte della Consob ad accettare questa tipologia di tecniche, in quanto entrambi sono spinti dalla necessità di trasparenza del mercato e da un calcolo delle indennità che rispetti più il rapporto lavorativo dell'amministratore con la società, piuttosto che avere finalità dissuasive.

Al fine di limitare il più possibile l'utilizzo della tecnica difensiva in questione, il Comitato per la Corporate Governance è intervenuto ulteriormente sul tema della remunerazione, attraverso l'art. 5 del Codice di Corporate Governance²²⁸ (2020), nel quale viene stabilito che “la politica per la remunerazione degli amministratori esecutivi e del top management definisce regole chiare e predeterminate per l'eventuale erogazione di indennità per la cessazione del rapporto di amministrazione, che definiscono il limite massimo della somma complessivamente erogabile, collegandola ad un determinato importo o ad un determinato numero di anni di remunerazione. Tale indennità non è corrisposta se la cessazione del rapporto è dovuta al raggiungimento di risultati obiettivamente inadeguati”.

Infine, è importante sottolineare che, nonostante queste valide motivazioni, la strategia difensiva in questione rimane applicabile nel nostro ordinamento giuridico, dato che

²²⁷ 19 giugno 2014

²²⁸ Il Codice di Corporate Governance è un Codice di Autodisciplina. Pertanto, vale per le imprese la regola del *comply or explain*, ossia la facoltà di aderirvi o di motivare la non partecipazione a tali disposizioni. Infatti, l'art. 123-bis del TUF stabilisce che ciascun emittente deve pubblicare annualmente una Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari, la quale deve contenere, tra le altre cose, informazioni riguardanti l'adesione ad un codice di comportamento in materia di governo societario, motivando le ragioni dell'eventuale mancata adesione ad una o più disposizioni.

manca una regolamentazione precisa che ne disciplini espressamente l'utilizzo o ne proibisca l'impiego.

7.3. Le *poison pills*

Le *poison pills*, che negli ultimi anni hanno avuto una crescente popolarità, sono delle tattiche difensive adottate dai consigli di amministrazione delle società, con l'obiettivo di rendere le stesse meno appetibili dinanzi ad un'offerta pubblica di acquisto ostile²²⁹. Sono definite "pillole avvelenate" perché rimangono inattive nel caso in cui la società non venga attaccata e si innescano esclusivamente quando si presenti la necessità di difendersi, ossia qualora si verifichi il c.d. *triggering event*, quindi non esplicano i propri effetti fino al momento in cui viene lanciata un'offerta. Al verificarsi di tale evento, i diritti contenuti nei titoli emessi divengono esercitabili.

Le *poison pills* sono essenzialmente piani per i diritti degli azionisti, appositamente progettati per difendere il controllo societario, in quanto fungono da meccanismo di difesa contro le offerte di acquisizione. Il loro obiettivo principale è quello di rendere le azioni della società "sgradevoli" agli occhi di un potenziale acquirente²³⁰, emettendo nuove azioni, generalmente attraverso un aumento di capitale, offerte ad un prezzo particolarmente vantaggioso per gli azionisti attuali, in modo tale da diluire le quote dell'acquirente e complicare l'acquisizione della società. Questi titoli speciali nascono dal complicato ambiente del mercato del controllo societario e, nonostante le varie forme che possono assumere, conferiscono diritti o vantaggi esclusivi se la società viene messa sotto offerta. Lo strumento in questione produce due effetti: da un lato, vi è un aumento

²²⁹ Le *poison pills* sono state adottate, per la prima volta, all'inizio degli anni '80 del secolo scorso come strategia per prevenire che l'acquirente potesse trattare direttamente con gli azionisti il prezzo delle azioni, costringendolo invece a negoziare con il consiglio di amministrazione. L'ideatore di tale strumento è considerato Martin Lipton, un importantissimo avvocato americano, il quale ha optato per l'utilizzo di tale strumento per far fronte alle operazioni di corporate raiding. Il caso specifico fu quello della General American Oil, cliente di Lipton, alla quale lo stesso consigliò di emettere nuove azioni, in modo tale da diluire il capitale sociale e rendere l'acquisizione ancora più onerosa.

²³⁰ Le azioni che vengono acquisite dall'offerente appartengono, infatti, solitamente a società che si trovano in una situazione di temporanea difficoltà a causa di grossi indebitamenti. Pertanto, sono considerate maggiormente attaccabili. Sfruttando tale situazione, gli offerenti tentano di acquisirne i titoli al fine di ristrutturare la società o di smembrare la stessa, nel caso in cui ci si renda conto che la prima operazione sia eccessivamente onerosa.

della partecipazione azionaria di soggetti che divengono potenziali concorrenti dell'offerente, in quanto compromettono la posizione di quest'ultimo, sia nell'ottica dell'obiettivo che questo si prefigge di raggiungere, sia nell'ottica del controllo effettivo che potrà esercitare effettivamente sulla società in un momento successivo.

L'implementazione di una *poison pill* è generalmente vista come la difesa più efficace contro un'OPA non sollecitata, e di conseguenza ovviamente considerata ostile. Tuttavia, l'efficacia inibitoria di questa strategia non è sempre immediatamente evidente poiché la sua adozione dipende da fattori interni all'azienda.

Le varie tipologie di *poison pills* condividono alcune caratteristiche comuni. Innanzitutto, la principale è che, in presenza di un evento scatenante, la strategia consente a tutti gli azionisti della società bersaglio, escluso l'acquirente ostile, di acquistare azioni della stessa società ad un prezzo notevolmente inferiore al valore di mercato corrente. L'attivazione di questo diritto provoca una significativa diluizione anche della quota posseduta dall'acquirente ostile, costringendolo quindi a trattare con il consiglio di amministrazione della società bersaglio, piuttosto che procedere con l'offerta, dal momento che esclusivamente il consiglio detiene il potere di revocare la pillola avvelenata. Un altro aspetto è che l'implementazione della *poison pill* di solito non necessita del consenso degli azionisti, ma solamente dell'approvazione del consiglio, il quale può però consultare gli stessi azionisti al fine di ottenere dei pareri sui temi di adozione, modifica o riscatto, ma tipicamente decide in piena autonomia.

Le *poison pills* sono frequentemente soggette ad uno stringente controllo da parte delle autorità di regolamentazione e spesso sono criticate per il loro possibile conflitto con la passivity rule. È cruciale che i dirigenti riconoscano in tempo la possibilità di un'OPA imminente, in modo tale da poter attuare queste misure difensive prima che l'offerta abbia inizio.

Quando viene utilizzato, tale strumento, ampiamente discusso e controverso, può risultare dannoso sia per l'acquirente, a causa degli elevati costi imposti dalla strategia difensiva, sia per la società target, la quale può trovarsi limitata dalla gestione attuale e priva di opportunità alternative. Infatti, gli strumenti in questione sono stati al centro di numerosi dibattiti, sulla scorta della convinzione che il loro utilizzo può comportare delle conseguenze negative, quali il consolidamento delle gestioni in carica e il "congelamento" di un attivo mercato del controllo societario. Inoltre, è evidente come

conferire agli amministratori il potere di scoraggiare acquisizioni li pone in una posizione peculiare, che può consentire il raggiungimento di personali benefici economici, dato che gli stessi potrebbero richiedere dei compensi per non acconsentire all'acquisizione.

La legittimità delle *poison pills* è stata largamente discussa nel corso del tempo, in particolare nei primi periodi in cui venivano utilizzate. Per tale motivo, i vari ordinamenti nazionali si sono approcciati in maniera completamente differente nei confronti di tale strategia. Gli Stati Uniti le hanno accettate quale lecito strumento di difesa contro le acquisizioni; il Regno Unito ha preso una decisione diametralmente opposta, vietando in modo generico le *poison pills*, con il *Panel on Takeovers and Mergers*, il quale prevede una tutela degli azionisti che si fonda su una logica caso per caso; in Europa, al contrario, si è ancora decisamente lontani da una regolamentazione accurata delle acquisizioni e non è, per tale motivo, molto diffuso lo strumento in esame.

In conclusione, è ragionevole affermare che le *poison pills* sono strumenti da maneggiare con prudenza e circospezione. Tali strategie, infatti, possono causare la diluizione del valore delle azioni esistenti, costringendo potenzialmente gli azionisti storici a sottoscrivere nuovi titoli al fine di preservare il loro investimento originale. L'impiego di queste misure può, inoltre, provocare il ritiro degli investitori istituzionali e, se la tattica di difesa dovesse rivelarsi efficace, gli azionisti insoddisfatti della gestione attuale potrebbero trovarsi obbligati ad essere amministrati da un management considerato inefficace.

Esistono varie tipologie di *poison pills*, che il management può eseguire al fine di rendere più difficile ma soprattutto più costosa l'operazione. Andiamo ad analizzarle individualmente.

- 1) Il *flip-in* è una strategia che consente agli azionisti della società bersaglio di comprare nuove azioni ad un prezzo ridotto. Questo provoca una diluizione del valore delle azioni già detenute dall'aggressore, diminuendo la sua quota di partecipazione e rendendo, di conseguenza, l'acquisizione decisamente più complessa ed onerosa. Incrementando i costi delle operazioni di takeover, la tattica in questione scoraggia l'investitore dall'andare avanti con un tentativo di acquisizione ostile. Inoltre, offre ai nuovi acquirenti la possibilità di guadagnare dalla differenza tra il prezzo scontato ed il prezzo di mercato. Tuttavia, questo vantaggio non è esteso agli investitori responsabili dell'attivazione del diritto di

opzione, il che ha portato alcuni Stati a proibirne l'uso per il suo carattere discriminatorio. I diritti del *flip-in* sono, inoltre, annullabili in qualsiasi momento prima che si verifichi l'evento scatenante. In ogni caso, il *flip-in* non assicura che la società target possa completamente evitare un tentativo di acquisizione ostile, in quanto un acquirente potrebbe limitarsi ad acquisire una partecipazione minoritaria ed attendere la scadenza della poison pill per finalizzare l'acquisizione²³¹.

- 2) La tattica del *flip-over*, o piano di capovolgimento, permette agli azionisti della società bersaglio di ottenere azioni privilegiate a condizioni estremamente vantaggiose. Con l'adozione di tale strumento, si prevede che il diritto di opzione non venga esercitato su azioni di nuova emissione, bensì su quelle acquistate dall'offerente. L'emissione di queste azioni privilegiate può influenzare negativamente il bilancio, in quanto simile all'emissione di obbligazioni o all'accettazione di un prestito, che incrementa il debito complessivo. Pertanto, questa strategia difensiva aumenta la leva finanziaria della società e, di conseguenza, anche il rischio economico per l'acquirente.

La difesa *flip-over* viene attivata e produce i propri effetti esclusivamente dopo il successo di un'acquisizione ostile, e dopo che l'offerente abbia ottenuto il controllo completo della società target; può quindi avere gli effetti desiderati solo se utilizzata al fine di prevenire un'acquisizione totale. Questo spinge molti acquirenti a cercare di ottenere il controllo parziale delle società, evitando in tal modo di dover affrontare i costi associati a tali diritti di opzione. Per quanto concerne i benefici per la società target, essi includono la diluizione della quota di partecipazione degli azionisti attuali e la possibilità di riscattare i diritti al prezzo nominale. Tuttavia, un inconveniente significativo è la ridotta appetibilità della società dinanzi agli occhi di potenziali "salvatori" esterni²³².

- 3) Il *piano di azioni privilegiate* consiste nella distribuzione da parte della società di un dividendo costituito da azioni privilegiate, con il riconoscimento ai suoi azionisti della possibilità di convertirle in azioni ordinarie in caso di acquisizione.

²³¹ Di solito, la durata di una poison pill è di 10 anni.

²³² Si tratta dei c.d. *cavalieri bianchi*, analizzate nel dettaglio nel paragrafo sulle tecniche difensive successive.

L'aspetto più importante è appunto che le azioni privilegiate possono essere convertite in azioni ordinarie, ad un valore di mercato non inferiore al prezzo di rimborso.

Gli azionisti di categoria privilegiata votano nello stesso modo degli azionisti ordinari e anch'essi hanno diritto ad un voto per ciascuna azione detenuta. Il dividendo per le azioni ordinarie è parzialmente ridotto per compensare il costo del dividendo privilegiato, il quale è stabilito ad un livello superiore rispetto a quello ordinario. Di conseguenza, gli investitori sono spinti a trattenere le azioni privilegiate, piuttosto che convertirle in ordinarie. In ogni caso, le azioni privilegiate possono essere riacquistate dalla società emittente, ma solo per un importo predefinito e dopo un periodo esteso di tempo.

Le peculiarità delle azioni privilegiate emergono quando un investitore esterno acquisisce una parte significativa del capitale azionario di una società. In tale circostanza, i possessori di titoli privilegiati possono richiedere alla società il rimborso di queste ultime prima che l'investitore che tenta l'acquisizione possa fondere la società con un'altra. Nel calcolare il rimborso, al detentore delle azioni privilegiate spetta una somma equivalente al maggiore tra il prezzo più alto pagato dallo scalatore per le azioni privilegiate nell'ultimo anno ed il prezzo più elevato pagato dallo scalatore per ogni azione ordinaria nell'anno precedente, moltiplicato per il rapporto di conversione. Se la società target viene fusa, riorganizzata o se una delle sue attività principali viene trasferita, i possessori di azioni privilegiate hanno diritto a ricevere titoli equivalenti della società acquirente, convertibili in azioni ordinarie al valore di mercato non inferiore al prezzo di rimborso.

Per quanto riguarda l'esperienza italiana delle *poison pills*, dobbiamo affermare che sono state numerose le teorie avanzate secondo cui il TUF, precisamente all'art. 104.1-bis, riconosceva e garantiva l'opportunità per le società bersaglio di emettere azioni con diritto di voto condizionato all'eventualità che si verificasse il lancio di un'offerta. Secondo tali ricostruzioni, il momento in cui queste pillole dispiegavano concretamente i propri effetti doveva essere individuato nel riconoscimento dell'offerta lanciata come ostile, e quindi il meccanismo poteva entrare in funzione solo conseguentemente ad un'espressione volitiva dell'assemblea della società target. Tuttavia, l'applicazione di tale regola avrebbe

portato un'ampia dose di disappunto, dato che, secondo la dottrina italiana, le pillole, così come sono concepite nell'ordinamento statunitense, sono suscettibili di violare diverse norme del diritto societario italiano ed europeo. Inoltre, un'importazione delle *poison pills* richiederebbe un notevole sforzo di immaginazione e dovrebbe fare i conti sia con le più estese competenze assembleari delle società europee, sia con la disciplina imperativa delle OPA²³³. In particolare, tali strumenti si contrappongono con veemenza a due principi-chiave del diritto societario italiano, quali il principio di uguaglianza tra gli azionisti (sancito all'art. 2348 c.c.) ed il diritto di opzione (sancito all'art. 2411 c.c.).

Per i motivi appena detti, questa tipologia di strategia difensiva non ha trovato spazio nel novero degli strumenti adottabili dalla società target ai sensi dell'art. 104 TUF. Ciononostante, è prevista un'eccezione, la quale è stata introdotta dalla legge finanziaria n. 233/2005, entrata in vigore nel 2006. I commi da 381 a 384 dell'art. 1 della legge in questione hanno conferito alle società in cui lo Stato detenga una partecipazione rilevante la facoltà di emettere azioni e strumenti finanziari partecipativi che attribuiscono il diritto di chiedere l'emissione di nuove azioni o strumenti partecipativi con diritto di voto. È stato così introdotto nell'ordinamento italiano uno strumento che consente di contrastare operazioni di acquisizione societaria non concordate con i detentori del controllo. In particolare, l'appena descritta *poison pill*²³⁴, in caso di scalata ostile riguardante società a partecipazione pubblica, consentirebbe di deliberare un aumento di capitale, con il quale l'azionista riuscirebbe ad accrescere la propria quota di partecipazione, rendendo vano ogni tentativo di scalata. La finalità perseguita dallo Stato è di mantenere il controllo di società privatizzate operanti in settori strategici, nelle quali, mediante l'utilizzo delle *poison pills*, lo Stato, è titolare del diritto di poter emettere titoli che gli consentono di chiedere l'emissione di nuove azioni ovvero strumenti partecipativi con diritto di voto.

Il comma 381, in particolare, prevede che gli statuti delle società nelle quali lo Stato detenga una partecipazione rilevante possano prevedere l'emissione di strumenti che attribuiscono all'assemblea speciale dei loro titolari il diritto di richiedere, a favore di questi ultimi, l'emissione di nuove azioni, anche al valore nominale, o di nuovi strumenti finanziari partecipativi muniti di diritti di voto nell'assemblea ordinaria e straordinaria.

²³³ Così si è espresso sul punto G. FERRARINI, *op. cit.*

²³⁴ In sostanza, la suddetta *poison pill*, anche se con un diverso mezzo, persegue finalità analoghe a quelle della *golden share* (che analizzeremo dettagliatamente nel capitolo successivo)

Ove sia avanzata tale richiesta, le nuove azioni o strumenti sono emesse nella misura determinata dallo statuto, anche facendo riferimento alla quota di capitale detenuta dai titolari all'atto dell'attribuzione del diritto. Sono utilizzati a questo effetto i nuovi istituti previsti dalla riforma del diritto societario. Infatti, il conferimento di tali diritti può essere realizzato:

- 1) mediante strumenti finanziari partecipativi contemplati dall'articolo 2346, comma 6, del codice civile (strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche amministrativi particolari); ovvero
- 2) mediante categorie di azioni con diritti speciali create, anche a seguito di conversione di parte delle azioni esistenti, sulla base dell'articolo 2348 del codice civile.

A tutela dei diritti patrimoniali degli altri azionisti è consentito che le azioni o gli strumenti finanziari che attribuiscono i predetti diritti siano emessi a titolo gratuito, purché a favore di tutti gli azionisti, ovvero a pagamento, se a favore di uno o più azionisti, individuati in base all'ammontare della partecipazione detenuta. In quest'ultimo caso, i criteri per la determinazione del prezzo di emissione sono quelli stabiliti in via generale con decreto del Ministro della giustizia, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Consob. Gli strumenti finanziari e le azioni qui contemplate godono di un diritto limitato di partecipazione agli utili o alla suddivisione dell'attivo residuo in sede di liquidazione.

Il comma 382 stabilisce poi che le deliberazioni assembleari relative alla creazione delle suddette azioni o strumenti finanziari e le deliberazioni di modifica statutaria previste al comma 384 non determinano il diritto di recesso in favore dei soci che non vi hanno concorso.

Il comma 383 conferma che le clausole statutarie inserite in virtù dei commi 381 e 384 possono essere modificate con le maggioranze previste per le modifiche statutarie. Si prevede inoltre che le suddette clausole siano inefficaci ove manchi l'approvazione dell'assemblea speciale dei titolari di tali strumenti.

Il comma 384 innesta la disciplina sopra descritta nel contesto degli strumenti previsti a tutela dell'azionista pubblico nelle società operanti in settori strategici, con particolare riferimento all'articolo 3 del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474. L'articolo 3 di questo decreto-legge, a

fianco dei poteri di golden share indicati nell'articolo 2 del medesimo decreto (gradimento all'assunzione di partecipazioni rilevanti; diritto di veto per l'assunzione di delibere di particolare rilevanza; nomina di un amministratore), consente di introdurre negli statuti delle imprese operanti in settori strategici (difesa, trasporti, telecomunicazioni, fonti di energia e altri pubblici servizi, banche e imprese assicuratrici, direttamente o indirettamente controllate dallo Stato o da enti pubblici anche territoriali ed economici) un limite massimo del 5% al possesso azionario riferito al singolo socio, al suo nucleo familiare o al gruppo di appartenenza.

Il comma 384 dispone in proposito che lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio può subordinare all'approvazione da parte dell'assemblea speciale dei titolari delle azioni o degli strumenti sopra descritti l'efficacia delle deliberazioni di modifica delle predette clausole statutarie, quando sia decorso il primo triennio di efficacia. Questa deliberazione può essere adottata con la maggioranza richiesta per le modificazioni dello statuto.

È inoltre stabilito che, una volta sopravvenuta l'approvazione comunitaria delle disposizioni previste dai precedenti commi da 381 a 383, per le società che approvino le modifiche statutarie previste dai medesimi commi cessi di avere effetto il descritto articolo 3 del decreto legge n. 332 del 1994.

In conclusione, è necessario evidenziare come tale strumento, a differenza della *golden share*, non è stato oggetto di particolari interventi da parte del legislatore nazionale e della Corte di Giustizia dell'Unione Europea. Nonostante quanto appena affermato, la tattica difensiva in esame è oggetto di intense perplessità, soprattutto per il contrasto con i sopraindicati principi-chiave e con la Direttiva 25/2004/CE.

7.4. La maggiorazione del diritto di voto e gli interventi recenti (la Legge Capitali): tale strumento può essere considerato un meccanismo anti-scalata?

La legge n. 21/2024, o Legge Capitali, recante “*Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile*”

*applicabili anche agli emittenti*²³⁵, ha introdotto talune modifiche alla disciplina del voto maggiorato nelle società quotate, di cui all'art. 127-quinquies TUF. Le nuove norme si pongono, come noto, l'obiettivo di rendere più attrattivi i mercati dei capitali italiani per gli investitori domestici ed internazionali, intendendo favorire la quotazione delle PMI, introducendo, pur con alcune eccezioni, regole di governance più snelle e meno invasive, nonché riducendo gli oneri connessi alla quotazione: tutto ciò nell'ottica di una maggiore contendibilità delle società italiane. Le misure che sono state introdotte possono essere suddivise in quattro macroaree: misure diversificate volte a favorire l'accesso delle società al mercato dei capitali (soprattutto per la quotazione delle PMI); misure con le quali viene riformata la disciplina sugli emittenti di finanziari diffusi; misure attinenti alla corporate governance, finalizzate a regolare la presentazione della lista del consiglio di amministrazione uscente per la nomina dei componenti dell'organo amministrativo, nonché soprattutto a potenziare il voto maggiorato e quello plurimo; misure relative al sistema sanzionatorio. Con tale legge, è stata affidata un'ampia delega al Governo ai fini della concretizzazione di una riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali, prevedendo principi e criteri direttivi molto ampi²³⁶.

Ritornando al discorso affrontato precedentemente, la disciplina sul voto maggiorato e sul voto plurimo, introdotta in Italia con il Decreto Competitività del 2014, ha segnato un primo step nel percorso dell'ordinamento italiano orientato al superamento del principio *one share one vote* e ad un incremento della competitività del mercato domestico. Nonostante sia considerato un intervento decisamente importante, al contempo sono state mosse molte critiche relative ad un'eccessiva limitazione del fattore di moltiplicazione²³⁷, il quale non appariva sufficiente ad incentivare le società caratterizzate da una forte concentrazione proprietaria a collocare una parte significativa del capitale sociale tra il pubblico e quindi a sostenerne la crescita. Questo svantaggio competitivo

²³⁵ Gli ambiti di intervento coperti da questo intervento normativo sono stati individuati attraverso un processo avviato dal report OECD Capital Market Review of Italy for 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers (OECD Capital Market Series), commissionato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e pubblicato dall'OCSE alla fine di gennaio del 2020. Cit. F. MAGLIULO, in *La nuova disciplina del voto plurimo e del voto maggiorato nella legge a sostegno della competitività dei capitali*, Studio n. 40/2024, Consiglio Nazionale del Notariato

²³⁶ Tali aspetti sono stati oggetto di studio da parte dell'Assonime, in *Circolare Assonime n.6 del 13 marzo 2024 sulla Legge 5 marzo 2024, n. 21: interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali*

²³⁷ 1:2 nel voto maggiorato e 1:3 nel voto plurimo

dell'ordinamento italiano rispetto ad altri sistemi è emerso soprattutto in seguito alla migrazione di importanti realtà industriali, le quali hanno deciso di trasferire la propria sede legale all'estero, considerati i più ampi margini di autonomia statutaria concessi dagli altri ordinamenti in tema di potenziamento del voto²³⁸. L'esodo delle società italiane ha trovato la sua genesi nel 2013 e negli ultimi anni ha raggiunto dimensioni non indifferenti: sono 13 le società di diritto estero quotate sul mercato italiano a fine 2023, che costituiscono il 24%²³⁹ dell'intero mercato regolamentato²⁴⁰. L'azione di riforma è collocata in questo scenario e tiene in considerazione un intenso dibattito, il quale si sviluppa non solo sul piano nazionale, bensì anche su quello europeo, riguardo le strutture di voto e l'attrattività dei mercati finanziari.

Il tema della competitività del quadro normativo e regolamentare assume importanza cruciale non solo per le aziende in fase di quotazione, ma anche per le grandi imprese italiane i cui titoli sono già oggetto di negoziazione nei mercati regolamentati. Questo perché la maggiore adattabilità dei regimi societari stranieri si è rivelato e si rivela un fattore chiave nelle decisioni sul trasferimento della propria sede legale all'estero. Sul punto è da evidenziare il pensiero espresso nel Libro Verde 2022 da parte del MEF, secondo il quale è essenziale analizzare attentamente gli eventuali svantaggi competitivi del nostro sistema giuridico, in particolare perché, nonostante dal 2014 siano state introdotte norme sul voto plurimo e su quello maggiorato, recentemente alcuni gruppi nazionali hanno spostato la loro sede sociale in altri Stati membri, adottando la normativa societaria locale, che incide anche su momenti decisivi quali la quotazione e la gestione societaria post-quotazione. La flessibilità delle strutture di voto, già evidenziata nel rapporto dell'OCSE del 2020, è stata riconosciuta come uno strumento efficace per promuovere un aumento delle quote di mercato liberamente negoziabili, migliorando così l'attrattiva delle società italiane agli occhi degli investitori istituzionali. Infatti, le società italiane si distinguono per avere quote ridotte di azioni disponibili sul mercato, il che

²³⁸ Alcuni sistemi addirittura non prevedono limitazioni al fattore di moltiplicazione

²³⁹ 26% se si considerano le società del FTSE MIB

²⁴⁰ La maggior parte dei recenti spostamenti della sede legale all'estero è avvenuta in Olanda ed è stata accompagnata anche dalla scelta di usufruire della maggiore flessibilità nella disciplina del voto plurimo; in questi casi, la stessa documentazione pubblicata dalla società in preparazione dell'operazione di trasferimento indicava tra le motivazioni proprio l'opportunità di avvalersi di questo aspetto specifico dell'ordinamento societario olandese

diminuisce la loro presenza negli indici borsistici principali e le rende meno appetibili per i fondi istituzionali e quelli indicizzati.

Pertanto, la Legge Capitali è intervenuta, attraverso gli articolo 13 e 14, sulla disciplina attuale in tema di voto plurimo e voto maggiorato, mirando allo scopo di permettere alla libertà statutaria di intensificare il coefficiente di moltiplicazione del diritto di voto, in linea con le caratteristiche proprie di ciascun istituto, fino ad un aumento limite di dieci voti per ogni azione.

L'art. 13, modificando l'art. 2351, comma 4, c.c., incrementa da tre a dieci del numero di voti che può essere statutariamente assegnato a ciascuna azione a voto plurimo²⁴¹; mentre l'art. 14²⁴² prevede la possibilità di attribuire statutariamente un voto maggiorato alle azioni appartenute ad un medesimo soggetto per un periodo di almeno due anni, con la facoltà di attribuire un voto ulteriore per ogni successivo periodo annuale di appartenenza, fino ad un massimo di dieci voti per azione.

L'art. 14 modifica l'art. 127-quinquies TUF e introduce, al comma 2, un'ipotesi di maggiorazione rafforzata del voto che si affianca alla maggiorazione già prevista dal comma 1, rimasto invariato: si aggiunge alla c.d. *maggiorazione ordinaria* la possibilità statutaria di prevedere la c.d. *maggiorazione straordinaria*. Il comma 1 già consentiva agli statuti di attribuire un voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi, il cui conteggio parte dalla data di iscrizione in un elenco speciale tenuto dalla società (maggiorazione ordinaria). Il nuovo comma 2, invece, prevede che

²⁴¹ Con la riforma, rimane comunque inalterata la flessibilità statutaria nel definire il voto plurimo, il quale può essere applicato specificatamente a certi argomenti o vincolato al verificarsi di condizioni particolari. Inoltre, è rimasto immutato il campo di applicazione dell'art. 2351.4, in quanto tale norma continua ad applicarsi a tutte le società per azioni, salvo le eccezioni previste da leggi speciali (rimane valida la restrizione di cui all'art. 126-sexies TUF che impedisce alle società quotate di emettere azioni a voto plurimo). In ogni caso, le azioni a voto plurimo devono essere emesse con le stesse caratteristiche di quelle già emesse.

²⁴² La disciplina sulla maggiorazione del voto si applica, ai sensi dell'art. 119 TUF, alle società italiane con azioni quotate (o quasi-quotate ai sensi del comma 9) in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea. La norma individua l'ambito di applicazione della disciplina sulle società quotate facendo riferimento sostanzialmente a due parametri: quello della nazionalità, legato ai limiti territoriali della potestà legislativa italiana in materia di organizzazione interna delle società e di rapporti tra soci, e quello della quotazione di titoli azionari¹⁹⁵. Restano dunque escluse le società italiane non quotate o quotande sui mercati regolamentati, incluse quelle con titoli diffusi e quelle con titoli ammessi alla negoziazione sui sistemi multilaterali di negoziazione.

gli statuti possano disporre l'attribuzione di un voto ulteriore alla scadenza di ogni periodo di dodici mesi, successivo alla maturazione dei ventiquattro mesi previsti per la maggiorazione ordinaria, in cui l'azione sia appartenuta al medesimo soggetto iscritto nell'elenco speciale, fino a un massimo complessivo di dieci voti per azione (maggiorazione rafforzata).

Il nuovo testo dell'art. 127-quinquies TUF dispone che, per gli azionisti che hanno già maturato il diritto di voto e sono iscritti nell'elenco adottato dall'emittente alla data dell'iscrizione della delibera assembleare che modifica lo statuto inserendo tali modifiche, il periodo di maturazione ulteriore decorre da tale data.

In tema di voto maggiorato, la legge n. 21/2024 prevede inoltre:

- 1) che qualora le modifiche statutarie che lo introducono siano adottate durante un procedimento di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato, lo statuto può prevedere che, ai fini della maggiorazione, sia quella ordinaria fino a due voti che quella straordinaria fino a dieci voti, sia computato anche il possesso anteriore alla quotazione, con conseguente possibile applicazione del voto maggiorato a decorrere già dalla data di inizio delle negoziazioni. Un analogo meccanismo viene esteso anche alle fusioni, scissioni o trasformazioni transfrontaliere ai sensi del d.lgs. n. 19/2023, o ai sensi dell'art. 25, comma 3, legge n. 218/1995. Infatti, qualora la società risultante da tali operazioni sia una società con azioni quotate o in corso di quotazione, lo statuto può prevedere che, ai fini del computo del periodo continuativo di possesso richiesto per la maggiorazione, rilevi anche il periodo di titolarità ininterrotta di azioni con diritto di voto della società incorporata, scissa o soggetta a trasformazione;
- 2) l'esenzione dall'obbligo di OPA, nel caso in cui le soglie ex lege siano state superate per effetto della maggiorazione dei diritti di voto, conseguentemente ad una fusione, una trasformazione transfrontaliera o una scissione proporzionale realizzata ai sensi del d.lgs. n.19/2023, laddove in ciascuno dei suddetti casi non vi sia una modifica del rapporto di controllo, diretto o indiretto, sulla società risultante da una delle summenzionate.

Dopo aver introdotto e descritto l'istituto, ai fini di tale studio, è necessario analizzare e comprendere l'impatto dello stesso sulla disciplina relativa alle offerte pubbliche

d'acquisto e, in particolare, alle misure di difesa. Infatti, una delle funzioni principali della maggiorazione del voto sembrerebbe quella di fungere da barriera per le società dinanzi alla minaccia di una scalata ostile²⁴³. Infatti, si può sostenere che il possesso di azioni a voto maggiorato consenta di mantenere il controllo della società con un investimento minore rispetto a quanto sarebbe necessario se le azioni conferissero un solo voto. Il voto maggiorato si è così sviluppato ed esteso progressivamente, raggiungendo un numero abbastanza elevato di società quotate. Tuttavia, un esame più dettagliato rivela che tale meccanismo non abbia ancora raggiunto livelli tali da essere considerato un'alternativa paragonabile ad altri strumenti difensivi a disposizione delle società bersaglio. Inoltre, il beneficio per l'azionista principale di rafforzare la sua posizione di controllo, tramite il voto maggiorato, è significativamente limitato dall'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto, ai sensi dell'art. 106 TUF, anche nel caso in cui il superamento della soglia sia dovuto all'incremento dei voti.

Per tale motivo, sembra più appropriato circoscrivere il ruolo del voto maggiorato al mantenimento della stabilità del controllo per quell'azionista che già possiede il controllo di diritto e che, grazie alla maggiorazione, potrebbe ridurre la sua quota azionaria. In effetti, studi empirici mostrano che la maggiorazione del voto sia stata principalmente adottata da società quotate a gestione familiare e non ha prodotto cambiamenti significativi sulla quota di azioni detenute, se non una tendenza minima alla vendita di parte delle azioni. L'apparente successo di questa pratica deve anche confrontarsi con la decisione di alcuni emittenti che l'avevano adottata di trasferire, come sopra indicato, la sede sociale in altri Stati, ove meccanismi simili offrono possibilità di moltiplicazione del voto ancora maggiori.

Inoltre, il voto maggiorato non ha trovato applicazione significativa nelle società con partecipazioni pubbliche attive in settori strategici di interesse nazionale, né ha rappresentato un'occasione per lo Stato di ridurre parzialmente la sua partecipazione, mantenendo comunque il controllo o l'influenza. Durante la crisi pandemica, si è sperato nell'uso del voto maggiorato come strumento per prevenire le scalate, considerandolo una misura preferibile rispetto al rafforzamento del *Golden power*, dato che nei confronti di quest'ultimo esistono preoccupazioni circa una sua eccessiva estensione, la quale

²⁴³ F. PRENESTINI, in *Golden power e meccanismi societari di difesa dall'acquisto del controllo*, in *Federalismi.it* n.33/2022, *Rivista di Diritto pubblico italiano, comparato, europeo*

potrebbe provocare delle ritorsioni da parte di altri Stati che potrebbero innescare dinamiche protezionistiche. Dunque, alla luce degli aspetti negativi del *Golden power*, i vantaggi del voto maggiorato includono soprattutto la possibilità di liberare capitale per la crescita senza aumentare il debito, il che sarebbe vantaggioso non solo per le società private, ma anche per quelle in cui lo Stato detiene una partecipazione di maggioranza solo relativa, consentendo di respingere offerte pubbliche di acquisto ostili, pur non avendo il controllo completo in assemblea²⁴⁴.

Tuttavia, i principali ostacoli per l'implementazione del voto maggiorato sono stati identificati proprio nella normativa relativa alle OPA. L'utilizzo potenziale del voto maggiorato in società a partecipazione statale incontra problemi quando, in caso di aumento dei voti per il socio pubblico, si raggiungerebbero le soglie che innescano l'obbligo di lanciare un'OPA. Al fine di mitigare tale conseguenza, si potrebbe considerare, seguendo gli esempi di altri Stati, l'introduzione legislativa di una specifica esenzione dall'obbligo di lanciare un'OPA in tali circostanze. Si osserva, inoltre, che l'adozione del voto maggiorato in società di tale tipologia non avrebbe effetti immediati e quindi non servirebbe come risposta a crisi improvvise, come quella scatenata dalla pandemia, data la necessità di un periodo minimo di ventiquattro mesi affinché il diritto di voto maggiorato si consolidi.

Certamente, il voto maggiorato potrebbe rappresentare uno strumento più flessibile e meno oneroso rispetto al *golden power* al fine di limitare la vulnerabilità di società operanti in settori strategici, ma non è possibile equiparare i due istituti²⁴⁵. In primo luogo, per poter essere utilizzato il voto maggiorato come strumento anti-scalata da parte dello Stato, tale meccanismo dovrebbe applicarsi alle società con partecipazione pubblica, per le quali però un controllo pubblico eccessivo rispetto alla quota detenuta potrebbe essere visto come un ritorno a politiche incompatibili con la privatizzazione. In secondo luogo, il regime di voto maggiorato si applica solo alle società quotate, mentre il *golden power* copre un campo molto più ampio²⁴⁶.

²⁴⁴ M. MUCCHETTI, in *Liberare capitale per crescere senza indebitarsi*, in *Il Sole 24 ore*, 2 aprile 2020

²⁴⁵ Nel capitolo successivo verranno trattati dettagliatamente tali aspetti, in particolare la possibilità di equiparare il Golden power agli altri strumenti di difesa dalle scalate ostili che l'ordinamento riconosce alle società attaccate.

²⁴⁶ In effetti, la questione del controllo di società strategiche è rilevante anche per le società non quotate.

CAPITOLO III

IL RAPPORTO TRA LA DISCIPLINA DELLE DIFESE ED IL GOLDEN POWER: LE OPA NEI SETTORI STRATEGICI

1. Dalla Golden share al Golden power: l'evoluzione della disciplina

Prima di passare agli aspetti che interessano la nostra tesi, ossia l'analisi dei poteri speciali quali strumenti di difesa dalle scalate da parte di investitori esteri, è necessaria una descrizione della vecchia *Golden share* e un excursus sull'evoluzione che ha portato da quest'ultima all'attuale *Golden power*, attraverso le fasi economico-politiche che si sono susseguite.

Storicamente, gli Stati hanno agito nel mercato per salvaguardare le imprese nazionali nei settori strategici. In Europa, il metodo preferenziale è stato quello di detenere direttamente partecipazioni di controllo all'interno di tali società. Solo più tardi, in seguito ai processi di privatizzazione, si è diffuso lo strumento della *golden share*.

Il recente fenomeno della globalizzazione ha influenzato significativamente il ruolo governativo nell'economia. I sistemi legali dei vari Stati hanno perciò dovuto adattarsi all'espansione dei mercati ed alla loro internazionalizzazione. In Italia, nonostante una Costituzione che sostiene ancora un modello di economia mista in cui lo Stato è uno dei principali attori economici, il quadro legale si è evoluto, per forza di cose, verso la creazione di uno spazio economico aperto e liberale, basato sulle libertà fondamentali di circolazione e che include anche economie esterne. Un ruolo fondamentale dev'essere riconosciuto all'Unione Europea, la quale ha spinto con forza e decisione in un'ottica di denazionalizzazione²⁴⁷, sulla scorta dell'atteggiamento di favor nei confronti della

²⁴⁷ Tale approccio europeo si manifestò soprattutto sia attraverso la previsione di specifiche autorizzazioni per l'erogazione di sovvenzioni ed aiuti di Stato alle imprese pubbliche o private, sia attraverso il controllo del rispetto da parte degli Stati delle libertà di stabilimento e di circolazione dei capitali previste dai Trattati. Il termine "denazionalizzazione" è stato utilizzato da GRUNDMANN e MOSLEIN, in *Golden Shares – State Control in Privatised Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects*, in *European Banking & Financial Law Journal*

creazione di un libero mercato concorrenziale e sempre più indipendente dall'ingerenza statale. L'influenza delle istituzioni europee e la necessità di conformarsi alle nuove strutture economiche globali hanno così spostato il focus dell'Italia come Stato imprenditore a quello di Stato regolatore, transizione osservata praticamente in tutti gli Stati membri dell'Unione Europea. Questo passaggio si è manifestato principalmente attraverso la liberalizzazione dei mercati precedentemente non connotati dalla libera concorrenza e la privatizzazione di settori precedentemente gestiti dal Governo. Per gestire l'apertura al capitale estero di società ritenute di fondamentale importanza, sono stati quindi creati degli strumenti legali idonei a mantenere un certo livello di controllo pubblico sulle imprese privatizzate. La necessità di proteggere attività di interesse collettivo, il cui controllo è passato dal pubblico al privato, ha spinto i Governi a sviluppare meccanismi che consentano l'intervento statale in alcune decisioni strategiche. Da ciò è emersa la figura della *golden share*, la quale è stata oggetto di numerose critiche da parte della Corte di Giustizia UE.

La stessa Corte ha definito le *golden shares* come “*qualsiasi struttura giuridica, applicabile alle singole imprese, che conserva o contribuisce a mantenere l'influenza dell'autorità pubblica su tali società*”²⁴⁸.

Il termine *golden share* descrive i diritti speciali riservati allo Stato nelle società private, sorte a seguito del processo di privatizzazione. L'adozione di tale strumento è giustificata come soluzione temporanea, intesa quindi come regime transitorio, poiché sembra irragionevole conformare immediatamente e completamente le strutture delle società privatizzate a quello delle società che storicamente sono state considerate di pubblico interesse. Questo concetto di *golden share* è particolarmente ampio ed include numerosi strumenti legali presenti nelle discipline di vari Stati, ognuno con una denominazione specifica, a seconda del sistema giuridico locale. Gli strumenti in esame sono noti per la diversità della loro natura legale e per la loro regolamentazione, ma condividono l'elemento comune di un intervento statale nelle operazioni economiche di società che precedentemente erano gestite o controllate da entità governative, al fine di mantenere un certo grado di influenza sulle attività aziendali post-privatizzazione. È proprio in base alla

²⁴⁸ Tale definizione di *golden shares* si rinviene nelle conclusioni presentate il 6 novembre 2008, nella Causa C-326/07, Commissione delle Comunità europee vs Repubblica italiana, dell'Avvocato Generale Damaso Ruiz-Jarabo Colomer

loro natura giuridica che la dottrina ha tentato di operare una classificazione delle varie tipologie di *golden share*:

- 1) In primis, abbiamo il modello della *golden share* britannica, caratterizzata da un'azione unica, speciale, riscattabile, dal valore nominale di una sterlina. La Gran Bretagna, oltre ad essere stato il primo Stato ad intraprendere una massiccia privatizzazione, è stato anche il Paese dove fu per prima teorizzata ed introdotta una disciplina di controllo politico che potesse tutelare lo Stato, con riguardo a determinati settori in cui operavano le imprese dismesse²⁴⁹. Il mezzo attraverso cui si arrivò alla miglior tutela degli interessi governativi fu appunto la *golden share*²⁵⁰. La creazione di uno strumento di così forte controllo costituì una fonte d'ispirazione per diversi Stati, che inserirono negli anni successivi discipline simili nei propri ordinamenti²⁵¹. Attraverso l'istituzione di questo titolo azionario speciale, il Governo si assicurava la possibilità di incidere nelle decisioni fondamentali di gestione societaria. Inoltre, grazie a tale strumento, il Governo inglese non solo riuscì a gestire completamente le sue partecipazioni pubbliche, liquidando le imprese coinvolte e massimizzando i ricavi dalla vendita, ma riuscì anche a mantenere il controllo necessario per prevenire l'acquisizione del controllo societario da parte di investitori esteri, che avrebbero potuto alterare le caratteristiche peculiari della struttura patrimoniale e gestionale delle società. In Inghilterra non esisteva una normativa specifica per regolare l'istituto. Piuttosto, le disposizioni esistenti si limitavano a definire i confini e le soglie entro cui le Autorità, in collaborazione con il Tesoro, potevano acquistare azioni delle società privatizzate. In sostanza, la base del potere della *golden share* era prettamente contrattuale, ossia derivava dallo statuto di ciascuna società interessata, e si adattava in base alla tipologia di società ed alle necessità specifiche di ciascun caso. Tuttavia, nella pratica, l'istituto della *golden share* ha seguito, nel corso del tempo, un modello abbastanza standardizzato. Questa prima idea di un'azione d'oro "contrattuale" di derivazione anglosassone incontrò non pochi problemi

²⁴⁹ HARRIS, in *Il programma di privatizzazione realizzato nel Regno Unito*, in *Economia e Politica industriale*, 55/1987; JENKINSON e MAYER, in *The privatization process in France and the U.K.*, in *Eur. Economic Rev.*, 1988.

²⁵⁰ Introdotta dal Governo Thatcher

²⁵¹ G. SCARCHILLO, in *Dalla Golden share al Golden power, la storia infinita di uno strumento societario*, *Profili di diritto europeo e comparato*

nella prassi, provocando la reazione della CGUE, la quale evidenziò la violazione dei principi di libera circolazione del mercato unico in tutti quei casi in cui il potere riconosciuto al Governo fosse quello di limitare o escludere la possibilità per una società dismessa di prendere una decisione in autonomia²⁵².

- 2) Un altro modello è quello dell'*action spécifique* francese, che divenne lo strumento di protezione degli interessi nazionali maggiormente utilizzato all'interno delle ex imprese pubbliche francesi, e fu introdotta dall'art. 10, comma 2, della legge n. 86-912 del 6 agosto 1986, poi novellata dalla legge n. 93-923 del 19 luglio 1993 e da successive ordinanze²⁵³. La sua creazione è stata quindi attuata attraverso un atto legislativo, ma successivamente è stata implementata nelle singole società attraverso decreti ministeriali che hanno trasformato un'azione ordinaria in un'*action spécifique*, conferendo al Ministro dell'Economia una serie di poteri speciali, quali il potere di gradimento (relativo al superamento di determinate soglie di partecipazione da parte di uno o più soggetti), il potere di nomina (riguardava la possibilità di nominare uno o due soggetti rappresentanti dello Stato nell'organo di amministrazione o in quello di controllo) ed il potere di veto (conferito allo Stato per opporsi alla cessione di determinati know-how strategici).

²⁵² Data la "legittima" struttura variabile dei poteri inseriti nelle società dismesse, la golden share permetteva al Governo, a titolo esemplificativo, di poter esercitare diversi poteri, tra cui: a) esercitare il diritto di veto alla modifica di determinate disposizioni statutarie; b) esercitare diritti di voto c.d. "dormienti" (che scattavano, ad esempio, al momento del raggiungimento del tetto del 15% delle azioni possedute da un singolo azionista o al raggiungimento di un tetto massimo sulle azioni detenute da azionisti stranieri); c) nominare uno o più amministratori all'interno della società; d) imporre l'obbligo di cittadinanza britannica per alcuni o per tutti gli amministratori della società pubblica dismessa; e) richiedere notifica delle partecipazioni eccedenti il 5% del capitale sociale; f) partecipare alle assemblee della società, esercitando, eventualmente, il diritto di voto; g) porre limiti al possesso azionario di singoli azionisti

²⁵³ La disciplina italiana della maggiorazione del voto rinvia il suo diretto precedente nell'ordinamento francese, ove l'art. L225-123, alinea 1, Cod. com. prevede che gli statuti possano attribuire un doppio diritto di voto a tutte le azioni interamente liberate per le quali sia dimostrata un'iscrizione nominativa, per un periodo di almeno due anni, a nome del medesimo azionista. A seguito della riforma attuata con la c.d. Loi Florange 46, l'art. L225-123 si è arricchito di una previsione speciale dedicata alle società le cui azioni sono ammesse alla negoziazione sul mercato regolamentato (successivamente rifluita nell'articolo L22-10-46). In tali società il diritto di voto doppio diventa norma di default, derogabile solo successivamente all'entrata in vigore della Loi Florange⁴⁷, per tutte le azioni interamente liberate per le quali si dimostri un'iscrizione nominativa da due anni a nome del medesimo azionista, nonché per le azioni nominative attribuite gratuitamente ai sensi dell'alinea 2, art. L225-123.

1.1. La golden share in Italia: i poteri speciali italiani e il decreto legge n. 332/1994 (convertito in legge n. 474/1994). I problemi legati all'utilizzo dei poteri speciali.

Nel nostro ordinamento, il processo di privatizzazione ebbe il via all'inizio degli anni novanta e fu marcato da una serie di provvedimenti e leggi che complicarono notevolmente il contesto legale nazionale, dando origine ai c.d. *poteri speciali* italiani²⁵⁴. La privatizzazione, in Italia, fu influenzata da diversi e numerosi elementi, tra i quali ha avuto una posizione preminente rispetto agli altri l'appartenenza ad un ambito economico e finanziario internazionale come quello dell'Unione Europea. In tale contesto, si era già avviato un movimento verso la compressione del ruolo economico dello Stato, con un atteggiamento di favor nei confronti di politiche che favorivano una maggiore concorrenza ed un mercato più indipendente dalle interferenze statali. L'introduzione di poteri speciali nell'ordinamento italiano trasse ispirazione, pur differenziandosi in alcuni dettagli, dal modello della *golden share* britannico e dell'*action spécifique* francese, andando quindi a costituire una fattispecie ibrida.

Il percorso di privatizzazione in Italia si sviluppò in due distinte fasi. Vi fu prima una fase *formale*, che vide l'adozione delle leggi n. 35/1992 e n. 359/1992, le quali facilitarono la trasformazione degli enti di gestione pubblica in società per azioni. Durante questa fase iniziale, le azioni intraprese dal Governo non modificarono la struttura proprietaria, lasciando allo Stato il controllo maggioritario, sia di fatto che di diritto. Successivamente, il decreto legge n. 332/1994, convertito in legge n. 474/1994, portò a termine, anche sotto un punto di vista *sostanziale*, un processo di privatizzazione che fino a quel momento aveva assunto solo carattere formale. Questo intervento legislativo non solo stabilì le prime regole in materia di poteri speciali, ma delineò anche le modalità attraverso le quali il Governo avrebbe dovuto disinvestire le partecipazioni statali, gestite direttamente dallo Stato o dagli enti pubblici. Le opzioni di dismissione, definite da un apposito decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, includevano l'offerta pubblica, la trattativa diretta

²⁵⁴ Si sono espressi in merito molti giuristi, tra cui in particolare: CASSESE, in *Privatizzazioni: una prospettiva comparata (Le imprese pubbliche dopo le privatizzazioni)*, in *Stato e mercato*, n. 35, 1992; MARCHETTI, in *Le privatizzazioni in Italia (Saggi-Leggi-Documenti)*, Milano, 1995; SCHLESINGER, in *La legge sulla privatizzazione degli enti pubblici economici*, in *Rivista delle società*, 1992

o l'utilizzo combinato di entrambe le strategie. In ogni caso, è importante sottolineare come le privatizzazioni "all'italiana" non sono state esenti da talune controindicazioni di particolare rilevanza, teorica e operativa, da subito oggetto di critica da parte della dottrina più attenta²⁵⁵.

Nel nostro sistema legale, i poteri equivalenti alla *golden share* sono stati quindi introdotti per la prima volta²⁵⁶ con l'art. 2 del decreto legge n. 332/1994²⁵⁷, recante "norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni", e che disciplina appunto i cc.dd. *poteri speciali*. Sebbene nel linguaggio comune si utilizzi il termine *golden share* per riferirsi a tali poteri, a differenza delle esperienze nel Regno Unito ed in Francia, la possibilità di utilizzarli riconosciuta ad un ente pubblico non deriva dal possesso statale di una partecipazione di una quota azionaria nelle società cui sono applicati, ma è garantita aprioristicamente, semplicemente perché l'impresa privatizzata opera in settori considerati di interesse pubblico. Nella loro formulazione originaria, i poteri speciali venivano attribuiti al Ministero del Tesoro e consentivano allo Stato di esercitare una serie di poteri, quali: il potere di approvare o meno l'acquisizione di quote significative nelle società; il potere di esprimere un parere preventivo su determinati patti parasociali o altri accordi; la facoltà di opporsi all'approvazione di decisioni relative allo scioglimento della società, al trasferimento d'azienda, alle operazioni di fusione, a quelle di scissione, al trasferimento

²⁵⁵ Così F. RIGANTI, in *I golden powers tra vecchie privatizzazioni e nuova disciplina emergenziale*

²⁵⁶ In realtà, con riferimento al codice civile, alcuni autori hanno individuato tracce di poteri speciali negli artt. 2458 c.c. e ss. L'art. 2458 c.c., giova ricordare, prevedeva la possibilità che l'atto costitutivo riconoscesse in capo allo Stato o agli enti pubblici proprietari di azioni in una società – ma tale requisito poteva essere superato, in forza dell'art. 2459 c.c. – la facoltà di nominarne uno o più amministratori o sindaci. L'art. 2460 c.c., inoltre, indirizzava la scelta del presidente del collegio sindacale tra i sindaci nominati dallo Stato. L'art. 2461 c.c., infine, confermava l'estensione delle norme in tema di società per azioni anche a quelle, tra queste, ritenute d'interesse nazionale.

²⁵⁷ L'art. 2 del decreto legge n. 332/1994 dispose "Tra le società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato operanti nel settore della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia, e degli altri pubblici servizi, sono individuate con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, adottato su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze, di intesa con il Ministro delle attività produttive, nonché con i Ministri competenti per settore, previa comunicazione alle competenti Commissioni parlamentari, quelle nei cui statuti, prima di ogni atto che determini la perdita del controllo, deve essere introdotta con deliberazione dell'assemblea straordinaria una clausola che attribuisca al Ministro dell'economia e delle finanze la titolarità di uno o più dei seguenti poteri speciali da esercitare di intesa con il Ministro delle attività produttive".

della sede legale all'estero ed alla modifica dell'oggetto sociale; il diritto di nominare almeno un membro dell'organo amministrativo (o fino a un quarto dei suoi membri), senza diritto di voto, ed un sindaco.

Questa prima versione presentava caratteristiche peculiari ed uniche che fin da subito l'hanno distinta dagli strumenti equipollenti adottati negli altri Stati europei, ma che hanno suscitato nel contempo numerose critiche da parte della dottrina e, in particolare, da parte della Commissione europea.

- 1) In primis, motivo di discussione è stata la portata operativa di tale strumento giuridico, la quale era completamente arbitraria. La scelta delle società cui applicare i poteri speciali era, infatti, a discrezione del Presidente del Consiglio. Inoltre, l'esercizio di tali poteri non era legato al possesso di alcuna azione nelle società privatizzate.
- 2) In secondo luogo, oggetto di critica sono stati anche i criteri per l'utilizzo dei poteri speciali nelle società designate, i quali non erano definiti chiaramente dalla normativa e, per tale motivo, ne emergeva un ambito di applicazione non ben delimitato.
- 3) Infine, un altro aspetto cruciale riguardava la durata di questi poteri speciali, i quali, secondo la legge italiana, potevano essere utilizzati anche dopo la vendita totale delle azioni statali, senza stabilire un limite temporale massimo per il loro esercizio, consentendo così l'adozione di certe prerogative a tempo indeterminato.

Questi aspetti furono al centro di una lunga spirale di critiche ed attirarono l'attenzione della Commissione europea, portando ad una serie di sentenze negative da parte della Corte di Giustizia europea nei confronti dell'Italia²⁵⁸.

²⁵⁸ Per una ricostruzione più analitica della complessa problematica ivi affrontata si rimanda a F. GOISIS, in *La natura delle società a partecipazione pubblica tra interventi della Corte europea di giustizia e del legislatore nazionale*, Nota a CGCE sez. I 23 ottobre 2007 (causa C-112/05); CGCE sez. I 6 dicembre 2007 (cause riunite C- 463/04 e C-464/04), in *Rivista italiana diritto pubblico comunitario*, 2008, 396 ss.

1.2. Analisi giurisprudenza europea sull'applicazione della Golden share e le sanzioni della CGUE allo Stato italiano: "Non è tutto oro quello che luccica".

Il controverso tema della *golden share* e dei *poteri speciali* conferiti allo Stato nelle società privatizzate ha catturato l'attenzione non solo della dottrina, bensì soprattutto della giurisprudenza europea. Questo interesse è chiaramente legato alle particolari caratteristiche di tali strumenti che, come già osservato, concedono al Governo, seppur attraverso modalità differenti a seconda dell'ordinamento interessato, una serie di diritti e restrizioni statutarie nelle società che, per opera di un processo di privatizzazione, non rientrano più nella sfera economica esclusiva dello Stato. La legittimità degli strumenti in esame è stata ampiamente contestata, sia in termini di compatibilità con le leggi nazionali, in quanto introducono significative eccezioni all'ordinario regime societario, sia soprattutto rispetto ai principi di libera circolazione dei capitali ed al diritto di stabilimento, principi chiave del sistema europeo. Un ruolo decisivo, forse il più significativo, nell'analisi e nei dibattiti sui poteri speciali è stato ricoperto dalla Corte di Giustizia UE, che si è trovata al centro di una rete di controversie che ha visto gli Stati membri difendere il proprio diritto di proteggere gli interessi nazionali contro la Commissione europea, la quale, dall'altro lato, ha costantemente tentato di censurare e sanzionare qualsiasi disposizione, privata o pubblica, che fosse in contrasto con i principi fondamentali del diritto europeo²⁵⁹.

In merito a tale aspetto, innanzitutto, è necessario menzionare la Comunicazione 97/C 220/06, nella quale la Commissione europea, analizzando il contesto normativo relativamente alla libera circolazione dei capitali ed alla libertà di stabilimento, ha definito una classificazione cruciale per determinare quando la *golden share* potesse essere stata considerata in accordo o disaccordo con i principi cardine dell'Unione Europea. Tale Comunicazione mirava a fornire agli Stati membri delle direttive per l'implementazione di tali strumenti, che avrebbero potuto rappresentare barriere agli investimenti sia all'interno che all'esterno dell'Unione. Nel documento in questione è stato chiarito che, ai sensi degli artt. 46 e 53 del Trattato CE, sono proibite le restrizioni ai movimenti di capitale tra gli Stati membri, e che tali restrizioni configurano una violazione dei principi

²⁵⁹ BASSAN, in *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato sull'economia*

della libera circolazione dei capitali e della libertà di stabilimento, qualora impediscano ad un investitore di entrare in una società o di stabilirvisi permanentemente.

Dunque, tutto ciò ha portato la Corte di Giustizia ad una serie di decisioni, tutt'altro che favorevoli. Essa ha dovuto necessariamente affrontare nel merito la tematica della compatibilità con il diritto comunitario dei regimi nazionali che riservano, appunto, al Governo determinate prerogative di intervento sulla struttura azionaria e sulla gestione delle imprese privatizzate appartenenti a settori strategici dell'economia.

Il primo intervento della Corte di Giustizia nei confronti dello Stato italiano risale al 2000²⁶⁰, quando la stessa decise di sanzionare la disciplina dei poteri speciali contenuta nel decreto legge n. 322/1994, ritenendola in contrasto con i principi sopra menzionati. È da questo momento che si genera la necessità di precisare che l'esercizio dei poteri speciali non possa essere fondato su generici obiettivi di politica economica ed industriale, bensì su motivi specifici di ordine pubblico, sicurezza e difesa²⁶¹. Alla luce di questa nuova prospettiva, con il DPCM 11 febbraio 2000, il Governo italiano decise di rispondere alle critiche che gli erano state mosse dalla Commissione relativamente alla scarsa chiarezza dei criteri stessi e, inoltre, intese limitare i poteri speciali alla tutela di determinati e specifici interessi. Fu solo con il decreto in questione che il Governo precisò che l'uso dei poteri speciali fosse ammesso esclusivamente per motivi indispensabili di interesse generale, soprattutto in relazione all'ordine pubblico, alla sicurezza nazionale, alla salute ed alla difesa. Infine, il decreto chiariva la ratio della golden share italiana, stabilendo che la giustificazione di tali poteri consiste nella sentita esigenza di salvaguardare gli interessi vitali dello Stato, considerati imprescindibili, tenendo conto degli obiettivi in materia di privatizzazioni e di tutela della concorrenza e del mercato. Successivamente, il legislatore italiano intervenne nuovamente, stavolta con la legge n. 350/2003, con la quale, dando adito alle richieste provenienti dalla CGUE, venne riformata la disciplina in tema di poteri speciali, rendendola conforme ai principi fissati

²⁶⁰ Cfr. Corte di Giustizia. 23 maggio 2000, causa C-58/99, Commissione vs. Italia, in Rep. Foro it., 2000, voce Unione europea, n. 923. La Commissione stabilì che *“tali poteri possono scoraggiare l'esercizio delle libertà fondamentali del Trattato, e devono soddisfare quattro requisiti, cioè devono applicarsi in modo non discriminatorio, devono essere giustificati da motivi imperativi d'interesse generale, devono essere idonei a garantire il conseguimento dell'obiettivo perseguito e non devono andare oltre quanto necessario per il raggiungimento di questo”*.

²⁶¹ In merito si è espresso L. SCIPIONE, in *La golden share nella giurisprudenza comunitaria: criticità e contraddizioni di una roccaforte inespugnabile*, in *Opinioni Diritto societario*

dalla Commissione europea ed alla giurisprudenza della CGUE e mutando in maniera sostanziale le peculiarità di tali strumenti²⁶². Per effetto degli emendamenti realizzati, il nuovo art. 2 decreto legge n. 322/1994: circoscrive la presenza della golden share alle società operanti in quei settori ritenuti vitali per il Paese; vincola l'esercizio dei poteri speciali alle sole fattispecie in cui l'operazione rechi pregiudizio agli interessi vitali dello Stato, rinviando ad un apposito decreto del Presidente del Consiglio dei ministri la definizione dei criteri con i quali i poteri medesimi dovranno essere esercitati; introduce il *potere di opposizione* in caso di rilevanti modifiche degli assetti proprietari, ossia di opporsi all'assunzione di partecipazioni rilevanti pari almeno al 5% del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto²⁶³ ed alla conclusione di patti parasociali (nel caso in cui gli aderenti al patto rappresentino almeno il 5% del capitale sociale costituito da azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria), in luogo del potere di gradimento preventivo²⁶⁴; limita il potere di nomina esclusivamente ad un solo amministratore, privo del diritto di voto; specifica che il pericolo non può essere generico, ma deve riguardare ipotesi gravissime ed estreme, che mal si adattano a coprire semplici finalità di politica economica e industriale, quali l'ordine pubblico, la sanità, la difesa nazionale, l'approvvigionamento delle materie prime, la sicurezza delle reti, la continuità dei servizi pubblici essenziali, delle telecomunicazioni e dei trasporti²⁶⁵. Con il DPCM del 10 giugno 2004, sono stati poi individuati i criteri che definitivi delle circostanze in cui i poteri speciali possono essere esercitati dallo Stato²⁶⁶.

²⁶² GHEZZI e VENTORUZZO, La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato, in Rivista delle società, 2008

²⁶³ Il raggiungimento del limite che costituisce una partecipazione rilevante è valutato calcolando, nel caso in cui si tratti di una persona fisica, le quote detenute dal socio e dai membri del suo gruppo familiare (coniuge non separato legalmente e figli minori). Sono altresì calcolate le quote detenute dal gruppo di appartenenza, costituito dal soggetto (anche diverso da una società) che esercita il controllo, dalle società controllate e dalle società collegate. Sono, infine, computate anche le quote detenute, direttamente o indirettamente, dagli aderenti a patti parasociali, nel caso in cui tali patti riguardino il 10% delle azioni con diritto di voto nel caso di società quotate e il 20% delle quote o delle azioni con diritto di voto nel caso di società non quotate.

²⁶⁴ Ai fini della definizione di partecipazioni rilevanti il Ministro può, peraltro, anche stabilire, con proprio decreto, una percentuale più bassa. Lo stesso vale per la percentuale relativa ai patti parasociali.

²⁶⁵ La descrizione del nuovo art. 2 D.L. 233/1994, modificato dalla L. 350/2003, viene fornita da L. SCIPIONE, op. cit.

²⁶⁶ *“I poteri speciali di cui all’art. 2 del decreto legge n. [332/1994] sono esercitati esclusivamente ove ricorrano rilevanti e imprescindibili motivi di interesse generale, in particolare con riferimento all’ordine pubblico, alla sicurezza pubblica, alla sanità pubblica e alla difesa, in forma e misura idonee e proporzionali alla tutela di detti interessi, anche mediante l’eventuale*

Nel 2006, la Commissione scese nuovamente in campo, denunciando l'Italia dinanzi la CGUE per l'esercizio dei poteri speciali in Eni, Enel, Finmeccanica e Telecom, sempre affermando che le disposizioni della normativa italiana riguardanti gli investimenti nelle società privatizzate costituiscono restrizioni ingiustificabili, in contrasto con i soliti principi dettati agli artt. 46 e 53 Trattato CE. La Commissione ritenne che l'utilizzo dei poteri speciali previsti dalla normativa fosse particolarmente eccessivo e sproporzionato rispetto agli obiettivi considerati. Inoltre, la stessa reputò che i criteri previsti per esercitare detti poteri fossero caratterizzati da un'estrema vaghezza ed avessero una portata indeterminata e, pertanto, "concedessero alle Autorità nazionali ampi poteri discrezionali nel giudicare i rischi per gli interessi vitali dello Stato". L'incertezza rappresenta un ostacolo ingiustificato per gli investitori stranieri che desiderano stabilirsi in Italia e influenzare la gestione delle imprese. Secondo la Commissione, la formulazione utilizzata era particolarmente eccessiva rispetto alla necessità di tutelare gli interessi pubblici e sarebbe stato possibile affrontare tali preoccupazioni tramite disposizioni decisamente meno restrittive.

Per tutti gli anni 2000 la situazione non mutò, sino all'accoglimento dell'ennesimo ricorso della Cassazione, in cui la Corte di Giustizia Europea sentenziò, sulla scia di quanto già più volte espresso, la bocciatura nei confronti della *golden share italiana*, ritenendola ancora contraria alla libertà di stabilimento e di circolazione di capitali.

Infatti, la CGUE, nel 2009, ha nuovamente respinto la *golden share all'italiana*, giudicandola contraria alla libertà di stabilimento ed alla libera circolazione dei capitali, sia con riferimento alle disposizioni del decreto del 1994, che a quelle stabilite nel 2004. La sentenza della Corte di Giustizia europea del 26 marzo 2009 (C-326/07) segnò la fine della *golden share* così come era stata introdotta nel 1994. I poteri speciali previsti negli statuti di ENI e Telecom Italia, criticati dalla Corte nel 2000, furono soggetti ad un intervento normativo attraverso il DPCM del 10 giugno 2004, in attuazione dell'art. 4, comma 230 della Legge finanziaria n. 350/2003. Nonostante questo intervento, la Commissione Europea deferì l'Italia nel giugno 2006, sostenendo che il decreto del 2004 non specificava in modo sufficiente i criteri di esercizio dei poteri speciali. La Corte di

previsione di opportuni limiti temporali, fermo restando il rispetto dei principi dell'ordinamento interno e comunitario, e tra questi in primo luogo del principio di non discriminazione". Il secondo comma del decreto delimitò l'utilizzo dei poteri speciali solo laddove fossero ricorse determinate circostanze.

Giustizia europea accolse le obiezioni dell'Avvocato Generale, stabilendo che l'Italia aveva violato gli obblighi derivanti dagli artt. 43 CE (libertà di stabilimento) e 56 CE (libera circolazione dei capitali). In particolare, la Corte criticò il fatto che il decreto del 2004 non fornisse indicazioni sufficientemente chiare sulle circostanze in cui i criteri per l'esercizio del potere di veto potevano essere applicati, creando incertezza per gli investitori.

Secondo la Corte di Strasburgo, i poteri speciali che consentivano allo Stato di opporsi all'acquisto di partecipazioni superiori al 5% in società come ENI, Finmeccanica, Telecom ed Enel, oppure di veto alla stipula di accordi tra azionisti, scoraggiavano gli investitori esteri e andavano oltre quanto necessario per proteggere gli interessi pubblici. Questa sentenza spinse il legislatore a rivedere organicamente la disciplina sulla golden share, portando anche la Commissione Europea a chiudere la procedura di infrazione aperta contro l'Italia.

Per definire con precisione il campo di indagine, la Corte ha utilizzato un approccio logico-geometrico, tenendo conto della varietà e delle possibili combinazioni dei poteri speciali.

In particolare, la Corte ha compiuto una distinzione tra due situazioni:

- 1) i *poteri di opposizione dello Stato*, i quali riguardano l'acquisizione di partecipazioni e la conclusione di accordi tra azionisti che rappresentano una specifica percentuale dei diritti di voto;
- 2) il *potere di veto su decisioni aziendali*, il quale consente di opporsi a determinate decisioni all'interno della società.

Inoltre, la CGUE ha stabilito preventivamente che i criteri relativi all'esercizio dei poteri di opposizione dovessero essere esaminati alla luce di entrambe le disposizioni del Trattato che sono oggetto di contestazione. Per quanto riguarda, invece, il potere di veto, i criteri stabiliti nel decreto del 2004 devono essere valutati esclusivamente in base all'articolo 43 del Trattato CE, escludendo un esame autonomo alla luce dell'articolo 56 del Trattato CE.

La Corte ha ritenuto che questo potere riguardi decisioni endosocietarie e, pertanto, coinvolga solo azionisti in grado di esercitare un'influenza significativa sulle società considerate.

2. Il passaggio al golden power: i nuovi poteri speciali ed il compito di protezione affidato allo Stato

Le critiche mosse dalla Commissione e le bocciature da parte della CGUE che abbiamo evidenziato, nel complesso, hanno condotto l'Italia ad operare un'importante rivisitazione "europeista" della materia. L'evoluzione naturale è avvenuta con il decreto legge n. 21/2012, recante "*norme in tema di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni*", convertito nella legge n. 56/2012, istituendo il nuovo quadro regolamentare in tema di poteri speciali e sancendo, in sintesi, il passaggio dalla *golden share* al *golden power*²⁶⁷, indipendente dalla partecipazione dello Stato nelle aziende private, ma attivabile in virtù dell'appartenenza di queste ultime a determinati settori²⁶⁸.

Il *golden power* può essere visto come l'espressione più diretta dell'identità di uno Stato, ossia della sua autorità sovrana in termini di controllo del potere. Questo strumento è d'ausilio per comprendere come l'Italia si rappresenta e valuta costantemente le proprie priorità. L'impiego di questi poteri speciali, per essere veramente efficace, deve aderire al principio secondo cui tali misure difensive siano eccezionali, stabilendo una chiara gerarchia di interessi. Ciò si basa sul concetto che se ogni cosa fosse considerata strategica, in realtà nulla lo sarebbe veramente.

Le disposizioni in esame hanno riformato completamente il sistema, conseguentemente ai numerosi richiami ed alle varie pronunce di condanna, andando ad individuare specificamente gli interessi tutelati. La normativa stabilisce regole sostanziali e procedurali decisamente più oggettive rispetto a quelle previgenti per governare l'intervento dello Stato in certe situazioni relative al settore privato, quando queste ultime si collocano in specifici settori di attività predefiniti.

²⁶⁷ Tale definizione venne introdotta con lo scopo precipuo di porre l'accento sulla differenza rispetto al precedente istituto della *golden share* (termine generale con il quale ci si è sempre riferiti a tutti i precedenti strumenti utilizzati per mantenere un controllo sulle imprese privatizzate) e di estendere l'utilizzo di tale termine agli strumenti di monitoraggio che si sarebbero potuti utilizzare all'interno dei settori strategici.

²⁶⁸ In merito si è espresso A. COMINO, in "*Golden powers*" per dimenticare la "*golden share*": le nuove forme di intervento pubblico sugli assetti societari nei settori della difesa, della sicurezza nazionale, e delle comunicazioni, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*

In particolare, il legislatore italiano ha emanato una disciplina innovativa in materia di poteri di intervento dello Stato, circoscrivendo i poteri speciali del Governo solo ai casi relativi ad operazioni straordinarie riguardanti *imprese strategiche*, operanti nei settori di difesa e sicurezza nazionale e per gli attivi strategici nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni (c.d. *settori strategici*). Si tratta delle imprese che svolgono “attività di rilevanza strategica per il sistema di difesa e sicurezza nazionale, nonché quelle che detengono le reti e gli impianti, i beni e i rapporti di rilevanza strategica per il settore dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni”.

Tali poteri si manifestano, a seconda delle circostanze, nella facoltà di imporre condizioni specifiche, esercitare il diritto di veto o stabilire restrizioni su certe operazioni straordinarie²⁶⁹. In particolare, la legge richiede che l'esecuzione di operazioni ben individuate dalla legge, le c.d. operazioni rilevanti, sia oggetto di una notifica²⁷⁰, dopo la quale lo Stato può formulare le proprie decisioni riguardo l'applicazione o meno dei *golden powers*. In caso di inosservanza delle procedure o delle condizioni stabilite, sono previste delle sanzioni che possono includere la sospensione dei diritti di voto, l'annullamento degli atti effettuati o l'imposizione di sanzioni amministrative.

A differenza del regime precedente, tale normativa, subordina l'utilizzo dei poteri speciali allo svolgimento di un'attività considerata di rilevanza strategica, a prescindere dalla loro natura pubblica o privata. Per quanto concerne l'ambito applicativo la disciplina del *golden power* copre sia le società precedentemente in controllo pubblico sia quelle che non lo sono mai state, ma che pongono in essere attività ritenute strategiche per lo Stato. Questo significa che il Premier ha il compito specifico di identificare, senza alcuna discriminazione all'interno di tutte le società, queste attività strategiche, e quindi l'effettivo e concreto esercizio del potere speciale. È chiaro come. Inoltre, la nuova regolamentazione ha stabilito che i criteri per l'applicazione e l'esercizio dei *golden powers* debbano essere definiti esclusivamente attraverso fonti di rango primario, come

²⁶⁹ I poteri di veto e di opposizione, che sono quelli che limitano al massimo grado l'autonomia privata delle imprese, devono essere adottati, in ossequio al principio di proporzionalità, solo come estrema ratio e quando l'imposizione di specifiche condizioni o prescrizioni non siano in grado di tutelare in modo adeguato gli interessi pubblici garantiti dalla disciplina. L'esercizio dei poteri speciali sotto forma di prescrizioni e condizioni rappresenta la fattispecie più frequente di esercizio dei poteri speciali.

²⁷⁰ La notifica delle operazioni rilevanti ha un ruolo fondamentale nella disciplina dei poteri speciali riconosciuti allo Stato.

il decreto-legge, modificando così la prassi precedente che ne prevedeva la definizione tramite fonti di rango secondario, come il decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri. Tutto ciò per far sì che le condizioni, i requisiti e le modalità di esercizio dei poteri speciali siano riconducibili ad atti aventi forza di legge e, in quanto tali, sottratti alla discrezionalità del Governo.

Relativamente ai nuovi poteri, il legislatore ha introdotto un complesso di regole, attraverso le quali l'Esecutivo ha facoltà di: adottare determinate condizioni ed impegni diretti per tutelare gli interessi essenziali dello Stato; apporre veti riguardo l'adozione di alcune delibere societarie; opporsi all'acquisto di partecipazioni da parte di un soggetto diverso dallo Stato, ente pubblico, o soggetto controllato da questi, che comportino la possibilità per l'acquirente di esercitare in qualsiasi modo diritto di voto che potrebbe compromettere gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale. Con la novella normativa viene, invece, ad essere eliminato il potere di opporsi a determinati patti parasociali o accordi ed il potere di nominare un amministratore senza diritto di voto²⁷¹. Con l'adozione di tali disposizioni, il legislatore ha quindi introdotto un insieme di obblighi di notifica alla Presidenza del Consiglio, al fine di consentirne l'effettiva attività ispettiva.

Per quanto riguarda la struttura del decreto legge in oggetto, essa si articola in due parti, tenendo conto dei citati settori di interesse della disciplina e focalizzando alcuni punti chiave per delineare l'architettura dell'intervento statale, la quale ha avuto impatti operativi significativi. In particolare, l'art. 1 del decreto tratta i settori della difesa e della sicurezza nazionale, mentre l'art. 2 riguarda le questioni legate agli attivi strategici nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni. Inoltre, nel raggio d'azione dell'art. 1 rientrano anche i servizi di comunicazione a banda larga con tecnologia 5G, introdotti nel 2019 all'art. 1-bis, in quanto sono considerati attività di rilevanza strategica nei settori della difesa e della sicurezza nazionale.

Si parla, in tal senso, di una *golden share a due livelli*²⁷². Per le operazioni di rilevanza strategica nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, il Governo può esercitare il suo diritto di veto in occasione di acquisizioni, sia da parte di società extracomunitarie, sia da parte di società appartenenti ad uno degli Stati membri. Invece, per i settori

²⁷¹ G. SCARCHILLO, *op. cit.*

²⁷² MOBILI, in *Golden share a due livelli*, in *Il Sole 24 Ore*, 2012

dell'energia, delle telecomunicazioni e dei trasporti, i *golden powers* del Governo possono essere attivati solo qualora gli acquirenti siano extra-europei.

La differenza più notevole tra la tutela dei settori di cui all'art. 1 e quella dei settori di cui all'art. 2, si trova nei criteri che legittimano l'applicazione dei *golden powers*. Specificatamente, l'art.1 della nuova legge richiede esclusivamente “la minaccia di un grave pregiudizio per gli interessi della difesa nazionale”; mentre per i settori indicati all'art. 2, data la loro particolare rilevanza, le condizioni per l'esercizio dei poteri in esame devono rispecchiare una “situazione eccezionale, non disciplinata dalla normativa nazionale ed europea di settore, di grave pregiudizio per gli interessi pubblici circa la sicurezza e il funzionamento delle reti e degli impianti, nonché per la continuità degli approvvigionamenti”. Questa distinzione indica l'intento del legislatore di offrire una protezione più intensa ed un controllo più stringente sui settori della difesa e della sicurezza nazionale, attraverso la previsione di un regime decisamente più rigido, e stabilendo che i poteri speciali per i settori menzionati all'art. 2 possano essere attivati solo in situazione di particolare straordinarietà.

Le *rationes* alla base di questo ridimensionamento del controllo statale nei settori dell'energia, dei trasporti e delle telecomunicazioni si può attribuire all'impegno volitivo del Governo italiano di evitare ulteriori sanzioni da parte della CGUE, nonché a seguito della miriade di opinioni contrarie espresse dall'AGCOM, dal Consiglio di Stato e dalla dottrina maggioritaria, i quali richiedevano a gran voce una revisione della disciplina stessa. Al contrario, la maggiore invasività nei settori della difesa e della sicurezza nazionale è giustificata dalla maggiore rilevanza che questi ultimi hanno nella scala degli interessi essenziali dello Stato e dal fatto che tali materie siano sempre state di competenza nazionale e ancora oggi non sono interessate come le altre da un processo di armonizzazione da parte dell'UE²⁷³. Pertanto, negli anni successivi, il legislatore è intervenuto ulteriormente in questa direzione con una serie di decreti, volti a ridurre l'ambito di applicazione dei *golden powers* nei settori di cui all'art.2.

I poteri conferiti allo Stato dall'art. 1, per quanto riguarda le imprese che operano nei settori critici della difesa e della sicurezza nazionale, includono: il potere di imporre

²⁷³ S. ALVARO, M. LAMANDINI, A. POLICE e I. TAROLA, in *La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta tecnologia, Il golden power dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie*, in *Quaderni giuridici CONSOB*, 20 febbraio 2019

specifiche condizioni relative alla sicurezza degli approvvigionamenti, alla sicurezza delle informazioni, ai trasferimenti tecnologici e al controllo delle esportazioni nei confronti di chiunque acquisti una partecipazione in imprese strategiche; il potere di veto rispetto all'adozione di delibere da parte dell'assemblea dei soci o del consiglio di amministrazione di una impresa strategica; il potere di opporsi all'acquisto, in imprese strategiche e da parte di un soggetto diverso dallo Stato o da enti pubblici italiani o da questi controllati, di una partecipazione tale da compromettere nel caso specifico gli interessi della difesa e della sicurezza nazionale.

I poteri speciali di cui tratta l'art. 2, invece, si applicano sia a determinate operazioni societarie sia ai trasferimenti di partecipazioni di controllo. Per quanto riguarda le prime, il Governo ha la capacità di esercitare il veto su qualsiasi risoluzione, atto o operazione che possa alterare gli assetti proprietari o la gestione degli asset aziendali, o cambiarne la destinazione d'uso. Per quanto riguarda i trasferimenti, un altro diritto riservato allo Stato nei settori dell'energia, delle telecomunicazioni e dei trasporti è quello di condizionare, in caso di acquisizioni da parte di soggetti extra-UE, di rilevanza tale da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società interessata, l'efficacia al rispetto da parte dell'acquirente di specifici impegni o, in casi eccezionali, di opporsi all'acquisto, qualora quest'ultimo rappresenti una seria minaccia agli interessi essenziali dello Stato²⁷⁴. Questi poteri particolarmente significativi ed incisivi sono equilibrati da limitazioni ben definite, che includono: l'accurata identificazione di attività strategicamente importanti in diversi settori; la legittimazione per l'uso di poteri speciali che si basa su un concetto ampio di interesse nazionale, interpretato in modi diversi a seconda dei vari settori strategici; infine, è istituito un sistema di sorveglianza che si appoggia all'introduzione di una nuova forma di giurisdizione esclusiva che procede tramite un rito accelerato.

Osservando con attenzione l'evoluzione delle normative sulla *golden share* e l'attuale configurazione del *golden power*, emerge chiaramente come le limitazioni ai diritti, giustificate dall'interesse statale, creino una barriera tecnica nei confronti di coloro che desiderano avviare un'OPA sulle società operanti nei settori disciplinati dalla legge n.

²⁷⁴ L'art. 2, comma 6, decreto legge n. 21/2012, convertito in legge n. 56/2012, prevede che “*In casi eccezionali di rischio per la tutela dei predetti interessi, non eliminabili attraverso l'assunzione degli impegni di cui al primo periodo, il Governo può opporsi, sulla base della stessa procedura, all'acquisto*”.

56/2012. Sebbene queste barriere siano diventate, nel corso del tempo, meno restrittive, rispetto a quanto previsto dalla legislazione del 1994, resta comunque evidente che la partecipazione dello Stato nel processo decisionale delle società target rappresenta un ostacolo non facilmente trascurabile, inducendo gli offerenti a virare verso bersagli meno complessi da acquisire.

3. Interventi normativi successivi: il Decreto Liquidità, la nuova disciplina emergenziale e le misure per la ripartenza del sistema produttivo italiano. La rimodulazione del ruolo dello Stato nei meccanismi di mercato a tutela degli interessi nazionali. Coronavirus e golden power.

Nel corso degli anni, la regolamentazione originaria è stata all'uopo oggetto di numerose modifiche legislative, spesso in risposta ad eventi eccezionali che hanno avuto un impatto significativo anche sui rapporti economici, evidenziando la necessità di rimodulare il ruolo dello Stato nei meccanismi di mercato a tutela degli interessi nazionali, al fine di contenere l'impatto negativo che si è abbattuto sullo Stato italiano in seguito alla crisi pandemica²⁷⁵. Le conseguenze negative scatenate dalla pandemia hanno fatto precipitare l'economia italiana in una crisi senza precedenti. La sospensione estesa delle operazioni industriali si è sovrapposta ad un drastico calo della domanda sia interna che esterna, portando ad una diminuzione marcata della produttività in Italia ed esponendo il Paese a significativi pericoli per la sua stabilità socio-economica. A livello industriale, il lockdown ha causato un calo della competitività di tutte le attività economiche. La devalorizzazione degli assets industriali cruciali ha esposto questi ultimi a rischi sempre maggiori, rendendoli preda degli interessi economici degli investitori internazionali. In tale contesto, è diventata cruciale la *geopolitica della protezione*²⁷⁶, il cui strumento principale sono i meccanismi nazionali di controllo degli investimenti, ossia i nostri *golden powers*.

²⁷⁵ La normativa sul golden power, infatti, è stata sottoposta a numerose modifiche negli anni rispetto ai campi di applicazione dello strumento. Dal 2017 in poi, in particolare, sono stati progressivamente aumentati i settori strategici, che con la pandemia del 2020, addirittura su sollecitazione europea, sono stati ampliati nuovamente in modo da includere in particolare il settore sanitario

²⁷⁶ Alessandro Aresu, in *Golden power e nuovo Iri. Come proteggere l'Italia*, in *Il vincolo interno* (Limes, n. 4/2020)

In particolare, durante e dopo la pandemia da Covid-19²⁷⁷, si è osservato un incremento del potere statale di intervento contro l'acquisizione di partecipazioni societarie, in quanto era necessario dotare il Governo di uno strumento giuridico rafforzato per una piena tutela degli interessi economici, finanziari, industriali e scientifici.

Il tema dei golden powers è stato recentemente rivisitato dal Decreto Liquidità (decreto legge n. 23/2020), il quale ha stabilito “*misure urgenti relative all'applicazione dei poteri speciali in settori di importanza strategica*”. Questo argomento ha acquisito particolare rilevanza, soprattutto sotto le spinte delle numerose misure emergenziali adottate in risposta alla crisi pandemica. Le novità introdotte in materia di *golden power* si iscrivono in un più ampio contesto di misure, molte delle quali di carattere eccezionale, volte a fronteggiare la grave crisi economica derivante dalla pandemia e sono sintomo di quella tendenza, che ciclicamente si ripropone nei periodi di crisi, a porre in essere un più incisivo intervento dello Stato nell'economia²⁷⁸.

L'ampliamento dei poteri del Governo e l'estensione dell'ambito applicativo dei poteri speciali voluti dal legislatore sono giustificati dal fatto che la pandemia ha rappresentato un momento decisamente particolare²⁷⁹, in cui la situazione economica vulnerabile delle

²⁷⁷ “*Funesto quanto non mai, violento come un ciclone si è abbattuto su noi tutti il coronavirus, seminando morte e determinando una tragica emergenza socio economica. Il bollettino di ‘guerra’, rilasciato quotidianamente dalle strutture ospedaliere, e i provvedimenti adottati dal Governo italiano (ai quali si stanno adeguando anche le autorità politiche degli altri Stati dell’Unione) ci rappresentano uno sconcertante scenario colmo di incognite e timori. La gravità e la rapida diffusione del contagio sottopongono a dura prova i sistemi sanitari, inducendo la politica all’adozione di misure di significativa durezza, in quanto si sostanziano nella sospensione, quasi totale, del processo produttivo e nell’ingiunzione di misure restrittive della libertà personale. I mass media offrono un’informazione che nel continuum reca aggiornamenti non solo in ordine alla diffusione in termini esponenziali della malattia, bensì alla configurazione di un quadro pressoché completo delle implicazioni negative a livello economico finanziario. La precipitosa corsa al ribasso delle ‘borse valori’ europee e di quella statunitense, le tristi (ma veritiere) previsioni della caduta del PIL negli stati colpiti dal virus delineano un quadro in cui pericolo, incertezza, preoccupazione caratterizzano il fil rouge che lega la comunità internazionale*”. Così si è espresso in merito F. CAPRIGLIONE, in *La Finanza UE ai tempi del coronavirus*, in *Rivista Trimestrale del Diritto e dell’Economia*, in *Rassegna di dottrina e giurisprudenza*, 2020

²⁷⁸ R. MICCÙ, in *Lo Stato regolatore e la nuova costituzione economica: paradigmi di fine secolo a confronto*, in P. CHIRULLI - R. MICCÙ (a cura di), *Il modello europeo di regolazione. Atti della giornata di studio in onore del prof. Salvatore Cattaneo*, Napoli, Jovene, 2011.

²⁷⁹ La pandemia ha prodotto una consistente accelerazione sull’uso del mezzo. Sotto la spinta dell’emergenza Covid-19 (e anche su sollecitazione della Comunicazione della Commissione UE del 26 marzo 2020, a protezione della filiera per l’assistenza sanitaria) numerosi Stati europei sono intervenuti a rafforzare lo strumento, al fine di tutelare l’interesse nazionale nell’attuale crisi,

società operanti nei settori strategici o comunque di particolare rilevanza ha rappresentato occasione per la realizzazione di operazioni di mercato lesive degli interessi essenziali nazionali.

L'art. 15 ha esteso l'ambito di applicazione a tutte le imprese operanti in determinati settori, in linea con quelli indicati dal Regolamento europeo, cioè: le infrastrutture critiche, siano esse fisiche o virtuali, tra cui l'energia, i trasporti, l'acqua, la salute, le comunicazioni, i media, il trattamento o l'archiviazione di dati, le infrastrutture aerospaziali, di difesa, elettorali e finanziarie, inclusi i settori creditizio ed assicurativo²⁸⁰; le tecnologie critiche e i prodotti *dual use*²⁸¹, tra cui l'intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, la cybersicurezza, le tecnologie aerospaziali, di difesa, di stoccaggio dell'energia, quantistica e nucleare, nonché le nanotecnologie e le biotecnologie; la sicurezza dell'approvvigionamento di fattori produttivi critici, tra cui l'energia e le materie prime, nonché la sicurezza alimentare; l'accesso a informazioni sensibili, compresi i dati personali, o la capacità di controllare tali informazioni; la libertà e il pluralismo dei media. Dagli artt. 15 e 16 del d.l. n. 23/2020, emerge chiaramente come tale intervento legislativo abbia operato un ampliamento dell'ambito di applicazione dei *golden powers*: “*gli articoli 15 e 16 del decreto-legge n. 23 dell'8 aprile 2020 contribuiscono all'inarrestabile ascesa dei golden powers italiani, per un verso estendendoli al settore creditizio e a quello assicurativo e, per altro verso, prevedendo che in tali ambiti i poteri speciali siano*

in *Il Golden Power al tempo dell'emergenza Covid-19. Uno strumento camaleontico a protezione del tessuto economico*

²⁸⁰ “La previsione per la quale nel settore finanziario devono ritenersi ricompresi quello creditizio e quello assicurativo ha suscitato non poco interesse da parte dei commentatori. Parte della dottrina si è interrogata in ordine alla natura, interpretativa o innovativa, della disposizione di qua. A tal proposito, è stato sostenuto che solo qualora dovesse prevalere la prima tesi, che peraltro sembrerebbe trovare sostegno nella formulazione della disposizione, l'inclusione del settore creditizio e di quello assicurativo nell'orbita del golden power avrebbe un'efficacia svincolata da quella della disciplina transitoria all'interno della quale tale previsione è stata inserita, assumendo dunque valenza generale”. Così si è espresso in merito P. MACCARRONE, in *I poteri speciali dopo il decreto-legge “liquidità”: un'analisi e alcune note in prospettiva*, in *Osservatorio costituzionale*

²⁸¹ I *beni dual use* sono prodotti, consistenti tanto in beni materiali che immateriali, quali software, progetti e tecnologie, che, sebbene nascano e siano venduti per un utilizzo civile, nell'industria, la medicina o la ricerca scientifica, possono essere utilizzati anche per scopi militari o per la produzione di armi di distruzione di massa. Tali prodotti si differenziano dai materiali d'armamento in quanto non sono appositamente progettati per uso militare, ma potrebbero essere utilizzati anche a questo scopo. A causa di questo potenziale doppio utilizzo, l'esportazione di beni dual use è disciplinata da una varietà di normative e procedure che rispondono ad esigenze di sicurezza nazionale ed internazionale.

*applicabili anche ad acquisizioni del controllo da parte di investitori esteri europei ovvero all'assunzione di partecipazioni pari o superiori al 10 per cento del capitale da parte di acquirenti extra-UE*²⁸².

L'obiettivo della regolamentazione era quello di tutelare anche le istituzioni finanziarie nazionali da scalate ostili, favorite dai valori di mercato causati dal periodo emergenziale intercorso e dalla proprietà azionaria diffusa in tali settori²⁸³. Si può, infatti, parlare di misure anti-scalata²⁸⁴.

Alla luce di quanto detto, l'importanza attribuita a questi poteri deriva da due principali fattori. Il primo è di matrice economica: garantire che, in un periodo critico come quello attraversato nel biennio 2020-2021, assets nazionali potenzialmente vulnerabili non finiscano per essere oggetto di "aggressione" da parte di bidders esteri ostili. Il secondo motivo ha, invece, una connotazione più politica, in quanto evidenzia un rinnovato interesse dello Stato nei confronti di settori precedentemente non interessati fino al peculiare periodo storico in oggetto. Indipendentemente dalla motivazione, è comunque evidente che la regolamentazione dei poteri speciali ha subito una sostanziale riforma, superando l'invasività delle norme precedentemente in vigore. Questo rinnovamento, se da un lato riflette le ultime direttive europee, dall'altro, introduce delle difese, seppur temporanee, anche contro altri Stati membri, seguendo una logica di patriottismo economico che risulta molto complessa da interpretare nei contesti moderni e che, piuttosto che promuovere uno scudo comune, sembra orientata a creare molteplici divisioni, con possibili ripercussioni sugli aspetti legati alla concorrenza.

Affiora, per tale motivo, un atteggiamento avverso, soprattutto da parte della dottrina, legato alla possibile ascesa di una nuova forma di interventismo, intesa come eccessiva

²⁸² Cit. A. SACCO GINEVRI, in *Golden power e infrastrutture finanziarie dopo il Decreto Liquidità*, in *Dirittobancario.it*.

²⁸³ Secondo l'opinione di BASSAN (2020), la circostanza che il d.l. 23/2020 abbia esteso i golden powers nei settori finanziari alle acquisizioni (i) di partecipazioni di controllo anche da parte di investitori esteri appartenenti alla UE e (ii) di quote pari o superiori al 10% del capitale o dei diritti di voto (e poi al superamento delle soglie del 15, 20, 25 e 50%) da parte di acquirenti extra-UE e dal valore complessivo almeno pari a un milione di euro (oltre che, in generale, alle delibere societarie di modifica della titolarità, del controllo, della disponibilità o della destinazione degli attivi strategici detenuti dalle imprese operanti in tali settori) mirava a preservare la stabilità finanziaria del Paese.

²⁸⁴ Pertanto, nel contempo vi è stato un rafforzamento delle regole di trasparenza sui mercati finanziari.

ingerenza. Infatti, la nuova disciplina registra, in questo senso, un ritorno dello Stato nella pianificazione e nella tutela dello sviluppo economico.

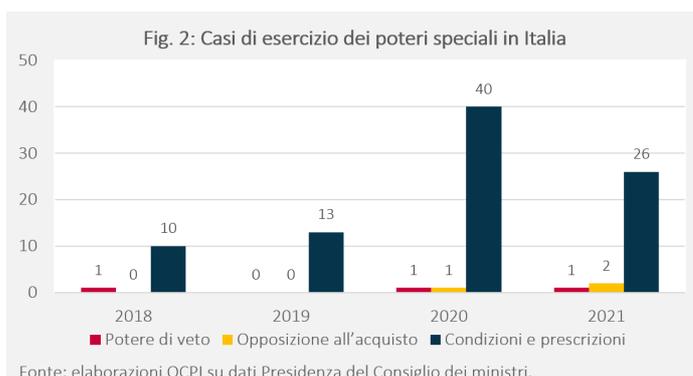
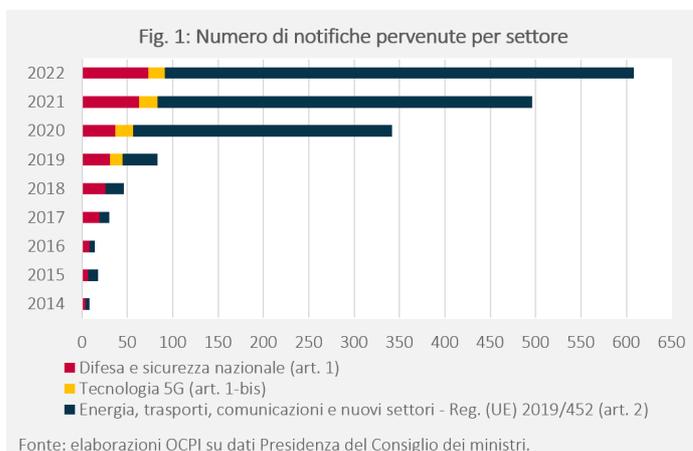
La decisione di consolidare le misure adottate durante la crisi pandemica attraverso un rafforzamento stabile del *golden power* ha aperto nuove prospettive. Da un lato, sottolinea l'importante influenza del contesto geopolitico ed economico sulla regolamentazione del controllo degli investimenti. Dall'altro, rende urgente l'individuazione dei confini del sistema e degli strumenti per affrontarli. Pertanto, questo ennesimo intervento sulla disciplina dei *golden powers* è paradigmatico della rilevanza e della posizione di centralità che la materia in oggetto ha acquisito gradualmente nell'ottica politica ed economica, a causa dei cambiamenti degli scenari economici, dell'esigenza di rendere maggiormente efficaci i poteri governativi e dell'aumento dei rischi e delle minacce di scalate ostili nei confronti dei propri gioielli nazionali; situazione, come abbiamo visto, aggravata dalla pandemia e dalla conseguente crisi.

Il *leitmotiv* è sempre lo stesso: adottare delle misure di protezione e tutela nei confronti di determinati interessi particolarmente rilevanti, considerati strategici e quindi essenziali per lo Stato.

I poteri speciali, alla luce di quanto descritto, possono avere un notevole impatto tanto sul mercato del controllo societario, quanto sui meccanismi operativi delle società. In ogni caso, si può affermare che finora l'utilizzo dei *golden powers* sia stato più o meno ponderato, nonostante sia accresciuto negli ultimi anni il numero di notifiche presentate dalle imprese. Dal 2014 al 2018, infatti, le notifiche che le imprese hanno dovuto presentare in ottemperanza alla normativa sono passate da 8 a 46 (un aumento del 475%). Nel 2019 si è arrivati a 83 notifiche, probabilmente anche a causa dell'importante ampliamento dei settori coinvolti, che proprio dal 2019 comprendevano anche la tecnologia 5G. È però negli ultimi tre anni che il numero è esploso: 342 notifiche nel 2020 (tra cui solo 24 casi erano relativi ad operazioni di M&A), 496 nel 2021 e ben 608 nel 2022.

Gli incrementi maggiori sono stati rilevati nel biennio della pandemia, nel quale sono stati coinvolti più settori che mai. La Relazione effettuata nel 2021 ha mostrato che il Governo abbia ricevuto un numero spropositato di notifiche durante il periodo pandemico, ma contemporaneamente ha utilizzato il potere conferitogli con oculatezza e proporzionalità. È, infatti, importante sottolineare che solo una frazione limitata del totale delle notifiche

inviata ha effettivamente portato ad un intervento concreto dello Stato: solo 26 casi. Alla stregua dell'analisi empirica illustrata, la conclusione è che il golden power non venga esercitato nella maggior parte dei casi²⁸⁵.



Un limitato utilizzo è indiscutibilmente auspicabile anche per il futuro. Questo, infatti, consentirebbe allo strumento in oggetto, senza distrazioni estranee dalla sua natura eccezionale, di assolvere la propria funzione principale: garantire che le libertà economiche vengano esercitate e non entrino in conflitto con gli interessi pubblici fondamentali. Anche perché, “tra gli imprevisti di controllare troppo, c’è il rischio di non controllare nulla”²⁸⁶.

²⁸⁵ Lo studio empirico riportato è stato oggetto di studio a cura di R. ARCANO, G. GALLI, I. MAROCCIA, G. TURATI, in *Il Golden power e i rischi per il funzionamento dei mercati*, in *Osservatorio CPI*.

²⁸⁶ M. NONES, vice presidente dell’Istituto affari internazionali (IAI), in *Golden power, non tutti i poteri che luccicano sono d’oro*, a *Formiche.net*. “La ricetta è nel definire una strategia nazionale, non semplicemente delle regole”. Il timore è che “si cerchi di chiudere la stalla quando ormai i buoi sono scappati”

Si può affermare, dall'analisi appena effettuata, che la disciplina attuale sui golden powers, ha sicuramente apportato delle migliorie rispetto al regime previgente, ma continua comunque a rappresentare una “zavorra” non indifferente su determinati operatori economici. È evidente che questi ultimi, in seguito all'intervento statale, non sempre ottengano maggiori vantaggi e benefici rispetto a quelli che le operazioni, se portate a compimento, potrebbero generare. Anzi, potrebbe verificarsi, con un elevato grado di probabilità, una considerevole perdita di appetibilità delle imprese interessate sui mercati internazionali.

Questa immistione dello Stato nella vita delle società è aumentata a dismisura, forse eccessivamente, nel periodo emergenziale. Pertanto, le attuali previsioni, nonostante gli apprezzabili miglioramenti conseguiti, continuano a non risolvere i numerosi ed assillanti dubbi in materia di poteri speciali.

3.1. Il caso MolMed S.p.A.: input per un “nuovo” golden power

È particolarmente interessante la vicenda che coinvolge la società quotata MolMed S.p.A.²⁸⁷, in quanto rappresenta uno dei primissimi casi di applicazione del *golden power* in seguito all'avvento della riforma introdotta dal Decreto Liquidità n. 23/2020.

Questa peculiare vicenda ha evidenziato sia l'ampliamento dell'ambito di intervento del golden power sia l'evoluzione del concetto di sicurezza economica nel contesto economico-finanziario.

Già nel 2011, la Relazione annuale del Dipartimento delle informazioni per la sicurezza al Parlamento sottolineava il rischio che *competitors* stranieri potessero accedere a progetti di ricerca nazionali ed acquisire nuove tecnologie innovative, mettendo in pericolo importanti brevetti da sfruttare nei mercati, soprattutto quelli con opportunità di sviluppo industriale o commerciale a breve termine. È comprensibile, di conseguenza, il

²⁸⁷ MolMed (Molecular Medicine S.p.a) è un'azienda di biotecnologie mediche, specializzata in ricerca, sviluppo, produzione e validazione clinica di terapie geniche e cellulari per la cura del cancro e di malattie rare. Essa è inoltre la prima società in Europa ad aver ottenuto l'autorizzazione alla produzione di farmaci per il mercato di terapie geniche e cellulari sia per prodotti propri che per conto terzi e/o in partnership. Nata nel 1996 come spin-off accademico dell'Istituto Scientifico San Raffaele di Milano, successivamente è arrivata alla quotazione in borsa.

motivo per il quale il settore delle biotecnologie sia stato incluso tra i settori che vengono assoggettati al regime del golden power.

Il caso di specie trova la sua genesi il 23 marzo 2020, quando, in piena emergenza sanitaria e con il valore delle proprie azioni in calo, la MolMed comunica il lancio di un'OPA totalitaria sulle proprie azioni da parte di AGC Biologics Italy S.p.A.

Durante l'operazione, il Governo italiano ha esercitato i poteri speciali mediante un Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 6 luglio 2020, imponendo specifiche prescrizioni soggette a monitoraggio alle società coinvolte nell'operazione. Tra le richieste al gruppo giapponese, vi era anche l'obbligo di comunicare al Ministero dello Sviluppo Economico qualsiasi accordo di trasferimento di proprietà intellettuale tra MolMed e le società del Gruppo AGC Inc., e di mantenere in Italia le attività di ricerca e sviluppo, inclusi i laboratori di ricerca e gli stabilimenti produttivi, al fine di garantire il mantenimento dei livelli occupazionali del personale. Tuttavia, poiché AGC ha deciso di non utilizzare la clausola sospensiva connessa all'esercizio del golden power e di continuare l'OPA nel rispetto delle prescrizioni governative, è stata avviata la procedura di acquisto delle azioni ancora in circolazione, e successivamente è stato ufficializzato il delisting da Borsa Italiana.

Questa vicenda mette in luce le conseguenze e le implicazioni che un ricorso eccessivo ai poteri speciali potrebbe avere, soprattutto in settori recentemente inclusi tra quelli strategici, come le biotecnologie, l'agroalimentare e il Made in Italy: tali settori, infatti, si discostano notevolmente dai settori tradizionali di applicazione del golden power e necessitano di una più ampia libertà al fine di poter allargare i propri orizzonti.

Alcuni osservatori hanno sottolineato che le numerose modifiche apportate alla normativa nel corso degli anni hanno stravolto la sua ragion d'essere originaria, trasformando uno strumento eccezionale in una pratica quasi obbligatoria per ogni operazione di fusione e acquisizione.

In generale, le manovre difensive, sebbene siano spesso necessarie date le attuali circostanze storiche e politiche, sollevano importanti questioni riguardanti il libero mercato e le imprese operanti in esso. Una discrezionalità così ampia concessa all'amministrazione potrebbe essere soggetta a critiche da parte dell'Unione Europea, soprattutto per quanto riguarda le limitazioni agli investimenti intra-UE.

Anche la Commissione Europea ha adottato un atteggiamento protezionistico simile, inaugurando una nuova era economica europea. In vista dell'applicazione del Regolamento (UE) 2019/452 del 19 marzo 2019 sul monitoraggio degli investimenti diretti esteri, la Commissione europea ha invitato gli Stati membri a fare pieno uso del meccanismo di monitoraggio degli IDE²⁸⁸ e, dove non è attualmente in vigore alcun meccanismo di screening, ad istituirne uno.

Il rischio di compiere delle scelte protezionistiche in un momento di emergenza consiste nell'eventualità che si possa assistere alla sublimazione dei fallimenti del mercato, rendendo le società quotate italiane sempre meno attraenti e il mercato finanziario domestico ancora più asfittico. È necessario trovare un equilibrio tra i diversi interessi coinvolti affinché la strategia e la competitività non diventino valori incompatibili. Tuttavia, il contesto attuale sembra mettere in discussione valori che fino a poco tempo fa sembravano solidi ed indiscutibili.

L'evoluzione della normativa in materia sembra aver ridotto la contendibilità del controllo societario ad elemento sacrificabile, in favore di altri interessi emergenti.

Nel Decreto Legge 2022, che ora andremo ad analizzare dettagliatamente, contenente *“Misure urgenti per contrastare gli effetti economici e umanitari della crisi ucraina”*, sono stati aumentati i presidi a tutela delle imprese nazionali, rafforzando la disciplina del controllo degli investimenti stranieri in Italia alla luce dell'accresciuta strategicità di alcuni settori e della necessità di potenziare le strutture amministrative coinvolte.

Finché non sarà definito con precisione il concetto di strategicità, il ricorso al golden power, come delineato negli ultimi provvedimenti, continuerà a sollevare numerose riserve. Nel lungo periodo, è essenziale non trascurare il valore della libertà di impresa e dell'informazione corretta di tutti i soggetti coinvolti. Inoltre, la riduzione della contendibilità delle imprese potrebbe compromettere definitivamente la tutela di un interesse collettivo più ampio rappresentato dal corretto, efficiente e trasparente funzionamento del mercato del controllo societario.

²⁸⁸ Gli investimenti esteri diretti (IDE) hanno luogo quando una società, una multinazionale o una persona fisica proveniente da un Paese investe in attivi di un altro Paese o ne detiene la proprietà nelle sue società. Generalmente si tratta di acquisire una partecipazione di un'impresa esistente nel Paese straniero o di avviare una controllata per espandere il funzionamento di un'impresa esistente in quel Paese. Gli IDE possono essere *greenfield*, nel caso in cui riguardino la creazione di una nuova impresa o la creazione di strutture all'estero, oppure *fusioni o acquisizioni*, qualora venga trasferita la proprietà dei beni esistenti ad un proprietario all'estero.

3.2. Il D.L. 21 Marzo 2022, n. 21 “Misure urgenti per contrastare gli effetti economici e umanitari della crisi ucraina”.

Il legislatore nazionale è intervenuto nuovamente in tema di poteri speciali con il decreto legge n. 21/2022, recante “*Misure urgenti per contrastare gli effetti economici e umanitari della crisi ucraina*”, convertito con modificazioni dalla legge n. 51/2022, nota anche come Decreto Ucraina²⁸⁹.

L’azione regolatrice italiana si inserisce in un contesto decisamente più ampio, in cui anche l’Unione europea, tramite una Comunicazione del 6 aprile 2022, ha sollecitato gli Stati membri ad utilizzare con determinazione i poteri speciali in caso di investimenti esteri effettuati da entità legate alla sfera di influenza russa-bielorussa, potenzialmente pericolosi per l’ordine pubblico e la sicurezza nazionale.

Le modifiche principali riguardano l’estensione normativa al settore delle comunicazioni elettroniche broadband basate sulla tecnologia 5G, il coinvolgimento delle imprese oggetto di acquisizione nei procedimenti relativi all’utilizzo del golden power, l’introduzione di un meccanismo pre-notifica e, in generale, la ridefinizione dell’ambito di applicazione della disciplina.

Per quanto riguarda la revisione dell’ambito di applicazione dei golden powers, è importante evidenziare che nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, il potere di veto possa essere esercitato, ai sensi dell’art.1, comma 1, L.21/2012, per operazioni che comportino cambiamenti nella titolarità o nella disponibilità di attivi strategici. Questa disposizione si allinea a quelle simili relative ai settori dell’energia, dei trasporti e delle comunicazioni. Inoltre, in sede di conversione del decreto, sono stati ampliati i requisiti di notifica per l’esercizio dei golden powers, includendo anche la creazione di imprese di importanza strategica nei settori della difesa e della sicurezza nazionale. Inoltre, si specifica che, nel caso in cui entità non appartenenti all’Unione Europea effettuino acquisizioni di partecipazioni in società che possiedono beni ritenuti strategici, l’obbligo di notifica viene esteso anche al raggiungimento di specifiche regole di partecipazione. Tali modifiche, che si inseriscono nel solco della legislazione emergenziale,

²⁸⁹ In merito si è espresso M. MANNA, in *I Golden powers, dalla stagione delle privatizzazioni alle congiunture emergenziali: l’eterno ritorno dello Stato nell’economia*, in *Rivista di Diritto del Risparmio*, 2023

rappresentano una significativa evoluzione rispetto al sistema di notifica delle partecipazioni sociali architettato con il D.L. 21/2012, ampliando considerevolmente l'ambito di applicazione, sia in termini oggettivi che in termini soggettivi, dei poteri speciali.

Relativamente alle modifiche in tema di golden power nel settore della comunicazione elettronica a banda larga basata sulla tecnologia di quinta generazione e cloud, il D.L. 21/2022 ha apportato significative modifiche alla normativa esistente. In particolare, alle imprese che intendano acquisire beni o servizi relativi alla progettazione, alla realizzazione, alla manutenzione ed alla gestione delle suddette attività oppure componenti ad alta intensità tecnologica funzionali alla realizzazione delle stesse, è imposto l'obbligo di notificare, in via preventiva, un piano annuale alla Presidenza del Consiglio dei Ministri. In secondo luogo, sono state introdotte nuove disposizioni riguardanti la struttura del gruppo di comando responsabile per l'esercizio dei golden power nel settore delle comunicazioni a banda larga 5G e cloud, includendo anche la creazione di un comitato incaricato del monitoraggio di tali attività²⁹⁰.

Infine, è stata introdotta una procedura di pre-notifica, regolata da un decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri.

Tale sistema è stato pensato al fine di consentire una valutazione delle operazioni significative prima della notifica formale, al fine di effettuare un'analisi preliminare sull'applicabilità della normativa dei golden powers e sull'eventuale autorizzazione dell'operazione. Questa fase anticipata permette, dunque, un esame più approfondito e tempestivo delle implicazioni strategiche delle acquisizioni proposte²⁹¹.

Il consolidamento tramite il Decreto Ucraina delle misure adottate nel corso dell'emergenza pandemica si è tradotto in un definitivo rafforzamento del sistema dei *golden powers*²⁹².

²⁹⁰ Il discorso sul settore del 5G e, in particolare, sugli effetti dell'intervento dello Stato in tale settore, sarà oggetto di un'analisi dettagliata

²⁹¹ F. PRENESTINI, *Golden power: una tela di Penelope*, in *Rivista delle Società*, Fascicolo n. 2/2022, 667.

²⁹² A. LALLI, in *Effetti istituzionali*, cit., 85, ha criticato la novella legislativa in quanto, a suo dire, essa comporta «uno snaturamento della ratio originaria dell'istituto che è divenuto uno strumento ordinario con finalità essenzialmente protezionistica delle produzioni nazionali, anche nei confronti di investimenti provenienti da imprese di Paesi membri UE».

3.3. Le criticità della disciplina attuale

La disciplina emergenziale ha modificato nei fatti la struttura e la percezione dei golden powers, nell'intento di aumentare la tutela degli interessi nazionali, producendo un ampliamento delle prerogative riconosciute allo Stato rispetto al passato. Il rafforzamento di questi poteri speciali ha rappresentato effettivamente un ritorno dello Stato, soprattutto in termini di modifiche nelle sue modalità di intervento nell'economia, dimostrando una certa attenzione nei confronti dei settori relativi all'innovazione tecnologica. Si è assistito a “un progressivo abbandono della funzione di congegno propedeutico alla privatizzazione sostanziale delle imprese un tempo pubbliche, per divenire, ad oggi, strumenti di vigilanza esterna in grado di influenzare potenzialmente gli assetti proprietari e l'operatività di tutte le imprese operanti nei settori strategici ogni qual volta gli interessi pubblici essenziali siano messi a repentaglio”²⁹³.

I golden powers, nella loro configurazione attuale, potrebbero essere considerati come: “una sorta di longa *manus* dell'art. 41, terzo comma, Cost., nel senso che funge, in un certo senso, assieme ad altri strumenti di intervento pubblico nell'economia, da riattivatore della funzione di programmazione e controllo dell'attività economica privata, indirizzata e coordinata a fini sociali e ambientali (come recita la citata disposizione costituzionale nella formulazione recentemente integrata)”²⁹⁴

La disciplina attuale relativa a tali poteri, sebbene abbia fornito durante il periodo emergenziale una barriera contro possibili azioni speculative e nonostante il suo utilizzo limitato, è soggetta ad una molteplicità di potenziali criticità. Infatti, il regime del golden power ha mostrato alcune complicazioni notevoli, parzialmente attribuibili all'ingerenza massiccio e penetrante dello Stato nelle dinamiche di mercato e, in parte, connesse alle specifiche procedure impiegate per attivare tali poteri speciali.

²⁹³ Cit. A. SACCO GINEVRI, in *L'espansione dei golden powers fra sovranismo e globalizzazione*. “Ciò segna il compimento di una ventennale transizione dal periodo dello Stato imprenditore – in cui alcuni istituti peculiari del fenomeno societario subivano distorsioni fisionomiche e funzionali a servizio di obiettivi e interessi extrasociali – a un nuovo periodo in cui l'impresa che opera in settori strategici rimane pur sempre affare fra soci, che tuttavia cede sovranità decisionale ad uno Stato “supervisore” ogni qual volta l'evoluzione dell'attività e degli assetti possa pregiudicare interessi di rango superiore”.

²⁹⁴ M. MANNA, op.cit., il quale richiama A. SANDULLI, in *La febbre del golden power*

Un primo problema è rappresentato dalla questione della compatibilità delle restrizioni sugli investimenti con le libertà garantite dal diritto europeo, soprattutto qualora esse interessino investimenti da parte di società appartenenti ad uno degli Stati membri, in quanto contrasta con l'obiettivo fondamentale della creazione del mercato unico europeo. Inoltre, misure troppo restrittive e protezionistiche possono spingere coloro che sono interessati ad investire all'interno di Stati con regolamentazioni meno severe, o comunque scoraggiare investimenti in settori strategici a favore di altri settori, creando così una situazione di disparità competitiva.

Altre problematiche legate alla procedura per esercitare i poteri speciali includono il numero eccessivo di operazioni che richiedono notifica, giacché causano un aumento di oneri per le aziende e per i potenziali acquirenti. L'ampiezza dell'applicazione delle disposizioni è aumentata sia in termini oggettivi, sia in termini soggettivi, comportando un incremento drastico delle notifiche, anche se non tutte le operazioni notificate sono state considerate nell'ambito di applicazione del golden power. Le recenti riforme legislative, come abbiamo visto, hanno cercato di affrontare questi problemi, introducendo una procedura di pre-notifica per compiere una valutazione preliminare dell'applicabilità del regime dei poteri speciali e, di conseguenza, per una possibile autorizzazione dell'operazione.

Inoltre, un altro elemento spinoso è rappresentato dall'incertezza riguardante le possibili condizioni e prescrizioni, non chiaramente definite a livello normativo, che possono essere imposte alle aziende in seguito alla notifica di acquisizioni o altre operazioni societarie. Tuttavia, nonostante l'incertezza normativa, un'analisi iniziale delle prescrizioni finora applicate ad un campione di aziende dello stesso settore rivela una certa uniformità, suggerendo la realizzabilità di una maggiore standardizzazione di tali misure. Pertanto, sarebbe vantaggioso ricavare dalle esperienze passate alcune linee guida che possano essere d'ausilio per le aziende allo scopo di strutturare le loro operazioni ed implementare sistemi di governance adeguati. Migliorare la prevedibilità delle decisioni relative all'uso dei poteri speciali, nonché delle prescrizioni e delle condizioni applicabili, permetterebbe alle società di prendere decisioni maggiormente allineate al contesto normativo, affrontando con maggiore sicurezza la negoziazione e l'organizzazione di complesse operazioni societarie.

Un ulteriore aspetto critico riguarda l'effetto della disciplina sui meccanismi endosocietari, specialmente con riguardo alle conseguenze che possono investire l'assemblea degli azionisti delle società cui appartengono le partecipazioni oggetto di acquisizione²⁹⁵. Ciò è particolarmente problematico qualora la notifica dell'acquisizione non possa essere compiuta preventivamente, ma solo dopo che l'acquisto sia stato completato. Fino alla notifica e, in ogni caso, fino alla scadenza dei termini per l'esercizio dei poteri speciali, i diritti di voto e gli altri diritti non patrimoniali legati alle partecipazioni rilevanti sono sospesi. Questo può alterare gli equilibri della proprietà ed il normale funzionamento della società, dando alla minoranza il controllo su decisioni importanti o, in caso di partecipazioni totalitarie o quasi totalitarie, paralizzare l'azienda. Tale instabilità si prolunga con l'esercizio effettivo del potere di opposizione all'acquisto, poiché la sospensione del diritto di voto persiste quando il processo di alienazione della partecipazione, e le deliberazioni adottate con il voto determinante di tali azioni o quote possono essere annullate.

In conclusione, l'auspicio è quello che anche successivamente alla fase emergenziale, resti alta l'attenzione del Governo sulla materia del golden power. Ciò nello sforzo di assicurare quanto più possibile l'equilibrio tra la libertà di impresa e la salvaguardia degli interessi strategici della comunità nazionale.

Di fronte a questi molteplici limiti, sorge il dubbio se non sia possibile utilizzare strumenti più semplici ed immediati già esistenti ed utilizzati nel nostro ordinamento giuridico, al fine di proteggere le società appartenenti ai settori strategici e contrastare le acquisizioni da parte di investitori esteri, limitando nel contempo l'invasività dell'intervento dello Stato.

In merito, occorre un'analisi comparativa tra i meccanismi societari di difesa e l'arma del *golden power*²⁹⁶.

²⁹⁵ ARDIZZONE e VITALI, in *I poteri speciali dello Stato nei settori di pubblica utilità*, in particolare 934 ss.; TRISCORNIA, in *Golden power: un difficile connubio tra alta amministrazione e diritto societario*, in *Rivista delle società*, 2019

²⁹⁶ In merito si è espressa F. PRENESTINI, in *Golden power e meccanismi endosocietari di difesa dall'acquisto del controllo*, in *Federalismi.it, Rivista di diritto pubblico italiano, comparato, europeo*, dicembre 2022

4. Confronto tra tecniche endosocietarie di difesa e golden power: come queste misure e questi poteri limitano il potenziale industriale italiano.

Non si può trascurare di menzionare i numerosi punti di contatto tra la disciplina relativa alle OPA e la disciplina del golden power.

Le disposizioni in materia di golden power vengono definite talvolta come *norme anti-scalata*, facendo trasparire una certa somiglianza agli strumenti difensivi che vengono riconosciuti alle società al fine di contrastare un'OPA²⁹⁷.

Concentrandoci sulla tutela degli interessi nazionali, possiamo comprendere meglio il possibile conflitto con tali interessi generato da un'OPA volontaria lanciata su una società considerata strategica per il Paese. In questa prospettiva, diventa più chiaro anche il carattere dispositivo della *passivity rule* prevista dalla normativa europea, che esclude l'applicazione della *breakthrough rule* anche ai poteri speciali.

Nonostante siano due blocchi normativi distinti e non sovrapponibili, che tutelano interessi diversi, l'impressione generale è comunque quella di una coerenza del sistema nel proteggere le società quotate del nostro Paese, a prescindere che vengano considerate strategiche o meno. Il legame stretto tra la normativa sulle offerte pubbliche di acquisto e di scambio e i poteri speciali dello Stato, previsti dal decreto legge n. 21/2012, è evidente nella Relazione Consob per l'anno 2020. In questa relazione, si è specificato che su 13 offerte pubbliche di acquisto e di scambio effettuate nell'anno, 7 sono state notificate dall'offerente alla Presidenza del Consiglio dei Ministri in conformità con la suddetta disciplina, o sono state condizionate al mancato esercizio dei poteri speciali. Tuttavia, i poteri speciali sono stati effettivamente attivati solo in un caso, con l'imposizione di specifiche condizioni e prescrizioni²⁹⁸.

²⁹⁷ A. SACCO GINEVRI, *I golden powers fra Stato e mercato ai tempi del Covid-19*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2021, II. L'autore afferma che si tratta sostanzialmente di misure "anti-scalata".

²⁹⁸ Questo aumento delle notifiche può essere interpretato principalmente alla luce del prolungamento del regime transitorio introdotto dal decreto legge n. 23/2020. Questo prolungamento ha comportato, da un lato, un'estensione del controllo sugli acquisti di partecipazioni in società che possiedono attività di rilevanza strategica nei settori indicati nell'articolo 2, comma 1, e nell'articolo 2, comma 1-ter, del decreto legge 21/2012. Ciò includeva sia il ribasso delle soglie di rilevanza per gli acquisti da parte di soggetti esterni all'Unione europea, sia l'obbligo di notifica per l'acquisto di azioni o quote che comportano il controllo della società strategica nazionale, da parte di investitori esteri dell'Unione europea. D'altro canto, per quanto riguarda i settori indicati nell'articolo 2, comma 1-ter, del decreto legge 21/2012, è stata

Il sistema del *golden power*, complessivamente esaminato e descritto, si differenzia considerevolmente dalle misure di difesa endosocietarie contro l'acquisizione del controllo (e dal voto maggiorato), le quali sono state ampiamente trattate dettagliatamente nel corso dell'elaborato. In merito, si può effettuare una suddivisione tra meccanismi endosocietari e extrasocietari.

Innanzitutto, un primo punto di divergenza tra i poteri speciali, da un lato, e le strategie difensive ed il voto maggiorato, dall'altro, è rappresentato dal rispettivo ambito di applicazione. Infatti, gli strumenti endosocietari, appartenenti alla disciplina sulle OPA, ed il voto maggiorato si applicano a tutte le società quotate, a prescindere dal settore di riferimento; il regime del *golden power*, invece, si applica esclusivamente alle società che operano in determinati settori considerati strategici, a prescindere dalla quotazione delle stesse²⁹⁹.

Altra differenza sostanziale riguarda i soggetti che possono avvalersi degli strumenti in esame e, di conseguenza, che sono legittimati ad impedire un'operazione di trasferimento del controllo. Nel caso dei poteri speciali, trattandosi di poteri riconosciuti allo Stato, la decisione sul futuro delle società spetta al Governo, il quale può anche essere completamente estraneo alla compagine sociale. In questo singolare ruolo ricoperto, lo Stato prende decisioni che possono prescindere dall'intenzione di vendita espressa dal gruppo di controllo e, anzi, possono anche andare contro la stessa. Diversamente, quando facciamo riferimento alle misure di difesa, queste ultime sono generalmente poste in essere dai managers della società target, previa autorizzazione dell'assemblea dei soci e quindi, in ultima analisi, dal gruppo che detiene il controllo. Nel caso del voto maggiorato, sovente sono gli stessi azionisti dominanti a sfruttare tale opzione al fine di rafforzare la propria presa sul controllo, attraverso l'introduzione di clausole statutarie specifiche. Nelle ultime due ipotesi, la difesa contro le acquisizioni coinvolge principalmente attori

introdotta la sottoposizione allo scrutinio *Golden power* delle delibere, degli atti o delle operazioni che comportano modifiche della titolarità, del controllo, della disponibilità o della destinazione d'uso degli asset strategici, anche nei casi in cui la controparte sia un soggetto europeo.

²⁹⁹ L'ambito di applicazione della disciplina è definito a livello normativo in relazione a una lista chiusa di settori strategici: difesa e sicurezza nazionale; servizi di comunicazione elettronica a banda larga con tecnologia 5G; energia, trasporti e comunicazioni, inclusi i settori individuati dal Regolamento europeo sul controllo degli investimenti esteri. Le società soggette all'esercizio dei poteri speciali sono quelle che, operando nell'ambito di tali settori, svolgono attività strategiche o detengono beni e attivi strategici, come individuati dal Governo con decreto. La disciplina si applica dunque a tutte le società titolari di attivi strategici, quotate e non quotate.

interni alla società, che solitamente sono i soci maggioritari o le coalizioni di maggioranza. Da questa fondamentale differenza si comprende come, nel caso del golden power, non venga posto l'accento sulla contendibilità del mercato del controllo societario, a prescindere dal settore, né sulle soluzioni che attribuiscono un ruolo centrale in caso di decisioni cruciali delle società qualora fossero oggetto di operazioni di acquisizione. Il fulcro di tale regime è rappresentato da interessi di natura pubblicistica, la cui protezione è delegata a giudizi di competenza da parte di un ente terzo, esterno rispetto alle parti coinvolte in tali operazioni. Tuttavia, come dettagliatamente illustrato nei paragrafi precedenti, non si tratta di un intervento arbitrario o illimitato, bensì di un'azione autoritativa che rimane vincolata alla protezione di interessi fondamentali dello Stato.

Infine, una distinzione di fondamentale importanza nell'ambito della valutazione comparata tra meccanismi endosocietari ed extrasocietari riguarda il loro funzionamento pratico. Nel caso delle difese anti-OPA ed in quello del voto maggiorato, l'acquisizione di una partecipazione di controllo è generalmente impedita in modo preventivo. Invece, l'opposizione all'acquisizione di norma si verifica in una fase successiva alla stipulazione dell'accordo di gestione delle quote tra le parti, anche se soggetta alla condizione che non vi sia un intervento a carattere oppositivo da parte del Governo.

Nonostante queste differenze di capitale rilevanza, è necessario interrogarsi anche sulla loro possibile sovrapposizione in determinate circostanze.

Per quanto riguarda i meccanismi endosocietari (difese e maggiorazione del voto), essi tipicamente tendono a non cumularsi tra loro. Ad esempio, se la maggiorazione del voto venga impiegata efficacemente come strumento anti-scalata, di conseguenza la società diviene meno vulnerabile a mutamenti dell'assetto di controllo, dato che si verifica un decremento del livello di contendibilità della stessa società sul mercato. Inoltre, qualora fosse adottata per scelta statutaria la famigerata clausola di neutralizzazione, si verificherebbe l'inibizione degli effetti della maggiorazione del voto sia durante l'assemblea convocata per deliberare su misure difensive, sia in un'assemblea post-offerta, nel caso in cui l'acquirente abbia raggiunto il superamento della soglia *ex lege* del 75% del capitale sociale con diritto di voto.

Invece, l'utilizzo di strategie difensive endosocietarie e di strumenti esterni come l'opposizione all'acquisizione, tipica del golden power, potrebbero teoricamente coesistere, qualora una società sia quotata e contemporaneamente appartenga ad uno dei

settori individuati come strategici dalla legge. È anche plausibile che il golden power possa interessare una società quotata in un campo chiave che abbia adottato la maggioranza del voto, sia qualora il vantaggio di *loyalty* sia detenuto da azionisti privati sia qualora sia detenuto da soggetti pubblici. Tuttavia, in entrambi i casi descritti, i poteri speciali diventano pertinenti solo ed esclusivamente se i meccanismi endosocietari non riescano a soddisfare l'obiettivo per cui sono stati adottati, mandando a vuoto ogni tentativo atto ad ostacolare l'acquisizione del controllo. In tale scenario, il potere di intervento del golden power potrebbe ancora essere esercitato per gli interessi pubblici, ponendo potenzialmente in secondo piano la questione legata alla protezione degli azionisti che troverebbero un impedimento nel disinvestire le loro quote.

5. Gli effetti sul potenziale e sulla competitività delle imprese italiane di un eccessivo interventismo.

La crisi economica, innescata principalmente dalla pandemia e, successivamente dalla guerra russa-ucraina, ha riportato all'attenzione politica la necessità di interventi statali in settori precedentemente liberalizzati. Negli ultimi decenni, questi settori sono stati soggetti solo a regolamentazioni o a significativi tagli di spesa per contenere l'aumento del debito pubblico. A tal proposito, facciamo riferimento ad una politica di interventismo da parte dello Stato.

Tuttavia, “a fronte della necessità di strumenti di controllo degli investimenti esteri, occorre ricordare che si tratta sempre di strumenti che hanno potenziali effetti distorsivi sul mercato e, se esercitati in modo eccessivamente discrezionale e protezionistico, rischiano di modificare in modo asistematico gli assetti di governance e di scoraggiare gli investimenti da parte di imprese ed investitori stranieri”³⁰⁰.

³⁰⁰ Così si è espressa l'ASSONIME in uno studio degli effetti dei golden powers nel caso Pirelli. L'analisi dell'Assonime sottolinea che “il Governo italiano segue un approccio casistico nell'applicare il golden power”. Il caso più eclatante di esercizio dei poteri speciali riguarda senza dubbio Pirelli, incapsulata in una serie di scatole cinesi. Il 15 giugno il Consiglio dei Ministri ha esercitato i poteri speciali in occasione del rinnovo del patto parasociale della Pirelli spa, società quotata alla Borsa di Milano e contenuta nella scatola Marco Polo International Italy, la quale ne possiede il 37%, mentre il 14 % è della Camfin. In quest'ultima, Marco Tronchetti Provera ha il 55% dei diritti di voto, la cinese Longmarch Holding il 20%, Unicredit il 15,8% e Intesa l'8,5%. Lo studio dell'Assonime sottolinea in linea generale “l'esigenza di maneggiare con cautela l'istituto del golden power e di garantire il più possibile certezza agli operatori e al mercato

In altre parole, secondo alcuni, quasi certamente, questo rappresenta l'unico strumento veramente interventista attualmente disponibile per i governi nazionali, fungendo quasi da ultimo baluardo della sovranità nazionale all'interno di un contesto multilivello dominato dal libero mercato. Per tale motivo, il golden power può essere assimilabile ad un “grimaldello”, capace di influenzare, quando non determinare, le scelte industriali e gli equilibri societari³⁰¹.

L'esercizio di tali poteri è legato a prerogative di tutela necessarie nei confronti degli investimenti esteri e trova, per tale motivo, una giustificazione nei motivi di sicurezza nazionale. Ciononostante, il reale problema è che tali strumenti vengono utilizzati con sempre maggiore frequenza anche in scenari dove non è immediatamente evidente la presenza di una minaccia per la sicurezza nazionale, risultando da ciò un'ingerenza statale poco tollerabile nei mercati, la quale evoca il timore dell'incombenza di una sorta di protezionismo tradizionale. Inoltre, il rischio è di imporre oneri particolarmente gravosi al sistema economico, costringendo la riallocazione delle proprietà delle società ed il rallentamento dello sviluppo di innovazione ed investimenti produttivi: rischio che si accentua in periodi di trasformazione del modello produttivo come quello attuale. Al fine di ridurre i costi per la collettività, l'uso di questi strumenti dovrebbe aderire alle raccomandazioni precedentemente effettuate dalla Commissione con riferimento alla legislazione italiana³⁰².

Gli strumenti in esame dovrebbero essere applicati in maniera non discriminatoria tra le società dello stesso settore e motivati da esigenze di interesse generale cruciali, proporzionate e necessarie per conseguire gli obiettivi desiderati. Inoltre, è essenziale che i campi di applicazione dei poteri speciali siano definiti chiaramente ed in modo specifico,

prevedendo chiari ambiti di applicazione e prevedibilità delle prescrizioni e condizioni che possono essere imposte a tutela degli interessi strategici”.

³⁰¹ S. CINGOLANI, in *Golden power, ma non è tutto oro*, in *Il Foglio*. L'autore ha dimostrato un atteggiamento ostile nei confronti dei poteri speciali, affermando: “Golden power? Altro che dorato, sta diventando il bronzeo potere del neo statalismo introdotto per tutelare i settori strategici dell'economia, questa facoltà d'intervento del governo nella vita delle imprese è stata estesa a macchia d'olio, con il rischio che diventi un'arma protezionistica più insidiosa persino di dazi e tariffe”.

³⁰² La Commissione europea stessa ha riconosciuto che le misure di politica economica adottate inizialmente non erano le più adeguate al fine di affrontare la grave recessione economica causata dalla pandemia. Si è resa evidente la necessità di un ampio piano di investimenti, il quale difficilmente può avere successo senza un intervento diretto degli Stati nazionali. Pertanto, è importante valutare i criteri, gli ambiti e l'estensione dell'intervento che l'Unione europea intende riconoscere e delegare ai governi nazionali³⁰².

evitando riferimenti vaghi e generici alla protezione degli interessi nazionali, in modo tale da limitare la libertà d'azione del Governo nell'esercizio di tali poteri speciali. Il golden power “non è un'arma ma un bisturi: è uno strumento da utilizzare con parsimonia, laddove necessaria, e con precisione; non può essere esercitata ad ampio raggio senza subire eventuali costi di sistema”³⁰³.

In poche parole, è necessario, per ovviare a tali problematiche, evitare la discrezionalità e l'abuso di uno strumento sicuramente necessario, ma considerando sempre il suo effetto distorsivo e potenzialmente pericoloso nei confronti del mercato e dei suoi operatori. Le distorsioni riguardano sicuramente i segnali di prezzo, ma anche e soprattutto la governance delle imprese, le quali spesso perdono appetibilità e diventano non contendibili. La riduzione di contendibilità, di conseguenza, scoraggia l'innovazione e la disponibilità ad assumere rischi imprenditoriali. In uno Stato come l'Italia, che rimane da decenni il fanalino di coda tra i Paesi avanzati per attrattività di investimenti esteri, il rischio è anche quello di scoraggiare ulteriormente gli investimenti delle grandi imprese straniere, con effetti negativi sia sull'occupazione che sul trasferimento di tecnologie e di know-how manageriale e organizzativo.

Nonostante, da un lato, esso rappresenti un duplice fallimento: fallisce l'Italia, che dimostra di essere uno Stato che non riesce ad accogliere le regole del mercato, non rispetta i diritti di proprietà e pretende, inoltre, di assoggettare ogni decisione rilevante all'arbitrio del decisore pro tempore; ma anche, e forse soprattutto, fallisce l'Unione europea, che appare sempre meno in grado di garantire l'integrazione delle economie degli Stati membri e la reciprocità delle loro regole. Dall'altro lato, si deve tener conto che i poteri speciali siano in parte giustificati nell'ottica delle crescenti tensioni tra la fazione Cina-Russia e quella Occidentale, ai fini della protezione delle proprie società dinanzi agli intenti predatori di acquirenti non graditi. Pertanto, la necessità di tali strumenti dipende anche dalla nazionalità degli investitori-offerenti.

In sintesi, la cessione del controllo di aziende nazionali strategiche ad imprese straniere può danneggiare l'industria nazionale in settori critici e minacciare la difesa e la sicurezza nazionale. Tuttavia, è importante trovare un equilibrio, poiché ostacolare eccessivamente

³⁰³ L. FRANCHINA, A. LONGO, in Golden power: così l'Italia affina lo strumento per la sicurezza del Paese, in Network Digital 360, 5 agosto 2022

gli investimenti esteri diretti potrebbe danneggiare l'economia e il sistema finanziario dello Stato.

6. La perdita del carattere di eccezionalità: un ritorno alla golden share?

Gli interventi legislativi recenti, sempre più numerosi ed incisivi, hanno messo nuovamente in discussione un equilibrio fondamentale: quello tra la libertà di iniziativa economica e la protezione di interessi nazionali fondamentali, che il sistema dei *golden powers* aveva faticosamente raggiunto in passato. In particolare, preoccupa il costante allargamento del concetto di “strategicità” delle imprese.

Così facendo, il meccanismo straordinario del golden power sta perdendo sempre più la sua natura eccezionale, trasformandosi in uno strumento ordinario nell'arsenale dello Stato, utilizzato attivamente per orientare, se non addirittura controllare, l'attività delle principali società.

Le riforme del periodo 2017-2019 vanno decisamente in questa direzione. Da un lato, l'ambito di applicazione è stato esteso dai settori agli asset, e dall'altro l'esercizio dei poteri speciali non è più legato ad eventi straordinari, bensì è vincolato a situazioni di frequente occorrenza, come ad esempio l'acquisizione di componenti per la manutenzione di infrastrutture.

Alcuni hanno interpretato questo ampliamento dei poteri speciali come una sorta di "corsa al riarmo giuridico" mirata a proteggere interessi economici fondamentali. Ad ogni modo, si ha la sensazione che si tratti più di un errore, di un ritorno al passato in cui si credeva che il controllo degli affari fosse compito esclusivo del Governo.

Inoltre, una volta che il modello subisce tali cambiamenti, non c'è garanzia che questi restino circoscritti a situazioni eccezionali, limitate a settori specifici o a determinate categorie di imprenditori. Non c'è alcuna certezza che il prossimo intervento normativo non possa estendere l'applicazione dei poteri speciali anche a contratti od accordi che coinvolgono l'acquisto di beni o servizi per la manutenzione e la gestione di asset in qualsiasi settore, o per qualsiasi impresa che detiene un particolare asset considerato strategico dall'Esecutivo di turno.

In conclusione, è molto alto il rischio che queste misure scoraggino gli investimenti da parte di soggetti esteri in uno Stato, come quello italiano, che ha sempre più bisogno

dell'apporto di capitali stranieri, essendo complessivamente meno internazionalizzato rispetto alle altre principali economie europee e mondiali. In proporzione al PIL, gli investimenti diretti esteri in Italia rappresentano meno della metà di quelli di Francia, Germania, Regno Unito e Spagna.

È importante ricordare all'Esecutivo, indipendentemente dal suo orientamento politico, che l'uso eccessivo del golden power potrebbe avere conseguenze negative, poiché “*non è tutto oro quello che luccica*”.

7. Il Caso Vivendi-TIM: la *rule of law* per l'esercizio dei poteri speciali

Illustrato il quadro normativo e le criticità del sistema golden power, è necessario anche analizzare il caso dell'esercizio dei poteri speciali sulle operazioni di acquisizione di Telecom Italia S.p.A. da parte di Vivendi Société Anonyme, trattato nella sentenza del T.A.R. Lazio, il quale riveste un ruolo fondamentale per diversi motivi, tanto da essere considerato una sorta di "principio cardine" nell'applicazione dei poteri speciali³⁰⁴.

La vicenda prende avvio nel giugno del 2015, quando Vivendi entra nel capitale sociale di Telecom Italia (Tim) con una partecipazione del 6.6%, che nel corso del tempo cresce fino al 23.94% nel 2017. Durante l'assemblea di Tim del 4 maggio 2017, Vivendi, nonostante una partecipazione relativa, riesce a far approvare la sua lista di maggioranza per il rinnovo del consiglio di amministrazione.

Successivamente, il 1° giugno 2017, Vivendi propone ed ottiene la nomina del proprio Amministratore Delegato come Presidente esecutivo di Tim, con l'eccezione delle deleghe di supervisione su Telecom Sparkle S.p.A. (Tim Sparkle). Questo fatto attira l'attenzione del Governo italiano, considerando la posizione strategica di Tim nel settore

³⁰⁴ In merito si è espresso T. DI PROSPERO, in *Golden power tra compatibilità nazionale e parallelismi d'intervento pubblico*, in *Giurisprudenza commentata*. Con sentenza n. 11508/2022, il T.A.R. Lazio, Roma ha respinto il ricorso di Vivendi per l'annullamento del provvedimento della Presidenza del Consiglio dei Ministri con cui si comunicava, ai sensi della disciplina c.d. “golden power”, la sussistenza dell'obbligo di notifica relativo alle operazioni di acquisto di partecipazioni significative da parte della ricorrente in Tim. La sentenza si pronuncia su uno dei primi casi di grande portata di esercizio dei poteri speciali, andando ad analizzare la compatibilità di tale normativa, soprattutto nei confronti di un investitore europeo, con le disposizioni dei Trattati. Da ultimo, la sentenza si esprime per la prima volta sull'autonomia del procedimento per l'esercizio dei poteri speciali guidato dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri, e le determinazioni parallele della Consob.

delle telecomunicazioni nazionali, specialmente per il controllo su Tim Sparkle, che opera nei settori della difesa e della sicurezza nazionale.

Su indicazione del Ministero dello Sviluppo Economico, la Presidenza del Consiglio dei Ministri avvia quindi il procedimento per l'accertamento della violazione dell'obbligo di notifica, come previsto dal D.L. n. 21/2012. L'istruttoria, guidata dal Gruppo di Coordinamento, conclude che Vivendi ha violato l'obbligo di notifica per l'acquisizione di partecipazioni in Tim e per l'acquisto del controllo e della disponibilità degli asset di Tim.

La Consob, il 13 settembre 2017, accerta il controllo di Vivendi su Tim nonostante le precedenti negazioni da parte della società francese.

Il 16 ottobre 2017, il governo esercita i poteri speciali sulla base dei risultati dell'istruttoria e della "minaccia di grave pregiudizio" per gli interessi nazionali di difesa e sicurezza.

Le critiche mosse contro questo provvedimento riguardano la sua supposta contraddittorietà rispetto alle precedenti acquisizioni effettuate da altri investitori, la mancata conoscenza da parte di Vivendi dell'obbligo di notifica, l'incompatibilità della normativa nazionale con le norme europee e la sopravvenuta pronuncia del Consiglio di Stato che ha annullato la determinazione della Consob sull'effettivo controllo di Vivendi su Tim.

Il TAR ha respinto queste critiche, considerandole prive di fondamento e concentrandosi in particolare sull'analisi della compatibilità dei poteri speciali con il diritto sovranazionale e sull'interazione tra diverse strutture amministrative coinvolte nei controlli trasversali.

Innanzitutto, il caso Tim-Vivendi rappresenta il primo utilizzo massiccio dei poteri speciali tramite l'imposizione di prescrizioni e l'applicazione di una sanzione significativa per la presunta violazione dell'obbligo di notifica. È interessante notare che questo intervento è stato rivolto verso un operatore economico di origine europea, più precisamente francese, che in teoria difficilmente potrebbe essere considerato ostile o avere intenzioni predatorie potenzialmente dannose per la sicurezza nazionale.

D'altro canto, è importante sottolineare la delicatezza della posizione strategica di Telecom Italia nel contesto della politica economica dello Stato.

Con l'evolversi della prassi della disciplina dei poteri speciali, a partire da questo caso, le notifiche inviate preventivamente alla Presidenza del Consiglio dei Ministri sono

aumentate in modo esponenziale. Questo aumento è stato influenzato dall'estensione del campo di applicazione dei poteri speciali, reso sempre più pervasivo a causa della pandemia e degli shock economici.

Il TAR è stato chiamato ad esaminare le questioni legate alla legittimità dell'esercizio dei poteri speciali nei confronti di Tim e Vivendi, nonché la compatibilità della normativa nazionale con le disposizioni dei Trattati dell'Unione Europea. È stata la prima volta che il giudice di prima istanza ha dovuto considerare l'effetto della pronuncia del Consiglio di Stato che annullava la Comunicazione della Consob sul controllo di Vivendi su Tim, uno dei presupposti alla base del provvedimento impugnato di esercizio dei poteri speciali.

Un ulteriore aspetto di particolare interesse, e una considerazione inedita nel contesto dei poteri speciali, è la risposta data dal T.A.R. sulla portata della Comunicazione della Consob annullata dal Consiglio di Stato: nonostante essa sia inclusa tra i presupposti per l'esercizio dei poteri speciali, il Tribunale riconosce una forte autonomia ai procedimenti condotti dalla Consob e dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri. Tuttavia, sarebbe auspicabile una disciplina più chiara e esplicita sull'interazione tra queste due istituzioni. Da ciò emerge una questione di rilevanza centrale che riguarda il rapporto tra le autorità amministrative indipendenti. In particolare il rapporto tra la Consob, responsabile di controlli analoghi o accessori rispetto all'esercizio dei poteri speciali, e le strutture amministrative all'interno della Presidenza del Consiglio nei procedimenti sopra menzionati. In altre parole, resta da capire se l'attività istruttoria svolta prima dell'esercizio dei poteri speciali, guidata dalla Presidenza, sia influenzata dalle decisioni parallele delle autorità amministrative indipendenti prese al di fuori di questo procedimento.

Il caso Tim-Vivendi rappresenta uno dei chiarissimi esempi del ritorno dello Stato nell'economia attraverso il controllo degli investimenti stranieri. Questo caso ha una rilevanza particolare non solo per la posizione strategica di Tim, confermata anche dal T.A.R. Lazio, ma anche per la novità che ha rappresentato nel 2017, considerando l'entità delle sanzioni e la severità delle prescrizioni applicate.

Un elemento di novità del caso di specie risiede nella centralità del procedimento per individuare l'operazione nell'ambito della difesa e sicurezza nazionale ai sensi del D.L. n. 21/2012, il che è stato fondamentale per applicare il golden power ad un soggetto

francese. Questo esercizio di potere autoritativo nei confronti di un attore del mercato delle telecomunicazioni non manifestamente "ostile" rappresenta un momento storico di inversione o forse di regressione della gerarchia degli interessi pubblici, a scapito delle libertà di circolazione dei capitali e di stabilimento garantite dai Trattati. È necessario valutare se questo cambiamento sia avvenuto come una normale applicazione della legge, ormai conosciuta e implicitamente accettata anche a livello sovranazionale, oppure come un'interpretazione eccessiva dei suoi limiti, con un ritorno pericoloso a un interventismo più diretto che strategico.

La complessità di tale valutazione, che dovrebbe essere essenzialmente tecnica, si scontra con la vicinanza dei procedimenti con gli apparati politici e con la natura degli atti emessi dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri, che indeboliscono le garanzie procedurali e la portata del controllo giurisdizionale amministrativo. La disciplina dei poteri speciali, ormai riconosciuta come una "nuova fenomenologia di intervento pubblico nell'economia", trova nel caso Tim-Vivendi una nuova conferma della sua autorità pressoché incontestata.

Considerando le numerose modifiche normative che la disciplina dei poteri speciali ha subito, sia a livello oggettivo che procedurale, con l'obiettivo di stabilizzare ed aumentare la certezza per gli investitori stranieri, potrebbe essere necessario, a seguito del caso Tim-Vivendi, una regolamentazione più dettagliata che formalizzi il dialogo e le competenze tra la Presidenza e le autorità indipendenti in materia di esercizio dei poteri speciali.

CONCLUSIONI

Negli ultimi trent'anni, il legislatore italiano ha finalmente considerato il fenomeno delle offerte pubbliche di acquisto, colmando un vuoto normativo che era stato per un lungo periodo di tempo trascurato. Questa attenzione è stata necessaria in uno Stato come l'Italia, che mira e deve mirare a sviluppare il proprio mercato dei capitali.

Il quadro normativo delle offerte pubbliche di acquisto è in costante evoluzione e continua a definirsi man mano che emergono vuoti normativi che ostacolano il loro benefico utilizzo collettivo. Lo scopo del diritto è intervenire quando gli interessi economici individuali prevalgono su quelli collettivi. Nel caso delle OPA, è evidente che lanciare un'offerta non influisca esclusivamente sulle società coinvolte (offerente e target), bensì abbia effetti sistemici che richiedono un intervento del pubblico potere per favorire lo sviluppo, soprattutto quando il libero mercato non è sufficiente.

Dall'analisi storica della legislazione nazionale, che costituisce parte centrale di questo studio, la disciplina delle misure di difesa adottate in materia di offerte pubbliche di acquisto ha oscillato tra l'adozione di politiche favorevoli alle OPA ed atteggiamenti di netta opposizione. Le variazioni nella normativa italiana riguardo alle misure di difesa nelle offerte pubbliche di acquisto riflettono una costante mutevolezza negli obiettivi perseguiti dal legislatore nazionale. Tuttavia, questa rapidità nel cambiare direzione potrebbe aver influito negativamente sul mercato finanziario, creando instabilità e percezione di rischio tra gli investitori.

In linea generale, sembra plausibile ritenere che l'atteggiamento nei confronti delle OPA sia stato caratterizzato da una certa avversione e che le restrizioni siano state imposte per contrastare le scalate ostili al fine di preservare lo status quo. Poiché tale status quo vedeva il controllo delle imprese italiane concentrato nelle mani degli azionisti italiani, sembra ragionevole concludere che l'obiettivo fosse di fatto ostacolare le scalate proposte da soggetti stranieri. L'impossibilità di trasformazione del mercato del controllo societario, ottenuta attraverso la disincentivazione di tutte le scalate, comprese quelle da parte di società italiane quotate, sembrerebbe essere stato il mezzo utilizzato per contrastare le scalate da parte di soggetti stranieri, evitando di adottare misure che potessero essere considerate discriminatorie nei loro confronti.

Ad ogni modo, si comprende agevolmente che un'impostazione normativa basata sul perseguimento dell'obiettivo della contendibilità del controllo³⁰⁵, data la sua importanza per la concorrenza tra imprese e al fine di produrre valore, sia la soluzione maggiormente idonea per garantire la fluidità e l'efficienza del mercato del controllo societario italiano. La possibilità di acquisire il controllo di un'azienda è fondamentale al fine di mantenere un mercato dinamico, efficiente e equo.

Lo studio condotto in tale elaborato è teso a chiarire come la contendibilità del controllo favorisca l'innovazione, corregga le inefficienze ed assicuri una migliore allocazione delle risorse, contribuendo a generare valore nel lungo periodo. Tuttavia, allo stesso tempo, è essenziale che la regolamentazione delle offerte pubbliche di acquisto riesca a trovare un punto di equilibrio tra la promozione della contendibilità e la protezione degli interessi di tutti gli attori coinvolti, garantendo che le acquisizioni avvengano nella massima equità e trasparenza. Al fine di garantire la prosperità economica e lo sviluppo sostenibile delle imprese italiane, è di vitale rilevanza aumentare la contendibilità del mercato del controllo societario. Questo potrebbe essere realizzato attraverso regolamentazioni sulle OPA che favoriscano la concorrenza e l'efficienza, garantendo al contempo un equilibrio tra gli interessi degli acquirenti e dei venditori.

Nel corso degli anni, la normativa italiana sulle offerte pubbliche di acquisto e la struttura delle imprese italiane hanno ridotto l'importanza della contendibilità del controllo societario, mettendo in secondo piano questo elemento vitale del mercato. A ben vedere, questo atteggiamento ha portato ad un rallentamento delle operazioni di acquisizione, in particolare delle OPA ostili, anche quando queste avrebbero potuto portare a benefici per l'efficienza del mercato. Questo rischio, di fatto, ha comportato un "congelamento" del mercato dei capitali, danneggiando l'intero sistema finanziario.

Pertanto, molti esperti hanno ritenuto ed ancora oggi ritengono che sia necessario cambiare rotta, abbandonando i paraocchi rappresentati da una visione obsoleta del mercato dei capitali e guardando oltre i propri confini nazionali, in modo tale da poter competere a livello globale. Infatti, la mancanza di offerte pubbliche di acquisto può essere attribuita non solo ad una normativa lacunosa e inadeguata, ma anche ad una scarsa

³⁰⁵ "La contendibilità è necessaria per la concorrenza ed è il requisito necessario affinché un'impresa produca valore per i suoi azionisti". Così si è espressa in merito la Consob nella Comunicazione n. 99013832 del 27 febbraio 1999

comprensione dell'istituto e dei meccanismi che regolano il mercato del controllo societario. Questo equivoco culturale ha generato un'ingiustificata avversione verso le OPA, ostacolando lo sviluppo del mercato finanziario.

La scelta tra garantire una piena contendibilità del controllo societario o adottare un approccio più protezionistico è un tema molto dibattuto e trasversale, in particolare, ai vari strumenti di intervento dello Stato nell'economia. L'obiettivo dell'elaborato era evidenziare come questo problema abbia una portata decisamente ampia, in quanto non si pone solo quando lo Stato interviene direttamente, ad esempio, attraverso il *golden power* per i settori strategici, ma anche quando interviene indirettamente, in funzione di *Stato regolatore*³⁰⁶, introducendo strumenti regolatori che le aziende possono scegliere di adottare per proteggersi dalle scalate, come le misure anti-OPA ed il voto maggiorato.

In questo contesto, è importante trovare un giusto equilibrio tra gli strumenti disponibili per proteggere le aziende che operano in settori strategici.

Considerati gli eventuali pericoli che possono derivare da un'eccessiva forma di interventismo del Governo nell'economia, esposti nel capitolo dedicato ai poteri speciali, ci si deve chiedere se sia possibile che i meccanismi interni di difesa dalle scalate possano essere un'alternativa al golden power per le aziende che operano in settori strategici: cioè se sia possibile prevedere un'azione meno invasiva. Questo dipende principalmente dalla natura pubblica o privata della proprietà azionaria dell'azienda e dal grado di diffusione delle azioni.

Il golden power non fa differenza tra i due casi, poiché si applica anche quando lo Stato non possiede neanche una quota dell'azienda soggetta all'acquisizione.

Per quanto riguarda le OPA ostili, è improbabile che vengano lanciate contro aziende in cui lo Stato detenga una quota di maggioranza, poiché sarebbe considerata un'aggressione diretta allo Stato. Tuttavia, anche nel caso di un'OPA amichevole su un'azienda a proprietà

³⁰⁶ Il concetto di Stato regolatore “trova il suo humus naturale in sistemi economici nei quali il mercato è aperto alla concorrenza tra una molteplicità (o almeno una pluralità) di operatori”. Cit. M. CLARICH, in *Populismo, sovranismo e Stato regolatore: verso il tramonto di un modello*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*; “proprio l'apertura del mercato a tutti coloro che vogliono farvi parte, infatti, rende necessario creare una serie di regole che permettano la *par condicio* e una chiara e libera valutazione di quelli che sono i rischi e i vantaggi derivanti dall'accesso allo stesso”. Cit. A. CLEMENTE, in *Le autorità amministrative indipendenti come espressione tipica dello Stato regolatore*, in *Salvis jubris*

privata, lo Stato potrebbe bloccare l'acquisizione utilizzando il golden power, anche se l'azienda stessa volesse cedere il controllo.

Nel caso delle OPA ostili, se le misure di difesa endosocietarie non fossero sufficienti, il golden power potrebbe essere l'unico ostacolo all'acquisizione del controllo.

In sintesi, il golden power rappresenta un meccanismo sempre attivo, indipendentemente dalla composizione dell'azionariato e non può essere sostituito dai meccanismi di difesa endosocietari a disposizione, tranne nel caso del voto maggiorato in aziende quotate a partecipazione pubblica.

La vera differenza tra i meccanismi di difesa interni ed esterni sembra essere legata al livello di concentrazione o dispersione dell'azionariato delle aziende operanti nei settori strategici. In presenza di una proprietà altamente concentrata, la decisione sull'adozione di misure di difesa anti-OPA è generalmente nelle mani degli azionisti di comando. In questo caso, il golden power potrebbe essere l'unico ostacolo all'acquisizione del controllo, anche se il titolare della partecipazione di controllo volesse cederla. In caso di proprietà diffusa, le misure anti-OPA potrebbero già costituire un valido ostacolo alle scalate, ma in caso contrario, il golden power rimarrebbe comunque utile.

In definitiva, il golden power rimane uno strumento essenziale per proteggere gli interessi pubblici nelle aziende operanti nei settori strategici, indipendentemente dalla composizione dell'azionariato. Tuttavia, potrebbe essere opportuno rafforzare i meccanismi di difesa interni delle aziende quotate a partecipazione pubblica per ridurre la necessità di utilizzare i poteri speciali.

In conclusione, ritengo che il quadro normativo italiano sulle OPA non sia del tutto inadeguato. Allo stesso tempo credo anche, alla stregua di una visione di stampo liberale, che il nostro Stato abbia bisogno di un intervento decisamente più incisivo per stimolare il mercato del controllo societario, che in Italia è molto meno sviluppato rispetto ad altri Paesi industrializzati. Un mercato del controllo societario efficiente, infatti, potrebbe portare a significativi sviluppi economici.

La disciplina sulle OPA dovrebbe essere ridefinita affinché sia possibile favorire una maggiore flessibilità, consentendo alle società di assistere più facilmente e frequentemente a mutamenti relativi alla loro struttura di comando. Questo potrebbe includere l'adozione di regole più trasparenti e non discriminatorie, che consentano alle imprese di difendersi da eventuali OPA ostili senza creare ostacoli eccessivi per gli

acquirenti potenziali. È necessario, nel mondo odierno, abbandonare l'idea che l'italianità sia sinonimo di stabilità, poiché questo limita in maniera consistente lo sviluppo delle società italiane.

Contrariamente a chi vede nella stabilità organizzativa un vantaggio³⁰⁷, questa peculiare situazione in cui tergiversano le imprese italiane può rappresentare una vera e propria “*spada di Damocle*” sullo sviluppo delle stesse.

Alla luce di quanto detto ed analizzato, possiamo affermare che le offerte pubbliche di acquisto ed un mercato del controllo societario contendibile possano essere catalizzatori di crescita per lo Stato italiano e la sua economia.

È importante rendersi conto dell'opportunità che tali strumenti forniscono e, di conseguenza, adattarsi al cambiamento. Se, infatti, non permettiamo alle imprese italiane di crescere, queste ultime saranno costrette a cedere il passo alle multinazionali o a società più efficienti che, invece, hanno saputo sfruttare correttamente il mercato del controllo societario. Questo rischio è particolarmente concreto in un contesto economico globale, come quello attuale, sempre più competitivo ed in continua evoluzione. Le imprese che non sono in grado di adattarsi rapidamente ai cambiamenti del mercato e di migliorare la propria contendibilità rischiano di rimanere indietro e di perdere quote di mercato a vantaggio di competitor più agili e innovativi. Di conseguenza, è fondamentale adottare politiche che favoriscano la crescita e lo sviluppo delle imprese italiane, promuovendo la concorrenza e creando un ambiente favorevole all'innovazione e all'efficienza. Solo in questo modo le imprese italiane potranno competere con successo sul mercato nazionale e internazionale, contribuendo alla crescita economica ed al benessere del paese nel suo complesso.

³⁰⁷ R. LENER, in *Basta passività, difendiamo l'italianità. L'OPA obbligatoria dinanzi alla crisi dei mercati*, in *Analisi giuridica dell'Economia*, Fascicolo 1/2009

BIBLIOGRAFIA

ABRIANI N., in *Gli amministratori di fatto nelle società di capitali*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, 1998

ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., in *La deviazione del principio un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo*, in *Quaderni giuridici CONSOB*, 2014

ALVARO S., LAMANDINI M., POLICE A., TAROLA I., in *La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta tecnologia, Il golden power dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie*, in *Quaderni giuridici CONSOB*, 2019

ANGELICI C., in *Le società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, 2012

ANGELICI C., in *Riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Cedam, 2006

ANGELIS A., MOSCA C., in *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della Commissione Europea*, in *Rivista delle Società*, 2007

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

ANNUNZIATA F., in *La disciplina delle società quotate nel TUF*, in *Commentario*, Giuffrè, 1999

ARANOW E.R., EINHORN H.A., in *Tender Offers for Corporate Control*, 1973

ARCANO R., GALLI G., MAROCCIA I., TURATI G., in *Il Golden power e i rischi per il funzionamento dei mercati*, in *Osservatorio CPI*, 2023

ARDIZZONE L., VITALI M.L., in *I poteri speciali dello Stato nei settori di pubblica utilità*, in *Giurisprudenza commerciale: società e fallimento*, p.919-950, 2013

ARESU A., in *Golden power e nuovo Iri. Come proteggere l'Italia*, in *Il vincolo interno*, Limes, 2020

BASSAN F., in *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato sull'economia*, in *Studi sull'integrazione europea*, p.57-80, Cacucci, Bari, 2014

BERLE A.A. JR., MEANS G., in *Società per azioni e proprietà privata*, 1966

BIANCHI T., in *OPA: difficile dire se è ostile o no*, in *Il Sole 24 Ore*, 1999

BRAGANTINI S., in *Troppa protezione fa male*, *Il Corriere della Sera*, 2008

BRESCIA MORRA C., in *Nuove regole sull'opa: un passo indietro*, in <http://www.nelmerito.com>, 2008

CALANDRA BUONAURA V., in *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nelle società per azioni*, Giuffrè, 1985

CAMPOBASSO G.F., in *Diritto delle Società, Manuale di Diritto Commerciale, cap. Le partecipazioni rilevanti*, 2022

CAPIZZI A., in *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori: il caso della pressure to tender*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2014

CAPRIGLIONE F., in *La Finanza UE ai tempi del coronavirus*, in *Rivista Trimestrale del Diritto e dell'Economia*, in *Rassegna di dottrina e giurisprudenza*, 2020

CARIELLO V., in *Tutela delle minoranze ed accordi parasociali nelle società quotate*, in *Rivista delle Società*, 1999

CARLI G., in *Cinquant'anni di vita italiana*, 1993

CASSESE S., in *Privatizzazioni: una prospettiva comparata (Le imprese pubbliche dopo le privatizzazioni)*, in *Stato e mercato*, 1992

CASTELLANO G., in *Le offerte pubbliche di acquisto: i problemi non risolti dalla legge di riforma*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1975

CINGOLANI, in *Golden power, ma non è tutto oro*, in *Il Foglio*, 2023

CISTARO M., in *Mercato del controllo societario. Note per una teoria generale della libera concorrenza*, in *Nuove Leggi civili commentate*, Wolters Kluwer, 2015

CLARICH M., in *Populismo, sovranismo e Stato regolatore: verso il tramonto di un modello*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 2018

CLEARY GOTTSLIEB STEEN & HAMILTON LLP, in *Legge OPA: il Governo rende opzionali la passivity rule e la breakthrough rule*, Milano/Roma, 2008

CLEMENTE A., in *Le autorità amministrative indipendenti come espressione tipica dello Stato regolatore*, in *Salvis juribus. Fatti salvi diritti*, 2021

COFFEE J.C. JR., "Regulating the market for corporate control: a critical assessment on the tender's offer role in corporate governance", *Columbia Law Review*, 1984

COHEN M.F., in *Takeover Bids*, in *Financial Analysts Journal*, vol. 26, no. 1, 1970, pp. 26-103

COMINO A., in *Golden powers per dimenticare la golden share: le nuove forme di intervento pubblico sugli assetti societari nei settori della difesa, della sicurezza*

nazionale, e delle comunicazioni, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, p.1019-1053, 2014

COSTI R., in *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. Comm. Int.*, 1998

D'AMBROSIO C., in *Offerta pubblica d'acquisto: poteri e responsabilità degli amministratori*, in *Impresa-Società-Fallimento*, a cura di COSTA C. e FRASCAROLI SANTI E., Cedam, 2014

DESANA E., in *Opa e tecniche di difesa. Dalle misure successive a quelle preventive*, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, Giuffrè, Milano, 2003

DI PROSPERO T., in *Golden power tra compatibilità nazionale e parallelismi d'intervento pubblico*, in *Giurisprudenza commentata*, 2023

EASTERBROOK F.H., FISCHER D.R., in *The Economic Structure of Corporate Law*, London 1991 (tradotto in italiano *L'economia delle società per azioni*, Milano 1999)

EDWARDS V., in *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper it's written on?*, in *European Company and Financial Law Review*, 2004

EHRHARDT O., NOWAK E., in *Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation*, 2003

ENRIQUES L., in *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori, La disciplina dell'OPA obbligatoria*, 2002

ENRIQUES L., in *Offerta pubblica di Acquisto*, in *Enciclopedia del diritto, Annali V*, 2012

ENRIQUES L., in *Quale disciplina per le acquisizioni ostili? Alcuni modelli teorici e la soluzione italiana*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 1999

FAMA E.F., in *Agency problems and the Theory of the Firm*, in *Journal of Political Economy*, 1980

FERRARINI G., in *Corporate Governance Changes in the 20° century: A view from Italy*, in *Corporate Governance in context: Corporations, States, and Markets in Europe, Japan and the US*, 2005

FERRARINI G., in *Voto plurimo e voto maggiorato tra autonomia statutaria e principio di proporzionalità*, in *Regole del mercato e mercato delle regole*, a cura di CARCANO G., MOSCA C., VENTORUZZO M., Milano, 2016

FERRETTI R., IOCCA M.G., in *Le offerte pubbliche di acquisto tra efficienza del mercato del controllo societario, stabilità degli assetti proprietari e tutela delle minoranze: un'analisi a vent'anni dal Testo Unico della Finanza*, 2021

- FERRI JR. G., in *Investimento e conferimento. Saggi di diritto commerciale*, Giuffrè, Milano, 2001
- FORNARA E., MARZIALI A., MAZZARELLI M., in *OPA e OPS: le peculiarità del mercato italiano*, in *Bilancio: profili tecnici*, in *Bilancio e Revisione n. 8-9*, 2022
- FRANCHINA L., LONGO A., in *Golden power: così l'Italia affina lo strumento per la sicurezza del Paese*, in *Network Digital 360*, 2022
- GATTI M., in *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche d'acquisto*, in *Nuova Giurisprudenza Civile Commerciale*, 2005
- GHEZZI F., VENTORUZZO M., in *La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato*, in *Rivista delle società*, p.668 ss., 2008
- GOISIS F., in *La natura delle società a partecipazione pubblica tra interventi della Corte europea di giustizia e del legislatore nazionale*, Nota a CGCE sez. I 23 ottobre 2007 (causa C-112/05); CGCE sez. I 6 dicembre 2007 (cause riunite C- 463/04 e C-464/04), in *Rivista italiana diritto pubblico comunitario*, p.396 ss., 2008
- GUACCERO A., in *I comportamenti irrazionali nelle offerte pubbliche e le risposte al diritto positivo*, in *Oltre il soggetto razionale*, p.229-237, 2014
- GRUNDMANN S., MOSLEIN F., in *Golden Shares – State Control in Privatised Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects*, in *European Banking & Financial Law Journal*, 2003
- HAYES S., TAUSSIG R., in *Tactics of Cash Takeover Bids*, in *Harvard Business Review*, 1967
- HARRIS D.J., in *Il programma di privatizzazione realizzato nel Regno Unito*, in *Economia e Politica industriale*, 1987
- JENKINSON T., MAYER C., in *The privatisation process in France and the U.K.*, in *European Economic Review*, 1988
- JENSEN C.M., RUBICK S.R., in *The Market for corporate control: The Scientific Evidence*, 1983
- KENTON W., in *Pac-Man Defense: What it is, How it Works, Examples*, 2021
- KRUGMAN P., OBSTFELD M., in *International Economics, Theory and policy*, London, 2007
- LALLI A., in *Effetti istituzionali e strutturali dell'espansione dei golden powers*, in *Rivista di diritto costituzionale*, p.77-101, 2022

LENER R., in *Basta passività, difendiamo l'italianità. L'OPA obbligatoria dinanzi alla crisi dei mercati*, in *Analisi giuridica dell'Economia*, 2009

LENER R., PICCO F., PONZIANI V., TROVATORE G., VENTORUZZO M., in *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019, Evidenze empiriche e spunti di discussione*, in *Discussion papers CONSOB*, 2021

LENER R., *Le offerte obbligatorie*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di STELLA RICHTER JR. M., in *Quaderni di diritto commerciale europeo*, Torino, 2011

LISANTI M., in *Quale tutela per gli azionisti di minoranza*, in *Mercato, Concorrenza, Regole*, 2000

LUVISOTTI F., in *Multiple voting shares nelle società quotate: Italia e Stati Uniti a confronto*, in *LLR n.2*, 2018

MACCARRONE P., in *I poteri speciali dopo il decreto-legge "liquidità": un'analisi e alcune note in prospettiva*, in *Osservatorio costituzionale AIC*, 2021

MACEY J., in *Takeovers in the United States: a law and economic perspectives*, in *Quaderni di finanza CONSOB*, n. 32, 1999

MAGLIANO R., in *Trenta anni di OPA: riflessioni in tema di passivity rule e contendibilità in epoca post-pandemica*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economica*, p.233-263, 2023

MAGLIULO F., in *La nuova disciplina del voto plurimo e del voto maggiorato nella legge a sostegno della competitività dei capitali*, Consiglio Nazionale del Notariato, 2024

MANNA M., in *I Golden powers, dalla stagione delle privatizzazioni alle congiunture emergenziali: l'eterno ritorno dello Stato nell'economia*, in *Rivista di Diritto del Risparmio*, 2023

MANNE H.G., in *The Follies of Regulation*, *The Wall Street Journal*, 2005

MARCHETTI P., *Le offerte pubbliche di sottoscrizione e la legge 216*, in *Rivista delle Società*, 1981

MARCHETTI P., in *Le privatizzazioni in Italia. Saggi-Leggi-Documenti*, Giuffrè, Milano, 1995

MARCHETTI P., in *Osservazione sui profili societari di T.U. in materia finanziaria*, in *Rivista delle Società*, 1999

MARCHETTI P., in *Osservazioni e materiali sul diritto di voto*, in *Rivista delle Società*, 2015

MICCÙ R., in *Lo Stato regolatore e la nuova costituzione economica: paradigmi di fine secolo a confronto*, in CHIRULLI P., MICCÙ R., (a cura di), *Il modello europeo di regolazione. Atti della giornata di studio in onore del prof. Salvatore Cattaneo*, Napoli, Jovene, 2011.

MOBILI M., in *Golden share a due livelli*, in *Il Sole 24 Ore*, 2012

MONTALENTI P., in *I gruppi piramidali tra libertà di iniziativa economica e asimmetrie del mercato*, in *Rivista delle società*, p.318, 2008

MONTALENTI P., in *Le offerte pubbliche di acquisto. Le fattispecie obbligatorie*, Milano, 1995

MONTANARI M., in *Gestione dell'impresa e offerta pubblica di valori mobiliari*, in *Giurisprudenza commerciale*, p. 748 ss., 1995

MONTANARI M., in *L'esercizio dell'impresa durante l'offerta pubblica di titoli*, Torino, 1997

MOSCA C., in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998*, Commentario diretto da MARCHETTI P. e BIANCHI L.A., Giuffrè, 1999

MOSCA C., in *La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie OPA*, in *Nuove leggi civili commentate*, p.863-892, 2015

MOSCO G.D., in *Voto maggiorato: prime verifiche d'effettività e prospettive di riforma*, in *LUISS Law Review*, p.2-22, 2019

MUCCHETTI M., in *Liberare capitale per crescere senza indebitarsi*, in *Il Sole 24 ore*, 2020

MUCCIARELLI F.M., in *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'OPA*, in *Giurisprudenza Commerciale*, in Anno XXIII Fascicolo 6, 2005

MUCCIARELLI F.M., in *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Banche e mercati finanziari*, a cura di VELLA F., Torino, 2009

MUCCIARELLI F.M., in *Società per azioni ed offerta pubblica di acquisto*, Milano, 2004

NONES M., in *Golden power, non tutti i poteri che luccicano sono d'oro*, a *Formiche.net*, 2020

OLIVIERI A., in *Assonime: Eliminare le norme anti-Opa*, *Il Sole 24 Ore*, 2009

PAGANO M., PANUNZI F., ZINGALES L., in *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'OPA, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in *Rivista di Diritto Societario*, 1998

PATTITONI P., PETRACCI B., SPISNI M., in *Le quotazioni meteora: un'analisi empirica sul mercato italiano*, 2015

PICONE L., in *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 1999

PORTOLANO A., PARDALESI R., in *All'ombra delle piramidi - Appunti su OPA, governo societario e concorrenza tra ordinamenti*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2001

PRENESTINI F., in *Golden power e meccanismi societari di difesa dall'acquisto del controllo*, in *Federalismi.it. Rivista di Diritto pubblico italiano, comparato, europeo*, 2022

PRENESTINI F., *Golden power: una tela di Penelope*, in *Rivista delle Società*, Fascicolo n. 2/2022, p.667-671, 2022

PULEDDA V., in *In 12 anni solo dieci scalate ostili. La legge sull'OPA è da ripensare*, in *Democrazia azionaria*, 2019

RABITTI BEDOGNI V.C., in *Le offerte pubbliche di acquisto e scambio*, in *Manuale del diritto del mercato finanziario*, p. 286, Milano, 2008

REGALDO F., in *Le tecniche difensive nelle OPA ostili. Riflessioni comparatistiche*, 2001

RIGANTI F., in *I golden powers tra vecchie privatizzazioni e nuova disciplina emergenziale*, in *Nuove Leggi civili commentate*, 2020

RIGHINI E., in *Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli*, in *Nuove Leggi civili commentate*, 1997

ROLL R., in *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*, in *The Journal of Business*, 1986

ROVELLI L., in *L'art.104 TUF, la passivity rule e l'adozione di tecniche antiscalata. La responsabilità degli organi amministrativi*, in *Convegno organizzato da I.T.A. SRL., OPA E OPS e patti parasociali*, Milano, 1999

RUSSO G.S., in *La Nuova Direttiva n. 2004/25/CE in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto*, in *Ambientediritto.it*, 2005

SACCO GINEVRI A., in *Golden power e infrastrutture finanziarie dopo il Decreto Liquidità*, in *Dirittobancario.it.*, 2020

SACCO GINEVRI A., *I golden powers fra Stato e mercato ai tempi del Covid-19*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2021

SACCO GINEVRI A., in *L'espansione dei golden powers fra sovranismo e globalizzazione*, 2019

- SALVI A., in *Premi per il controllo*, in *Metodo, Misure, Evidenze*, 2013
- SANDULLI A., in *Il Golden Power al tempo dell'emergenza Covid-19. Uno strumento camaleontico a protezione del tessuto economico*, in *Luiss Open*, 2021
- SANDULLI A., in *La febbre del golden power*, in *Rivista di diritto trimestrale pubblico*, p.743-764, 2022
- SAUTTER C.M., in *Tender Offers and Disclosure: The History and Future of the Williams Act*, 2015
- SCARCHILLO G., in *Dalla Golden share al Golden power; la storia infinita di uno strumento societario*, *Profili di diritto europeo e comparato*, 2015
- SCIPIONE L., in *Il nuovo regime delle offerte pubbliche di scambio connesse alle operazioni di ristrutturazione del debito*, in *Innovazione e diritto*, p.97-124, 2011
- SCIPIONE L., in *La golden share nella giurisprudenza comunitaria: criticità e contraddizioni di una roccaforte inespugnabile*, in *Le Società. Opinioni Diritto societario*, p.855-869, 2010
- SCHIATTONE S., in *Soci di minoranza e strumenti di tutela nelle società per azioni quotate in borsa*, in *Società, banca e impresa*, 2004
- SCHLESINGER P., in *La legge sulla privatizzazione degli enti pubblici economici*, in *Rivista delle società*, 1992
- SPITALERI P.A., in *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di PATRONI GRIFFI A., SANDULLI M., SANTORO V., Torino, 1998
- STELLA RICHTER JR M., in *A proposito della direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche di acquisto e dei suoi interpreti*, in *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di FERRI JR G. e STELLA RICHTER JR M., 2010
- STELLA RICHTER JR. M., in *Trasferimento del controllo e rapporti tra soci*, Giuffrè, 1996
- TOLA M., in *La Direttiva europea in materia di OPA: prime riflessioni*, in *Banca, Borsa, Titoli di credito*, 2005
- TOMBARI U. (a cura di), BIANCHI L.A., CARIELLO V., GENOVESE A., GUERRERA F., LAMANDINI M., MARCHETTI P., MONTALENTI P., RIMINI E., ZOPPINI A., in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, p. 30 ss., Torino, 2016

TRISCORNIA A., in *Golden power: un difficile connubio tra alta amministrazione e diritto societario*, in *Rivista delle società*, p.733-794, 2019

TUCCI A., in *Gestione dell'impresa sociale e "supervisione" degli azionisti*, p. 200, Milano, 2003

UCKMAR A., in *L'evoluzione della normativa dell'opa in Italia*, in *Rivista di Diritto dell'Impesa.*, p. 203, 1999

VAN APELDOORN B., HORN L., in *The Transformation of Corporate Governance Regulation in the European Union: From Harmonization to Marketization*, in *The Transnational Politics of Corporate Governance Regulation*, p.77-97, 2007

VELLA F., in *La passivity rule nella legge italiana sulle OPA e gli effetti sul mercato del controllo societario*, in *Banca Impresa Società*, 2000

WEIGMANN R., in *Concorrenza e mercato azionario*, in *Giurisprudenza commerciale. Quaderni*, Giuffrè, Milano, 1978

WEIGMANN R., in *La disciplina delle OPA*, in *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998

WEIGMANN R., in *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO G. e PORTALE G.B., 1993

ZUMBANSEN P., in *European Corporate law and national divergences: the case of takeover regulation*, in *Washington University Global Studies Law Review*, 2004

