

## La disciplina delle misure di contrasto all'OPA ostile, fra stabilità degli assetti azionari e contendibilità del controllo

di Luigi Scipione(1)

**Sommario:** 1. Premessa. - 2. La nuova disciplina delle misure difensive nel quadro comunitario. - 3. La *passivity rule* tra vecchia e nuova disciplina. - 4. La nuova *breakthrough rule*. - 5. Il nodo della "reciprocità" e il meccanismo degli "accordi opzionali". - 6. Le regole di trasparenza. - 7. Conclusioni.

### 1. Premessa.

Con l'emanazione del d.lgs. n. 229 del 2007(2) è stata recepita anche nel nostro ordinamento la direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto che integra e modifica la disciplina dettata in materia dal nostro legislatore nella Parte IV, Titolo II, Capo II del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (c.d. T.U.F.).

Le nuove disposizioni innovano sotto diversi aspetti l'impianto normativo previgente, sia per il profilo sistematico che per quello dei contenuti precettivi. La scelta compiuta, in una prima fase, dal legislatore italiano in materia di *passivity rule* e di *breakthrough rule* è stata quella di rendere imperative entrambe le regole, imponendole direttamente nella legge piuttosto che lasciare agli statuti delle singole società la decisione in materia.

Tale soluzione è apparsa la più idonea per raggiungere, nella nuova cornice europea, un valido compromesso tra diverse esigenze concorrenti: *i*) quella di garantire la contendibilità del controllo societario; *ii*) quella di assicurare percentuali significative di consenso alle proposte degli amministratori; *iii*) quella di non pregiudicare qualsiasi possibilità di contrasto dell'offerta per le società con capitale diffuso e quindi più esposte alle scalate.

Sia pure con argomentazioni diverse, l'idoneità del nuovo corpus normativo a contemperare in maniera equilibrata i diversi obiettivi sopra richiamati è stata messa in discussione da parte della dottrina e degli ambienti interessati. Sul piano comparatistico, elevate si sono rilevate, infatti, le limitazioni imposte dalla normativa nazionale alle capacità di difesa delle società italiane; limitazioni legittime e giustificate in contesti ordinari di mercato diversi da quello attuale.

In occasione dell'emanazione del d.l. 29 novembre 2008, n. 185 (c.d. "decreto anticrisi") (3), si è pertanto ritenuto opportuno modificare il regime delle difese previsto dal nostro ordinamento, ribaltando in tal modo l'impostazione iniziale, per consentire più ampi margini di manovra alle società sotto scalata(4). Per effetto del pacchetto di misure in materia di Opa contenuto nell'art. 13 (rubricato, per l'appunto, "Adeguamento europeo della disciplina in materia di Opa") del suddetto decreto (che ha modificato gli artt. 104, 104-bis e 104-ter del T.U.F.) sia la *passivity rule* che la *breakthrough rule* sono state "riconfigurate" non come obbligo di legge previsto dal T.U.F., ma come libera scelta delle società che potranno inserirle negli statuti per mantenere la contendibilità sul mercato. Del pari, sono stati modificati i sistemi di autorizzazione assembleare previsti dalle suddette regole per la realizzazione di eventuali misure di difesa.

Per compiere un'analisi più puntuale della normativa italiana, è parso tuttavia opportuno fare un passo indietro e partire da una sintetica descrizione della disciplina comunitaria in materia di misure anti-Opa.

### 2. La nuova disciplina delle misure difensive nel quadro comunitario.

Tra le principali novità introdotte dalla direttiva 2004/25/CE(5) particolare importanza rivestono le disposizioni che mirano ad indebolire le possibili misure difensive a disposizione della società *target* per contrastare l'attività dell'offerente(6). In relazione al momento in cui vengono adottate, tali misure possono essere distinte in "misure difensive preventive" (*pre-bid defences*) (7) e "misure difensive successive" (*post-bid defences*).

Le prime vengono di regola predisposte dalla società prima della promozione dell'Opa, al fine di dissuadere l'azione di eventuali scalatori e sono rappresentate dalle decisioni della società, dalle clausole

statutarie o dagli accordi parasociali conclusi dai soci, che hanno l'effetto di ostacolare ogni futura Opa sulle azioni della società stessa. Le misure difensive successive vengono invece impiegate nel corso dell'offerta e consistono nelle decisioni deliberate dalla società per contrastare una scalata già in atto.

La direttiva contiene due norme che mirano ad indebolire l'uso di entrambi i tipi di difesa, considerati ugualmente dannosi per l'attività acquisitiva. Si fa riferimento alle disposizioni riguardanti (i) il ruolo da attribuire al consiglio di amministrazione in merito alle misure difensive da attuare durante l'Opa (la c.d. *passivity rule*) e (ii) la neutralizzazione delle barriere statutarie o contrattuali preesistenti all'offerta, che potrebbero ostacolarne il successo (la c.d. *breakthrough rule*).

Il legislatore comunitario ha lasciato ampia libertà di scelta agli Stati Membri consentendo loro di non rendere obbligatorie le due disposizioni (c.d. diritto di *opt-out*), salva la facoltà per le società quotate di adottarle in via statutaria (c.d. diritto di *opt-in*). Inoltre, per il caso in cui si decida di introdurre le due regole, la direttiva ha riconosciuto ai singoli ordinamenti nazionali la possibilità di opporre la clausola di reciprocità (c.d. *reciprocity rule*), che consente alle società oggetto di un'Opa di attivare misure difensive altrimenti vietate ai sensi della *passivity rule* e della *breakthrough rule*, nei confronti di offerenti che non siano soggetti alle medesime regole.

Ciò malgrado, la direttiva risulta molto vaga, nel senso che offre diverse possibilità di interpretazione (*rectius*, attuazione): se ne può dare una stringente, così come è possibile accoglierne una allargata. Nello specifico, infatti, la direttiva pone sul tappeto, più o meno consapevolmente, quattro opzioni fondamentali. Nel trasporre la disciplina delle misure anti-scalata all'interno del proprio ordinamento gli Stati membri possono scegliere:

1. di prevedere come obbligatorie sia la *passivity rule* che la *breakthrough rule*;
2. di prevedere la *passivity rule* ma di non imporre la *breakthrough rule*;
3. di escludere la *passivity rule* e introdurre la *breakthrough rule*;
4. di escludere entrambe le regole.

Per giunta, come sopra illustrato, queste opzioni si moltiplicano per effetto della "reciprocità" che introduce un regime di derogabilità delle suddette misure.

### **3. La *passivity rule* tra vecchia e nuova disciplina.**

La normativa italiana in materia di offerte pubbliche di acquisto si basa implicitamente su un approccio di stampo anglosassone. Al fine di evitare che gli amministratori possano ostacolare eventuali *takeovers*, più per proteggere le proprie posizioni di potere che per salvaguardare gli interessi dei piccoli azionisti, la legge italiana ha introdotto all'art. 104 T.U.F. una regola di passività degli organi direttivi, in assenza di una deliberazione assembleare funzionale alla concessione di un mandato a difendere la società.

Sebbene la direttiva comunitaria offrisse la possibilità di abolire i presidi normativi in tema di contendibilità societaria, il legislatore italiano ha optato per la massima apertura dei mercati, scegliendo di mantenere l'obbligatorietà dell'approvazione assembleare per l'adozione degli strumenti di difesa(8) e confermando altresì, a tal fine, un *quorum* speciale del 30% "anche in seconda o in terza convocazione", peraltro non richiesto dalla direttiva(9).

Coerentemente con la finalità di tutela degli azionisti di minoranza cui la disciplina è sottesa(10), l'art. 104 T.U.F. stabilisce, infatti, che gli amministratori della società *target* non possano compiere atti od operazioni finalizzati a contrastare la scalata, "salvo autorizzazione dell'assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza" (11).

Come si è annunciato, a distanza di poco più di un anno dall'entrata in vigore della nuova disciplina, l'estensione dei poteri e dei limiti nell'ambito dei quali consentire alla società *target* di adottare comportamenti «difensivi» è stata oggetto di profonda rimediazione(12). Nel dettaglio, le modifiche all'attuale configurazione della *passivity rule* introdotte dall'art. 13 del d.l. n. 185 del 2008 consistono:

- 1) in primo luogo, nell'aver reso non necessaria l'autorizzazione

dell'assemblea per lanciare operazioni volte a rendere più onerosa o meno conveniente un'acquisizione ostile, eliminando l'imperatività delle norme in *subjecta materia* e consentendo alle società scelte statutarie in tutto o in parte diverse (art. 104, co. 1, T.U.F.) (13);

2) in secondo luogo, nell'aver eliminato il *quorum* del 30 per cento, qualora la società emittente opti per l'inserimento della *passivity rule* nel proprio statuto (art. 104, co. 1-bis, T.U.F.).

Per effetto del combinato disposto degli artt. 104 T.U.F., 2368, co. 1, cod. civ. e 2369, co. 4, cod. civ. si è indotti a ritenere che, ove la *passivity rule* sia reintrodotta in statuto, quest'ultimo possa comunque prevederne l'approvazione con maggioranze qualificate.

Coerentemente con la scelta di "superare" la *passivity rule*, è scomparsa dalla precedente formulazione dell'art. 104 la previsione di cui al vecchio comma 1-bis, inserita per effetto delle correzioni apportate dal d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37 (mirante a coordinare la riforma societaria con il T.U.F.), con cui si subordinava l'esercizio del diritto di voto riguardante le azioni c.d. "dormienti" (14) ad una duplice condizione: 1) l'avverarsi della circostanza individuata come condizione (nel caso di specie, il lancio dell'offerta pubblica di acquisto); 2) l'autorizzazione dell'assemblea all'adozione di misure difensive contro un'Opa ostile (ex art. 104 T.U.F.). Di conseguenza, le società italiane potranno liberamente introdurre nel proprio statuto una temibilissima misura di difesa che, sia pure con alcune significative differenze, richiama le *poison pills* note alla prassi americana.

A fronte delle modifiche inserite nel nuovo testo dell'art. 104 T.U.F., restano invece confermate le precedenti disposizioni in forza delle quali: a) il periodo di efficacia della *passivity rule* decorre dalla mera comunicazione dell'offerta di cui all'art. 102, co. 1, T.U.F. (15) e fino alla chiusura della stessa ovvero fino a quando l'offerta non decada (art. 104, co. 1-bis, per. 2, T.U.F.) (16).

b) la mera ricerca da parte degli amministratori della società *target* di altre offerte "non costituisce atto od operazione in contrasto con gli obiettivi dell'offerta" (art. 104, co. 1-bis, per. 2, T.U.F.) (17);

c) nonostante l'autorizzazione concessa dall'assemblea, gli amministratori, i componenti del consiglio di gestione e di sorveglianza e i direttori generali restano responsabili per gli atti e le operazioni compiuti (art. 104, co. 1-bis, per. 3, T.U.F.);

d) l'autorizzazione dell'assemblea è necessaria anche nei confronti delle misure difensive cosiddette "predisposte" (18), cioè di quelle misure assunte in un periodo nel quale la società non era soggetta a Opa, e "che non sono ancora state parzialmente o completamente approvate". Si dispone che anche tali operazioni siano soggette alla *passivity rule* unicamente qualora non rientrino "nel corso normale delle attività della società" e se la loro attuazione possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta (art. 104, co. 1-ter, T.U.F.).

Anche nel nuovo articolato il legislatore rifugge dalla tentazione di fornire una puntuale elencazione delle categorie di misure difensive vietate, riconoscendo agli amministratori un'ampia libertà di azione, limitata soltanto da un criterio di ordine teleologico (l'assenza di eventuali pregiudizi per l'esito dell'Opa). L'adozione di questo criterio risponde all'esigenza di vincolare i comportamenti degli amministratori nella misura effettivamente necessaria al perseguimento dell'unica finalità che giustifica la *passivity rule*, quella di non frustrare le aspettative dell'offerente e non penalizzare l'interesse dei soci a trarre vantaggio dall'offerta.

Risulta quindi evidente che la corretta individuazione dei limiti e dell'estensione dell'obbligo di astensione della società *target* di fronte al lancio di un'Opa sul suo capitale dovrà essere di volta in volta attentamente verificata, attraverso una comparazione tra gli obiettivi dell'offerta e la potenzialità di contrasto degli atti e/o delle operazioni che l'organo amministrativo intende porre in essere (19).

Per giunta, la competenza dell'assemblea in questo campo si applica sia alle materie che già *ex lege* sono riservate all'organo assembleare, sia alle materie per le quali è ordinariamente competente l'organo amministrativo (20). Il principio che impone il passaggio in assemblea ex art. 104 svolge, perciò, la funzione di rimettere agli azionisti la decisione sulla creazione o meno di ostacoli al cammino dell'offerente anche riguardo a quegli atti che potrebbero essere realizzati direttamente dagli amministratori, o perché naturalmente riconducibili all'attività di gestione propria dell'organo esecutivo o perché esiste già una delega

dell'assemblea conferita prima dell'inizio dell'offerta.

#### **4. La nuova breakthrough rule.**

Nell'ambito delle norme volte a contrastare le tecniche di difesa preventive poste in essere dalla società bersaglio, la "*Regola di neutralizzazione*" prevista dall'art. 11 della direttiva(21) è stata introdotta nell'ordinamento italiano dal nuovo art. 104-*bis* del T.U.F. ad opera dell'art. 2, co. 5, del d.lgs. 229/2007. Con un evidente capovolgimento di prospettiva, l'art. 13, co. 2, del d.l. n. 185 del 2008, pur lasciandone sostanzialmente invariato il contenuto, emenda l'art. 104-*bis* prevedendo che la regola di neutralizzazione operi solo qualora prevista nello statuto della società bersaglio.

La norma – applicabile alle Opa aventi ad oggetto titoli di società italiane quotate, "*ad eccezione delle società cooperative*" – ha lo scopo di eliminare quei meccanismi che possono costituire delle barriere all'acquisizione di azioni in una società (quali le restrizioni al trasferimento dei titoli) e all'esercizio di un controllo proporzionato nell'assemblea generale (ad esempio, limiti al diritto di voto) (22).

Ove introdotta nello statuto, la regola di neutralizzazione agisce in due momenti distinti. Nel dettaglio, l'art. 104-*bis*, co. 2, prevede, per il periodo di adesione all'offerta, la disapplicazione nei confronti dell'offerente, delle restrizioni – statutarie o contrattuali – attinenti al trasferimento dei titoli; l'inefficacia, nelle assemblee generali che decidono sulle misure difensive successive disciplinate dall'art. 104 del T.U.F., delle limitazioni al diritto di voto previste dallo statuto o da accordi contrattuali sancendo così il principio "un'azione-un voto" e legittimando il voto anche dei titolari delle eventuali azioni prive di tale diritto.

Lo stesso principio si applica nella prima assemblea convocata dopo la chiusura dell'offerta per modificare lo statuto o per revocare o nominare gli amministratori o i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza a condizione che l'offerente raggiunga, a seguito dell'Opa, "almeno il 75% del capitale con diritto di voto nelle suddette deliberazioni. Al comma terzo della norma in esame il legislatore ha infatti disposto per questa ipotesi l'inefficacia delle (a) "limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali" e di (b) "qualsiasi diritto speciale in materia di nomina o revoca degli amministratori e del consiglio di gestione o del consiglio di sorveglianza previsto dallo statuto".

Al quarto comma dell'art. 104-*bis* è prevista un'eccezione: la regola di neutralizzazione non si applica con riguardo alle limitazioni statutarie al diritto di voto attribuito da azioni dotate di privilegi patrimoniali (ed è chiaro il riferimento alle azioni di risparmio e alle azioni privilegiate).

Per l'eventuale pregiudizio patrimoniale subito dai titolari dei diritti attribuiti prima del lancio dell'Opa e resi non esercitabili per effetto dell'applicazione della regola di neutralizzazione, il legislatore dispone a carico dell'offerente l'obbligo di corrispondere a tali soggetti un equo indennizzo, previa formale richiesta che deve essere presentata entro novanta giorni dalla chiusura dell'offerta ovvero dalla data dell'assemblea. In caso di mancato accordo, l'ammontare dell'indennizzo viene fissato dal giudice in via equitativa (art. 104, co. 5, T.U.F.).

In considerazione della norma dettata dall'art. 123, co. 3, T.U.F. (che, in pendenza di un'Opa, riconosce agli appartenenti ad un patto parasociale il diritto di recesso senza obbligo di preavviso(23)), il diritto all'indennizzo viene però escluso dal sesto comma dell'articolo in esame per coloro che, appartenendo ad un patto, abbiano già esercitato il recesso al momento dell'esercizio del diritto di voto.

#### **5. Il nodo della "reciprocità" e il meccanismo degli "accordi opzionali".**

Come anticipato nel §. 2, la versione definitiva della Direttiva contiene la previsione di un regime "opzionale" in ordine alla applicazione delle disposizioni contenute negli artt. 9 e 11, in grado di sterilizzarne la forza cogente(24). Segnatamente, infatti, l'art. 12 ammette la possibilità per i singoli Stati a) di rimettere alle sole scelte statutarie l'applicazione delle due summenzionate regole in caso di Opa. Alternativamente, è parimenti consentito renderle obbligatorie, b) subordinandone però l'applicazione nel caso concreto alla condizione di reciprocità (vale a dire a condizione che l'offerente sia a sua volta tenuto a rispettarle) o, ancora, c) senza alcuna condizione di reciprocità.

A ragion del vero, la citata disposizione non appare formulata in modo da consentire un'applicazione equilibrata, che tenga conto sia dell'eccezionalità che caratterizza la norma derogatoria e sia dell'obiettivo della progressiva armonizzazione tra gli ordinamenti dei diversi Stati membri. Giova, inoltre, sottolineare che la condizione di reciprocità sembra porre notevoli problemi applicativi che, verosimilmente, si risolveranno in situazioni di grande incertezza. Tali problemi - in larga parte legati alla nozione di "equivalenza" - appaiono incompatibili con la celerità e la certezza che è necessario assicurare in materia di Opa, specie nella fase di studio della sua fattibilità da parte del potenziale offerente. La regola della reciprocità rappresenta, quindi, non già una clausola che si riferisce a specifici comportamenti, quanto piuttosto un meccanismo di uniformità che si riferisce all'esistenza nei singoli ordinamenti nazionali di norme che disciplinano la derogabilità della *passivity rule* e della regola di neutralizzazione.

La presenza in alcuni Paesi di barriere tecniche preventive alle Opa ha fatto sì che il legislatore delegato si sia orientato, in sede di attuazione della direttiva, sulla posizione *sub b*) (art. 104-*ter* T.U.F.), in modo da "ovviare all'eventuale differente grado di contendibilità dell'offerente e della società oggetto di offerta" (25).

Secondo la formulazione dell'art. 104-*ter* del T.U.F., rivisitata a seguito delle novità introdotte dal "decreto anticrisi" (26), la regola di reciprocità opera solo nell'eventualità in cui la *passivity rule* e la *breakthrough rule* siano previste dagli statuti della società. Nel dettaglio, al primo comma si precisa che le disposizioni di cui agli artt. 104, commi 1-*bis* e 1-*ter* e 104-*bis*, commi 2 e 3, non si applicano in caso di offerta pubblica promossa da chi non è soggetto a tali disposizioni o a disposizioni equivalenti, ovvero da una società o ente controllata da quest'ultimo. In merito a tale ultima fattispecie, si tenga presente, infatti, che se l'offerta proviene da una società non quotata non si può invocare la reciprocità, a meno che l'offerente, sia controllato a sua volta da soggetti quotati. A seguire, si precisa che in caso di offerta promossa di concerto è sufficiente che a tali disposizioni non sia sottoposto anche uno solo fra gli offerenti.

Rispetto alla versione originaria viene abrogato, per tener conto dell'eliminazione del *quorum* del 30% in tema di *passivity rule*, il secondo comma dell'art. 104-*ter* che estendeva l'applicazione della clausola di reciprocità anche alle regole per l'approvazione della delibera assembleare(27). Tale ultima disposizione disciplinava il caso di "equivalenza parziale" nell'applicazione della *passivity rule*, che si verificava laddove, sebbene l'offerente applicasse detta regola, l'assemblea fosse costituita e deliberasse secondo *quorum* meno rigorosi di quelli richiesti dall'allora art. 104, co. 1, T.U.F. In tale situazione veniva consentito all'emittente, pur non disapplicando l'art. 104, di deliberare misure difensive con i *quorum* ordinari stabiliti dal codice civile per l'assemblea ordinaria e straordinaria.

Non subisce, per contro, modifiche il terzo comma dell'art. 104-*ter*, secondo cui spetta alla Consob valutare, su istanza dell'offerente o della società emittente ed entro venti giorni dalla presentazione di questa, se le disposizioni applicabili allo scalatore siano equivalenti a quelle cui è soggetta la società emittente(28).

La clausola di reciprocità, peraltro, continua a non operare automaticamente. Resta sostanzialmente invariato, infatti, anche l'ultimo comma dell'art. 104-*ter*, ove si stabilisce che qualsiasi misura adottata dalla società emittente in virtù di quanto disposto al comma 1 deve essere espressamente autorizzata (*rectius*, "formalizzata") dall'assemblea(29), in vista di una eventuale offerta pubblica, nei diciotto mesi anteriori alla comunicazione della decisione di promuovere l'offerta ai sensi dell'art. 102, co. 1, T.U.F. Fermo quanto previsto dall'art. 114, tale autorizzazione è tempestivamente comunicata al mercato. Pare, dunque, non essere pretermesso il diritto degli azionisti di decidere nel merito dell'offerta, dato che la direttiva prevede che le misure difensive adottate, una volta eccepita la reciprocità, siano solo quelle autorizzate dagli azionisti con delibera dell'assemblea straordinaria nei 18 mesi precedenti l'offerta. Si ritiene necessario, in tal caso, che la deliberazione debba definire perlomeno con un certo grado di dettaglio i contorni della misura che si intenderà attuare qualora la società sia bersaglio di un'Opa ostile(30).

## **6. Le regole di trasparenza.**

La complessa disciplina in materia di difese anti-Opa non appare tuttavia in grado di eliminare tutte le barriere che impediscono il trasferimento del controllo. Il raggiungimento di questo scopo comporterebbe l'introduzione di limitazioni generali dell'autonomia contrattuale e organizzativa delle imprese, restrizioni che sarebbero difficilmente accettabili per gli Stati membri e, in ogni caso, proponibili solo nel contesto di una direttiva di armonizzazione del diritto commerciale.

Per tali ragioni, il legislatore europeo si è preoccupato perlomeno di migliorare la trasparenza imponendo di rivelare i meccanismi difensivi preesistenti, riguardo all'esistenza cioè di eventuali restrizioni statutarie e contrattuali al trasferimento dei titoli e dei diritti di voto, ai contratti stipulati dalla società e sul cui esito può incidere il mutamento del controllo della stessa, nonché ad eventuali clausole *golden parachutes*(31). Si tratta, come è evidente, di nuovi obblighi di informazione posti a carico di tutte le società che abbiano titoli negoziati nei mercati regolamentati, a prescindere dalla pendenza di un'offerta pubblica d'acquisto. In tale contesto, tuttavia, la previsione del terzo paragrafo dell'art. 10 della direttiva non è pienamente condivisibile; essa prevede che l'assemblea generale degli azionisti si pronunci almeno ogni due anni sugli aspetti strutturali e sui meccanismi di difesa della società.

Con l'art. 123-*bis* T.U.F. il legislatore introduce anche nell'ordinamento italiano obblighi di maggiore trasparenza in tema di strutture difensive chiedendo, affinché possano essere opposte all'offerente, che esse *i*) siano pubblicate in modo dettagliato ed esauriente in un'apposita sezione della relazione annuale sulla gestione (oltre all'obbligo dover essere aggiornate nel corso dell'anno) e che *ii*) vengano sottoposte al giudizio dell'assemblea generale "almeno ogni diciotto mesi, con il dovere preliminare del consiglio di amministrazione di dichiarare le ragioni di tali aspetti strutturali e dei meccanismi difensivi" (32).

Il comma 2 dell'art. 123-*bis* prevede, inoltre, che le informazioni richieste dal comma 1 possano figurare in una relazione distinta pubblicata congiuntamente alla relazione sulla gestione, permettendo che in alternativa la relazione sulla gestione possa indicare la sezione del sito web dell'emittente ove tali informazioni si trovano pubblicate(33).

## **7. Conclusioni.**

La regolamentazione dell'Opa si sforza di contemperare la protezione di diverse aree di interesse, che alla disciplina di tale istituto sono sottese e che non sempre sono tra loro coincidenti: la protezione degli azionisti minoritari, la contendibilità del controllo, la stabilità della gestione.

Con le direttive cosiddette di "nuova generazione" sono state superate contrapposizioni che ritardavano l'armonizzazione delle regole su questioni decisive per l'integrazione dei mercati, tra cui le offerte pubbliche di acquisto. Le soluzioni raggiunte nei diversi ordinamenti nazionali riflettono delicati equilibri tra esperienze estruttive di mercato profondamente diverse(34).

Di fronte all'internalizzazione del contesto di riferimento, la direttiva sull'Opa ha di fatto lasciato agli Stati la scelta finale sui tre punti più rilevanti: la *passivity rule*, la regola di neutralizzazione di patti di sindacati e di intese precedenti all'offerta e la clausola di reciprocità. L'armonizzazione solo apparente da tale fonte richiesta alle normative degli Stati membri, visti i limiti sopra descritti, porta a ritenere che difficilmente saranno agevolate forme di aggregazione transfrontaliere, attesa la permanenza di un panorama europeo caratterizzato dalla scarsa contendibilità del mercato per il controllo societario e, quindi, dall'assenza di un reale *level playing field*. In luogo di un'apertura dei mercati interni "in condizioni di parità regolamentare", la direttiva incentiva la possibilità di intraprendere operazioni di consolidamento transfrontaliero, piuttosto che su parametri di convenienza industriale e finanziaria, principalmente per ragioni di mero arbitraggio regolamentare(35).

Il faticoso superamento delle asimmetrie normative, che a tutt'oggi attentano al principio della libera circolazione dei capitali ed all'efficace funzionamento dello stesso mercato economico e finanziario(36), ripropone l'esigenza di riconsiderare in sede europea le questioni rimaste aperte.

Dal punto di vista degli interessi specifici del nostro Paese, elevate erano sino a ieri le limitazioni imposte dalla normativa nazionale – in linea di massima, più restrittive di molti altri Paesi europei – alle

capacità di difesa delle società contro Opa ostili; limitazioni legittime e giustificate, come si è ripetutamente sottolineato, in contesti ordinari di mercato(37). D'altro canto, l'intero disegno riformatore delineato dal T.U.F. trovava nell'obiettivo di promuovere la contendibilità del controllo delle società quotate uno dei principi ispiratori. Si era allora in presenza di una scelta controversa, frutto di una linea pro-mercato, poi confermata in sede di recepimento della direttiva sull'Opa.

La nuova configurazione della *passivity rule* e della *breakthrough rule*, delineata con il d.l. n. 185 del 2008, è invece il frutto di una mutata dimensione operativa in cui il legislatore italiano colloca il fenomeno delle Opa. Si riconosce, in altri termini, che gli atti e le operazioni che la società *target* pone in essere con finalità difensive non possano più essere considerati semplicemente come meri artifici di disturbo (come tali, da impedire in ogni modo), ma, al contrario, che essi possano rispondere a reali e condivisibili interessi delle imprese e del mercato di fronte alla proposizione di un'Opa promossa con intenti meramente speculativi.

Il Testo Unico della Finanza perde, dunque, carattere imperativo risultando in definitiva una mera regola di *default*. In fondo - va opportunamente rilevato - la regola della passività risultava già depotenziata per effetto della norma sulla reciprocità che, come si è illustrato, consente di attivare misure difensive anche senza approvazione degli azionisti, quando lo scalatore non rispetta le stesse regole in casa propria.

La possibilità di introdurre la regola di passività e quella di neutralizzazione solo attraverso il cd. *opting-in* statutario(38) sortisce, inevitabilmente, l'effetto di rendere meno contendibili le società italiane, con l'aggravante però di ritorcersi contro la stesse, quando assumano i panni dello scalatore. In tal caso, infatti, la società *target* potrà invocare la reciprocità e, dunque, disapplicare a sua volta le suddette regole(39). Con il risultato, su un palcoscenico più ampio, di ridurre il numero complessivo di possibili acquisizioni. scenario

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

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

Se dunque questo è lo scenario ipotizzabile, sarebbe stata forse soluzione più saggia da parte del legislatore quella di circoscrivere l'ambito di tali modifiche a vicende di particolare rilievo e per periodi predeterminati(40).

#### Note:

(1) Dottore di ricerca in "Diritto della banca e del mercato finanziario", Cattedre di "Diritto bancario" e di "Diritto del mercato finanziario", Dip. di Diritto Comune Patrimoniale, Facoltà di Giurisprudenza, Università degli Studi di Napoli "Federico II"

(2) D.lgs. n. 229 del 19 novembre 2007, pubblicato nella *Gazzetta Ufficiale* - Serie Generale n. 289 del 13 dicembre 2007, ed entrato in vigore il 28 dicembre 2007.

(3) Si tratta del d.l. 29 novembre 2008, n. 185, recante "Misure urgenti per il sostegno a famiglie, lavoro, occupazione e impresa e per ridisegnare in funzione anti-crisi il quadro strategico nazionale", pubblicato nella *Gazzetta Ufficiale* n. 280 del 29 novembre 2008 - S.O. n. 263/L.

(4) In tal senso v. Relazione illustrativa al d.l. 29 novembre 2008, n. 185, ove il fine apertamente dichiarato dal legislatore risulta quello di agevolare eventuali difese, a fronte di tentativi di acquisizione ostile delle principali società italiane, ed allineare così il nostro Paese alle soluzioni in vigore nei principali ordinamenti europei, ove è consentita maggiore libertà alle singole società nel definire il grado di apertura dei propri assetti proprietari.

(5) La direttiva 2004/25/CE sulle offerte pubbliche di acquisto, pubblicata in G.U.U.E. L 142 del 30 aprile 2004, 12, stabilisce misure di coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari,

amministrative, dei codici di condotta e degli altri regimi degli Stati membri, ivi compresi quelli emanati da organismi ufficialmente preposti alla regolamentazione dei mercati, riguardanti le offerte pubbliche di acquisto di titoli di una società di diritto di uno Stato membro, quando una parte o la totalità di detti titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato, in uno o più Stati membri (art. 1). Al legislatore comunitario è apparso infatti necessario, conformemente all'art. 44, par. 2, lett. g), del Trattato, coordinare, al fine di renderle equivalenti in tutta la Comunità, talune garanzie che gli Stati membri esigono dalle società disciplinate dalle leggi di uno Stato membro ed i cui titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato di uno Stato membro, per proteggere gli interessi tanto dei soci come dei terzi (*considerando* n. 1). La direttiva evidenzia in questo senso (*considerando* n. 3) la necessità di creare un contesto chiaro e trasparente a livello comunitario per quanto riguarda i problemi giuridici da risolvere nel caso di offerte pubbliche di acquisto e prevenire distorsioni nei processi di ristrutturazione societaria a livello comunitario causate da diversità arbitrarie nelle culture di regolamentazione e di gestione.

**(6)** Secondo l'approccio «neoclassico», gli strumenti di difesa dovrebbero essere limitati il più possibile poiché riducono il numero di *takeovers* e, di conseguenza, l'efficienza allocativa del mercato: le tecniche di difesa sono viste come barriere che proteggono i *managers* dalla minaccia di scalate e accentuano i problemi di agenzia e gli incentivi a deviare da comportamenti ottimizzanti. Viceversa, secondo una diversa scuola di pensiero, i meccanismi di difesa possono essere utili come mezzo attraverso il quale gli azionisti di minoranza (che possono essere troppo numerosi per coordinarsi o agire con tempestività) delegano al *management* la facoltà di decidere se l'acquisizione è desiderabile o meno. Per un rapido sguardo alla letteratura straniera sul tema cfr. N. O'Sullivan e P. Wong, *Board Composition, Ownership Structure and Hostile Takeovers: Some UK Evidence*, in *Accounting and Business Research*, vol. 29, 1999, 139 ss.; J.F. Cotter, A. Shivdasani, e M. Zenner, *Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth During Tender Offers?*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 39, 1997, 3 ss.; P. Holl e D. Kyriazis, *The Determinants of Outcome in UK Takeover Bids*, in *International Journal of Economics and Business*, vol. 3, 1996, 165 ss.; J.F. Cotter e M. Zenner, *How Managerial Wealth Affects the Tender Offer Process*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 35, 1994, 63 ss.; P. Eddey e R.S. Casey, *Directors Recommendations in Response to Takeover Bids: Do They Act in their Own Interests*, in *Australian Journal of Management*, vol. 14, 1989, 1 ss.; R. Walking, *Predicting Tender Offer Success: A Logistic Analysis*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 20, 1985, 461 ss.

**(7)** L'esperienza deriva dagli Stati Uniti, ma nel nostro ordinamento non è stata salutata con favore la previsione di quelle misure definite preventive, quali le *poison pills* e gli *shark repellents*. Le tecniche di difesa preventiva, in effetti, presentano una particolare pericolosità per il fatto di essere adottate in un momento in cui non è pendente un'offerta e, dunque, quando i soci esterni potrebbero non percepire "l'effetto anti-takeover" della decisione che si accingono ad assumere. Sebbene ad oggi non sia stato condotto alcuno studio organico che analizzi in modo articolato le diverse tecniche preventive contro le acquisizioni in tutti i vari Stati membri, si rinvia ai contributi di D. Regoli, *Le tecniche difensive nelle Opa ostili (Riflessioni comparatistiche)*, Torino, 2004, 102 ss.; E. Desana, *Opa e tecniche di difesa (dalle misure difensive << successive >> a quelle << preventive >>)*, Milano, 2003, 226 ss.; B. Allen, *Acquisition Services, Executive Summary, Study on Obstacles to Takeover Bids in the European Community*, Bruxelles, dicembre 1989; *Barriers to Takeovers in the European Community*, Rapporto stilato per conto del ministero britannico del Commercio e dell'industria, 1989.

**(8)** Sul punto cfr. C. Mosca, *Commento sub art. 104*, in P.G. Marchetti e L.A. Bianchi (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1999, 276 ss., ove l'A. contrappone il modello che attribuisce tale ruolo agli amministratori con il modello che restituisce centralità decisionale all'assemblea. Più in generale sul tema della *passivity rule*, cfr. le diverse posizioni di A. Tucci, *Gestione dell'impresa sociale e*

“supervisione” degli azionisti, Milano, 2003, 201 ss.; F. Vella, *La nuova passivity rule nella disciplina delle offerte pubbliche di acquisto: alla ricerca di un difficile equilibrio*, in *Banca, impr. soc.*, 2000, 159 ss.; L.G. Picone, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 1999, 126 ss.; ed ancora, per un più ampio inquadramento della problematica, cfr. F. Portolano, *Un'analisi economica della passivity rule nel Testo unico della Finanza*, in *Mercato concorrenza regole*, 2000, 39 ss.; L. Enriques, *Quale disciplina per le acquisizioni ostili? Alcuni modelli teorici e la soluzione italiana*, in *Mercato concorrenza regole*, n. 2, 1999, 182 ss., in cui l'A. ipotizza gli effetti possibili di una regolamentazione minimale in caso di acquisizioni ostili, che permetterebbe di riconoscere agli amministratori poteri sufficienti per mettere in atto misure preventive difensive o in corso di Opa, prevedendo nel contempo un controllo pubblico, caso per caso, sul concreto esercizio di tale discrezionalità.

**(9)** Cfr. art. 9, par. 4, della direttiva. Il legislatore comunitario ha, sotto tale profilo, optato per la piena adesione al principio della *shareholder decision-making*, per il quale, in nome dell'efficiente distribuzione tra competenza deliberativa dei soci e competenza deliberativa degli amministratori, la decisione finale in merito ai comportamenti da assumere in caso di offerta pubblica di acquisto, lanciata sulle azioni della società, deve spettare agli azionisti, tenuto conto della posizione di conflitto in cui può venirsi a trovare il *management*. Per questi motivi, l'art. 9 stabilisce che l'organo amministrativo della società-*target*, se vuole attuare misure difensive in corso d'Opa (*post-bid defences*), è tenuto a convocare un'assemblea generale degli azionisti, affinché possa conferire loro un'autorizzazione alle operazioni od agli atti di difesa della società-bersaglio. Inoltre, la direttiva stabilisce che le decisioni prese prima dell'inizio del periodo di offerta e che attengono a misure potenzialmente dannose per il buon esito dell'offerta medesima, debbano essere esplicitamente approvate dall'assemblea, nel caso in cui non si iscrivano nel corso normale dell'attività sociale.

**(10)** Si tenga presente che in seguito all'emanazione del T.U.F., l'art. 104 è stato dapprima modificato dall'art. 3 del d.lgs. n. 37 del 6.2.2004, in seguito dall'art. 2 del d.lgs. n. 229 del 19.11.2007 e infine così sostituito dall'art. 13 del d.l. n. 185 del 29.11.2008. Occorre ricordare, peraltro, che il T.U.F., rispetto alla previgente disciplina in tema di *passivity rule* di cui all'art. 16 della legge n. 149/1992, ha operato una «vera e propria inversione di rotta», passando da una situazione di totale passività alla facoltà concessa ai soci di contrastare l'offerta ostile seppur a determinate condizioni.

**(11)** V. art. 2, comma 4, del d.lgs. n. 229/2007, che apporta modifiche all'art. 104 del T.U.F. Anche in tale occasione, si individuano come destinatari del divieto direttamente la società le cui azioni sono oggetto dell'offerta e non gli amministratori. Non si è corretto, pertanto, quello che in dottrina è stato definito, senza dubbio alcuno, un “errore”; in tal senso cfr. M. Lisanti, *L'abrogazione della L.n. 149/1992 fra il Testo Unico della finanza e la prossima Direttiva UE sull'Opa*, in *Corr. giur.*, 1998, 466. Sul problema della competenza degli organi sociali in relazione alle scelte di comportamento dell'emittente, in caso di Opa ostile, cfr. A. Manzini, *Le tattiche difensive e la passivity rule*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *La nuova disciplina delle Opa nel Testo Unico della Finanza*, Il Sole 24 Ore, Roma, 2000, 50 ss.

**(12)** Sia consentito segnalare che, in un primo momento, si era ritenuto opportuno, quale corollario necessario alle modificazioni prospettate, intervenire anche in materia di “misure di trasparenza dell'azionariato” al fine di conoscere tempestivamente modifiche nella compagine azionaria delle società quotate. Sul piano legislativo si tratterebbe di affidare alla Consob il compito di individuare, sulla base di criteri oggettivi e per un limitato periodo di tempo, le società per le quali abbassare sino all'1% la soglia di rilevanza per la comunicazione attualmente stabilito per legge al 2%.

**(13)** Invero, la scelta di rendere opzionale la *passivity rule* rappresenta, peraltro, una soluzione che la Consob aveva già suggerito al Ministero dell'Economia in sede di attuazione della direttiva Opa. Sul recente dibattito sviluppatosi sull'argomento v. L. Enriques, *A dieci anni dal Testo Unico della Finanza: il ruolo delle autorità di vigilanza*, Intervento al convegno “Dieci anni di testo unico della finanza: bilanci e prospettive”, Roma, 29 ottobre 2008, Università di Roma Tor Vergata, disponibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it), p. 8, in cui l'A. individua negli elevati

benefici privati del controllo la causa principale della diffusione di assetti proprietari non contendibili nel capitalismo nostrano. L'abbandono della *passivity rule* sarebbe, pertanto, solo un passo importante verso il riconoscimento di un siffatto "malessere". Per giunta, l'A. ritiene che, premesso che sono indubbi gli effetti anche positivi riconducibili al fenomeno delle Opa ostili, l'effetto di meccanismi come la *passivity rule* (nonché, incidentalmente, anche dei limiti alle deviazioni dal principio un'azione, un voto) può risultare quello "di spingere i soci di controllo verso un maggiore ricorso ai gruppi piramidali, alle partecipazioni reciproche o a forme di coalizione formali o informali, quali i patti parasociali".

**(14)** Si tratta di una particolare categoria di azioni che si rinviene nell'art. 2351, co. 2, cod. civ.; azioni che, pur essendo prive normalmente del diritto di voto, acquistano tale diritto al momento del lancio di un'offerta pubblica di acquisto.

**(15)** Non si è invece avvalso il legislatore della possibilità, pur consentita dall'art. 9, par. 2, della direttiva, di anticipare l'obbligo di neutralità dell'organo amministrativo al momento in cui quest'ultimo venga a conoscenza della mera imminenza (e non ancora della comunicazione) dell'offerta. Scelta prudente, atteso che la (probabile) mancata indicazione di un simile termine da parte degli altri Stati membri avrebbe finito per indebolire le imprese italiane rispetto a quelle comunitarie, sul piano della "resistenza" ad eventuali acquisizioni. Secondo V. Salafia, *Il procedimento per il lancio di un'Opa*, in *Le società*, 1999, 396, la prima comunicazione (che l'Autore ritiene non dovuta, ma possibile) non priverebbe il soggetto che l'ha effettuata del potere di revocare l'offerta (se bene intendiamo: qualora cioè l'offerente dichiarò espressamente l'irrevocabilità nella prima comunicazione ex art. 37, comma 1, reg. ovvero, comunque, essa provochi l'immediata applicazione della *passivity rule*). In senso contrario L.G. Picone, *op. cit.*, 21 e 68 s.; per completezza v. pure i rilievi mossi da F. Cannella, *Commento sub art. 103*, in *P.G. Marchetti e L.A. Bianchi (a cura di), La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, cit., p. 225; in senso dubitativo, cfr. M. Callegari, *Commento sub art. 102*, in G. Cottino (diretto da), *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, Torino, 1999, 13.

**(16)** In merito cfr. *considerando* 16 della direttiva.

**(17)** Cfr. F.M. Mucciarelli, *White Knights and Black Knights – Does the Search for Competitive Bids always Benefit the Shareholders of "Target" Companies?*, in *European Company and Financial Law Review*, 3, 2006, 408 ss.

**(18)** Sul punto v. Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio concernente le offerte pubbliche di acquisto – COM (2002).534, 2 novembre 2002. La Proposta originaria della Commissione prevedeva che gli Stati membri potessero consentire all'organo di amministrazione dell'emittente di emettere azioni nel periodo dell'offerta, previa approvazione dell'assemblea dei soci nei diciotto mesi precedenti l'offerta; questa previsione fu stralciata dal testo in sede di conciliazione, prima del voto finale del Parlamento.

**(19)** Tale conclusione ha trovato espressa conferma nella Comunicazione Consob n. 99085578 del 19 novembre 1999 che ha sottolineato che «sono da ritenersi certamente fuori dalla sfera di applicazione della norma gli atti meramente esecutivi di obbligazioni già assunte nei confronti di terzi prima dell'inizio del periodo di offerta» come pure «atti di cessione o acquisizione, [...] espressione di programmi compiutamente deliberati o addirittura avviati già in epoca precedente al lancio dell'opa», purché la realizzazione di tali programmi precedentemente deliberati non richieda «nella loro fase di attuazione successiva, nessun rilevante grado di discrezionalità (nemmeno, ad esempio, quanto al momento della loro attuazione) da parte degli amministratori della società bersaglio» e che «si tratti di decisioni già rese note o, quanto meno, conoscibili dal pubblico degli investitori».

**(20)** Cfr. A. Tucci, *Managerial passivity e autorizzazione assembleare nella disciplina dell'Opa: riflessioni comparatistiche*, in *Dir. banc.*, 1999, p. 497 ss.; G. Minervini, *Opa, quorum e maggioranze per approvare le "azioni di contrasto*, in *Scritti in memoria di Pietro De Vecchis*, Roma, 1999, II, 617 ss. Tipici esempi delle suddette operazioni possono essere individuati nell'aumento del capitale sociale

contemplato dall'art. 2443 cod. civ., nei contratti di particolare rilevanza firmati prima del lancio dell'offerta, la cui esecuzione potrebbe evidentemente svuotare di significato l'azione dell'offerente nelle azioni legali promosse contro l'offerente o, infine, nella possibilità di procedere all'acquisto già autorizzato di azioni proprie.

**(21)** Il diritto societario vigente in ciascun paese membro prevede diverse tecniche, che possono essere utilizzate per mantenere il controllo di una società, per annullare un'Opa ostile o almeno rendere questa difficile. Per evitare condizioni disomogenee foriere di discriminazione tra Paesi membri, il legislatore comunitario prevede, a Opa lanciata, la neutralizzazione (*breakthrough rule*) ai fini della deliberazione sulle tecniche difensive, di ogni restrizione ai diritti di voto e di proprietà risultante dallo statuto, che possono impedire all'offerente di acquisire i titoli della società emittente. Conformemente ai principi di neutralità dell'organo di amministrazione e di proporzionalità tra il capitale sottoscritto e il controllo, i possessori dei titoli devono poter esprimersi sull'Opa, senza essere legati da accordi statutari e contrattuali, concernenti il trasferimento di azioni o l'esercizio del diritto di voto, che sono stati accordati prima del lancio di questa. La direttiva prevede, inoltre, la neutralizzazione delle misure difensive – limitanti il trasferimento di titoli e il diritto di voto – in occasione della prima assemblea generale, che segue la chiusura con successo dell'Opa, quando l'offerente arrivi a detenere almeno il 75% del capitale con diritto di voto.

**(22)** Su questi profili v. ampiamente F.M. Mucciarelli, *Società per azioni e offerta pubblica di acquisto (Le difese successive contro offerte pubbliche d'acquisto di azioni quotate)*, Milano, 2004, in particolare 143 ss.

**(23)** Secondo la relazione illustrativa, si è ritenuto di confermare la disposizione di cui all'art. 123, comma 3, del TUF, benché difforme dalla direttiva, dato il peso del modello coalizionale nel controllo delle società quotate italiane.

**(24)** Sul piano sistematico l'impostazione che ne potrebbe scaturire non è, in effetti, dissimile da quella che si osserva in assenza di regolamentazione armonizzata, dato che non se ne impone l'introduzione nei Paesi destinatari, bensì se ne concede un recepimento differenziato. In breve, l'unico filo conduttore sarebbe rappresentato dal ricorso ad un'ampia autonomia statutaria. Sul punto si vedano le dure critiche di M. Becht, *Reciprocity in Takeovers*, in *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, a cura di Ferrarini, Hopt, Winter e Wymeersch, Oxford, 2004, 647 ss. Tale impostazione è il risultato di un accordo politico sul documento del Consiglio del 28 novembre 2003, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on takeover bids – General Approach (Interinstitutional File 2002/0240 COD)*. La soluzione accolta nella stesura definitiva della Direttiva favorisce indubbiamente comportamenti protezionistici e conseguenti ritorsioni. Questo scenario contrasta palesemente con le esigenze di "reciprocità" e di "simmetria" tra gli ordinamenti nazionali.

**(25)** Secondo F.M. Mucciarelli, *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'OPA*, cit., 838, la filosofia sottostante alla disposizione comunitaria è, in sostanza, quella di permettere "duelli ad armi pari", condizione che si verifica "non tanto se lo Stato o l'autonomia statutaria non prevedono la << neutralizzazione >>, quanto se in concreto la singola società non adotta difese preventive". Più in generale cfr. M. Becht, *Reciprocity in Takeovers*, cit., 661 ss.; L. Enriques, *EC-Company law Directives and regulations: How trivial are they*, in *Un. Pen. J. Int. Ec. Law*, 2005, 80 ss.

**(26)** L'art. 104-ter del T.U.F. è stato introdotto con il d.lgs. n. 299 del 2007, per effetto del recepimento dell'art. 12, commi 3, 4 e 5 della direttiva, e da ultimo sostituito dall'art. 13, co. 3, del d.l. n. 185 del 2008.

**(27)** Solleva sospetti di illegittimità comunitaria sulla formulazione dell'art. 104-ter del T.U.F. M. Lamandini, *Legiferare per "illusione ottica"? Opa e reciprocità "italiana"*, in *Giur. comm.*, 2008, 1, I, 240 ss.

**(28)** Si affida, dunque, alla Consob la valutazione dell'equivalenza fra gli statuti della società emittente e offerente; secondo la relazione illustrativa, «sembra questa l'unica alternativa a rimettere la valutazione sulla reciprocità ai soli azionisti di maggioranza per il tramite degli amministratori». Restano tuttavia seri dubbi in merito al giudizio di equivalenza che l'Autorità di vigilanza è chiamata a formulare con riguardo alle misure contemplate nell'ordinamento o nello statuto

dell'offerente. In altri termini, ci si interroga se debba trattarsi di una valutazione di tipo meramente "letterale" ovvero se, come si ritiene più corretto, occorra compiere un esame di carattere prevalentemente "sostanziale".

**(29)** Per tener conto delle modifiche apportate agli artt. 104 e 104-*bis*, nella versione emendata del quarto comma dell'art. 104-*ter* viene eliminato il riferimento all'assemblea "straordinaria", nella parte in cui l'ultimo comma 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.

**(30)** È di questa opinione F.M. Mucciarelli, *L'attuazione della direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, 3, I, 469.

**(31)** Sull'introduzione nello statuto di clausole che hanno l'effetto di ridurre "l'appetibilità" della società per eventuali scalatori cfr. R.J. Gilson, *The Case Against Shark Repellents Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept*, in *Stan. L. Rev.*, 34, 1982, 775 ss.; Id., *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, in *Stan. L. Rev.*, 33, 1981, 843 ss. Sul tema delle partecipazioni reciproche o circolari (spesso cementate da patti parasociali) come strumento di separazione tra proprietà e controllo si segnalano in letteratura i contributi di L. Bebchuck, R. Kraakman e G. Triantis, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights*, in R.K. Morck (a cura di), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago-London, 2000, 295 ss.; S. Bragantini, *Un varco nelle "piramidi" del capitalismo*, in *Il Corriere della Sera*, 26 febbraio 2006, 10; G. Minervini, M. Bianchi e L. Enriques, *Dalle piramidi ai conflitti di interesse*, in *Il Sole 24 Ore*, 29 agosto 2001, 7. In particolare, sull'effetto involontario (di incentivare il ricorso alle piramidi e alle partecipazioni incrociate piuttosto che favorire la contendibilità delle società europee) delle soluzioni proposte nel *Report of the High Level Group of Company Law Experts*, v. L. Enriques, *In tema di difesa contro le Opa ostili*, cit., 110.

**(32)** A differenza di quanto prevede l'art. 10, ult. co., della direttiva, quando specifica che l'organo di amministrazione è tenuto a presentare all'assemblea una relazione esplicativa sugli assetti proprietari della società, il legislatore ha ritenuto non necessario riprodurre una simile previsione, poiché già contenuta con riferimento alla relazione sulla gestione.

**(33)** Sul perché di tale scelta nella Relazione al decreto di recepimento, p. 8, si specifica che "la direttiva 2006/46/CE (...) prevede, all'articolo 1, comma 7, che nella relazione sulla gestione venga inserita una sezione sulla *corporate governance*, nella quale, tra l'altro, dovranno essere riportate le informazioni di cui all'articolo 10 della direttiva 2004/25". Per giunta - prosegue la relazione - "poiché la direttiva 2006/46/CE prevede anche che dette informazioni figurino in una relazione distinta dalla relazione sulla gestione, si è aggiunto il comma 2".

**(34)** Cfr. K.J. Hopt, *European Takeover Regulation: Barriers to and Problems of Harmonising Takeover Law in the European Community* in *European Takeovers Law and Practice*, Butterworths (London) 1992; R. Pardolesi - A. Portolano, *All'ombra delle Piramidi. Appunti su Opa, governo societario e concorrenza tra ordinamenti*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 1/2001.

**(35)** Cfr. G.B. Portale - U. Tombari, *Opa transnazionale e decentramento delle strutture di governance*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2002, II, p. 295 ss.; M. Benedettelli, *"Corporate governance", mercati finanziari e diritto internazionale privato*, in *Riv. dir. int. priv. e proc.*, 1998, p. 713 ss.; F. Seatzu, *Le Opa nel diritto internazionale privato*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 730 ss. Il fenomeno delle offerte pubbliche di acquisto transfrontaliere (*cross-border take-over*) solleva inevitabili dubbi interpretativi, atteso che le legislazioni statali in tema risultano spesso molto differenziate, data la varietà degli interessi in gioco e dato il diverso equilibrio che siffatti interessi possono trovare, anche e soprattutto in ragione dei differenti modelli di *governance* adottati negli ordinamenti coinvolti.

**(36)** La Commissione europea, mettendo sotto accusa gli ostacoli alla libera circolazione dei capitali, ha ribadito in più occasioni un indirizzo di sempre dell'Europa, riconfermato di volta in volta dalla Corte di Giustizia. Si pensi, in particolare, alla battaglia intrapresa dalla Corte di

Giustizia europea contro il diffuso ricorso da parte dei governi nazionali a norme/pratiche illegali, quali quella della *golden share*. La legislazione di alcuni paesi membri garantisce la possibilità di godere di diritti speciali nelle società privatizzate, in virtù di interessi generali superiori. La Commissione, considerando pertanto le *golden share* restrizioni di diritto pubblico, propone implicitamente, come meccanismo di neutralizzazione, l'utilizzo di procedure di in frazione e di valutazioni caso per caso.

**(37)** I tentativi di introdurre misure difensive come il voto limitato nel caso Edison-Elf o *golden share* sono stati frustrati dalla Commissione europea e dalla Corte di giustizia perché contrarie al Trattato.

**(38)** Cfr. R. Sabbatini, *Le regole sull'Opa? Decide lo statuto*, in *Il Sole 4 Ore*, 21 giugno 2006; ID., *Opa italiana: il progetto del Tesoro per adeguarsi alla direttiva Ue*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 giugno 2006. Peraltro, nello Schema di disegno di legge per l'“Attuazione della direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto” del giugno 2006, si prevedeva l'aggiunta all'art. 104 della previsione secondo cui “Gli statuti delle società italiane quotate possono derogare, in tutto o in parte, alle disposizioni dei commi 1, 1-*bis* e 2, limitatamente ai casi di offerte pubbliche di acquisto o scambio parziali, diverse da quelle previste all'art. 107, ovvero di offerte pubbliche di scambio totalitarie, in cui il contante non sia offerto in alternativa ai prodotti finanziari” (comma 4). Come corollario della disposizione in esame si prevedeva, inoltre, che “Le società comunicano le deroghe approvate ai sensi del comma 4 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'art. 114, tali deroghe sono altresì tempestivamente comunicate al pubblico secondo le modalità previste ai sensi del medesimo articolo” (comma 5).

**(39)** In tal senso v. F.M. Mucciarelli, *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'Opa*, cit., 834. L'A. ricorda che l'*opt-in* statutario “è possibile anche in maniera disgiunta, nel senso che le società possono decidere di introdurre l'una o l'altra (ndr. la *breakthrough rule*) alternativamente, o le due assieme”.

**(40)** Cfr. S. Bragantini, *Troppa protezione fa male*, in *Il corriere della Sera*, 29 novembre 2008, 43; G. Rossi, *Nuova Opa a difesa dei potentati*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 dicembre 2008, 40, in cui l'A., con accesa *vis polemica*, sostiene che le nuove regole sono in realtà al servizio di una “inamovibile stabilità”, espressione di un'ideologia protezionistica in ragione della quale “gli enti e le società diventano << di sistema >> ed anche la contabilità diviene un << fantasma di sistema >>”.