

Offerta pubblica di acquisto

Le regole in materia di misure difensive tra vecchia e nuova disciplina dell'opa

di Luigi Scipione

Con il D.L. 29 novembre 2008, n. 185 (c.d. «decreto anticrisi») il legislatore introduce vincoli meno stringenti per le società soggette a OPA. Le nuove norme prevedono l'eliminazione della «*passivity rule*» e della «regola di neutralizzazione». In entrambi i casi è fatta salva la possibilità per le società di introdurre tali regole nel proprio statuto. Scompare inoltre il limite del 30% previsto per l'autorizzazione da parte dei soci. Del pari, viene meno anche la disposizione secondo cui l'approvazione delle misure idonee a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta debba essere approvata da un'assemblea straordinaria.

1. Premessa

La direttiva 2004/25/Ce (di seguito «direttiva») disciplina le offerte pubbliche di acquisto e di scambio che hanno ad oggetto titoli con diritti di voto emessi da una società di uno Stato membro ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato (1).

Tra i punti in cui si articola la direttiva quelli di maggior interesse, perché più controversi in Europa, riguardano la disciplina dell'adozione di misure difensive successive alla promozione dell'offerta, la c.d. *passivity rule* (art. 9, commi 2 e 3), e la neutralizzazione di alcune barriere tecniche preventive, la c.d. *breakthrough rule* (art. 11).

Secondo un sistema definito da taluni osservatori «a geometria variabile» (2), queste disposizioni possono essere rese non imperative dagli Stati membri, che devono comunque consentire alle società di introdurle nei propri statuti su base volontaria (il c.d. *opt-in*) (3). Tale facoltà è, peraltro, reversibile, nel senso che la scelta compiuta dalla società può essere successivamente modificata (art. 12, parr. 1 e 2). La terza disposizione, contenuta nell'art. 12, par. 3, riguarda la «clausola di reciprocità»: gli Stati membri possono decidere di permettere alle società che applichino - per scelta propria o dell'ordinamento di appartenenza - la *passivity rule* e/o la *breakthrough*

ferite pubbliche di acquisto (pubblicata in G.U.C.E. L 142 del 30.4.2004, 12) sia consentito rinviare a L. Scipione, *La nuova disciplina dell'OPA europea: un'ipotesi di regolamentazione minimale*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2005, 22 ss.; nonché M. Tola, *La direttiva europea in materia di OPA*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, 4, 490 ss.; G. Di Marco, *Opa comunitaria: un nuovo passo verso l'integrazione dei mercati finanziari*, in questa *Rivista*, 2004, 1170 ss.; P. Sfameni, *La nuova Direttiva europea sulle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2004, 4, 1000 ss.; mentre per una ricostruzione del travagliato cammino legislativo, durato ben quindici anni, della Direttiva sulle OPA si veda R. Skog, *The takeover directive - an endless saga?*, in *European Business Law Review*, 4/2002.

(2) Tale compromesso, dovuto alla necessità di conciliare due visioni finanziarie contrapposte: quella inglese contraria a qualsiasi ipotesi di azione difensiva nei confronti di OPA ostili e quella tedesca ed olandese favorevole ad accordare un apparato piuttosto ampio di strumenti di difesa a disposizione degli amministratori delle società «bersaglio», ha comportato l'adozione di leggi di recepimento alquanto diversificate. In tal senso si vedano, tra i tanti, i contributi di E. Bebchuck e A. Ferrell, *Federalism and Corporate Law: The Race to Protect Managers from Takeovers*, in *Columbia Law Rev.*, vol. 99, 1999, 1168 ss.; M. Belcredi e C. Bellavite Pellegrini, *Difese antiscalata e acquisizioni cross-border in Europa: situazione e prospettive*, in *Riv. Banc.*, 2002, 23 s.; P.L. Davies, *Defensive Measures; the Anglo-American Approach: The Regulation of Defense Tactics in the United Kingdom and in the United States*, in *European Takeovers. Law and Practice*, a cura di K.J. Hopt e E. Wymeersch, Butterworths, London et al., 1992, 195 ss.

(3) Sul punto cfr. *Commission Staff Working Document, Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, SEC(2007) 268, Bruxelles, 21 febbraio 2007. 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)*. L'impostazione che ne consegue non è, in effetti, dissimile da quella che si osserva in assenza di regolamentazione armonizzata, e cioè quella in cui ogni Stato e ogni società sceglie il regime ritenuto maggiormente conveniente, secondo logiche di potere.

Note:

(1) Per un primo commento della Direttiva 2004/25/CE sulle of-

rule, di sottrarsi a queste norme quando l'offerente non sia soggetto alle medesime regole (4).

Le misure comunitarie lasciano, dunque, un margine di discrezionalità alle decisioni nazionali quanto più ampio possibile, coerentemente con l'obiettivo di raggiungere lo scopo della misura e ottemperare ai requisiti del Trattato (5).

Con il D.Lgs. n. 229/2007 (6), che recepisce la direttiva comunitaria nell'ordinamento interno, il legislatore italiano ha confermato la regola della passività, già prevista dall'art. 104 del Testo Unico della finanza (D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), e ha disposto l'obbligatorietà della peculiare regola di neutralizzazione (7), prevedendo, in linea con la direttiva, la clausola di reciprocità per entrambe le misure anti-difesa (8).

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. In occasione dell'emanazione del D.L. 29 novembre 2008, n. 185 (c.d. «decreto anticrisi») (9), il legislatore ha ritenuto opportuno modificare il regime delle difese previsto dal nostro ordinamento, ribaltando l'impostazione iniziale. Il fine dichiarato si rinviene nell'urgenza di consentire più ampi margini di manovra alle società sotto scalata (10). 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* vengono eliminate.

In entrambi i casi è fatta salva la possibilità per le società di introdurre tali regole nel proprio statuto. Vengono del pari modificati i sistemi di autorizzazione assembleare previsti dalle suddette norme per la realizzazione di eventuali misure di difesa.

2. La nuova «passivity rule»

Le regole sull'OPA e, in particolare, quelle in merito alla possibile abolizione di presidi normativi in tema di contendibilità societaria, sono state oggetto di ampio dibattito al tempo dell'emanazione del T.U.F. nel 1998 e, più recentemente, nel 2007 in occasione del recepimento della direttiva comunitaria.

Nel panorama delle misure difensive il limite più importante consiste nella c.d. *passivity rule*, ossia il divieto per gli amministratori della società oggetto di un'OPA di porre in essere, dopo il lancio dell'of-

ferta, qualsiasi azione difensiva senza l'autorizzazione dell'assemblea, ordinaria o straordinaria (la delibera doveva essere approvata dai soci che rappresentavano almeno il 30 per cento del capitale) (11).

Note:

(4) Al riguardo cfr. F.M. Mucciarelli, *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'OPA*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 830 ss.

(5) Cfr. *High Level Group Of Company Law Experts, Report on Issues Related to Takeover Bids* (Rapporto sulle questioni connesse alle offerte pubbliche di acquisto), Bruxelles, 10 gennaio 2002, 29 s., secondo cui tale regola «realizzerebbe un adeguato equilibrio tra, da un lato, l'esigenza, perlomeno allo stato attuale, di consentire che vi siano differenze nelle strutture di capitale e di controllo delle società in considerazione delle attuali differenze tra gli Stati membri e, dall'altro, l'esigenza di consentire e stimolare la riuscita di offerte pubbliche di acquisto al fine di creare un mercato integrato dei titoli in Europa». 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.

(6) Si tratta del D.Lgs. 19 novembre 2007, n. 229, pubblicato sulla *G.U. - Serie Generale* n. 289 del 13 dicembre 2007, ed entrato in vigore il 28 dicembre 2007.

(7) Già prevista dall'ordinamento nazionale con riferimento ai sindacati di blocco, di cui all'art. 123, comma 3, T.U.F. (che consente al partecipante al patto di recedere senza preavviso per aderire all'offerta pubblica di acquisto).

(8) Per un rapido esame delle principali problematiche emerse in sede di recepimento della direttiva cfr. F.M. Mucciarelli, *L'attuazione della Direttiva OPA nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, 3, I, 448 ss.; C. Mosca e A. Angelillis, *Considerazioni sul recepimento della Tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento dalla Commissione europea*, in *Riv. soc.*, 2007, 5, 1106 ss.; G. Opromolla, *La nuova normativa italiana sulle OPA e le misure difensive contro le OPA ostili: cosa cambia?*, in questa *Rivista*, 2007, 1441 ss.

(9) 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 *G.U.* n. 280 del 29 novembre 2008 - S.O. n. 263/L, e convertito in Legge n. 2 del 28 gennaio 2009, pubblicata nella *G.U.* n. 22 del 28 gennaio 2009 - S.O. n. 14.

(10) 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.

(11) In particolare, in materia di *passivity rule*, cfr. le valutazioni di A. Tucci, *Gestione dell'impresa sociale e «supervisione» degli* (segue)

La regola di «passività», mutuata dal sistema regolamentare inglese (12), si basa sull'idea che in presenza di un'offerta pubblica di acquisto gli amministratori si trovano in una situazione di potenziale conflitto di interesse con gli azionisti (13).

Il novellato art. 104 T.U.F., ribaltando l'impostazione originariamente confermata in sede di recepimento con il D.Lgs. n. 229/2007, elimina l'imperatività delle norme (14) prevedendo che le società italiane quotate possano introdurre in statuto il di-

Note:

(segue nota 11)

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. Piccone, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 1999, 126 ss.; ed ancora, per un più ampio inquadramento della problematica, cfr. L. Rovelli, *L'art. 104 T.U.F., la passivity rule e l'adozione di tecniche antiscaletta. La responsabilità degli organi amministrativi*, in *Convegno organizzato da ITA S.r.l., OPA, OPS e patti parasociali*, Milano, 24 febbraio 1999; 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*, 1999, 2, 182 ss.

(12) Nel Regno Unito, ove la disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto è contenuta nel *City Code on Takeovers and Mergers* (costituito, come è noto, da regole particolarmente analitiche alle quali gli operatori finanziari si conformano su base volontaria), la direttiva 2004/25/CE è stata recepita nell'ambito di un'ampia riforma del diritto societario: il *Companies Act 2006*. A seguito del recepimento della direttiva, il *Takeover Panel* ha provveduto a modificare la disciplina recata dalla *Rule 21 del City Code*, che poneva limiti alle azioni difensive degli amministratori (*frustrating action*). Attraverso tale norma, infatti, il meccanismo della *passivity rule* trovava già applicazione, tuttavia sussistevano alcune differenze tra la versione originaria della *Rule 21*, che prevedeva un elenco preciso di misure considerate difensive e il contenuto dell'art. 9 della direttiva. La portata della norma è stata, quindi, ampliata rendendo il concetto di misura difensiva coerente con quello della norma comunitaria. Inoltre, è stata soppressa la facoltà del *Takeover Panel* di accordare alla società «bersaglio» una deroga alla regola dell'approvazione preventiva dell'assemblea dei soci, nell'ipotesi in cui la società stessa fosse parte di un rapporto obbligatorio e fosse chiamata ad eseguirlo. In Germania la direttiva comunitaria è stata attuata con la legge approvata il 21 aprile 2004 ed entrata in vigore il 14 luglio 2006 (*Übernehmerrichtlinie-Umsetzungsgesetz - ÜbernRUmsG*), che ha modificato in particolare la disciplina dell'acquisto di azioni e di società del 2001 (*Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz - WpÜG*). Nello specifico, la nuova disciplina della *passivity rule* stabilisce che, dopo la pubblicazione della decisione di lanciare un'offerta pubblica di acquisto e fino al momento in cui viene reso pubblico l'esito dell'offerta, il consiglio di amministrazione e il consiglio di sorveglianza della società non possono decidere alcuna azione che possa pregiudicare il successo dell'offerta, con le seguenti eccezioni: i) azioni che avrebbe deciso un amministratore prudente e coscienzioso di una società non soggetta ad offerta pubblica; ii) ricerca di un'offerta alternativa; iii) azioni approvate dal consiglio di sorveglianza della società; iv) azioni soggette all'approvazione degli azionisti, che il consiglio di amministrazione della società abbia deciso su autorizzazione dell'assemblea degli azionisti, approvate inoltre dal consiglio di sorveglianza, volte ad ostacolare l'offerta. La predetta autorizzazione dell'assemblea è valida per un periodo mas-

simo di 18 mesi. In Francia la Legge n. 2006-387 ha in realtà confermato il principio della neutralità del *board* già vigente nell'ordinamento francese, che subordina all'approvazione dell'assemblea generale degli azionisti il potere dell'organo amministrativo di adottare misure difensive contro il successo dell'OPA, ad eccezione della ricerca di offerte alternative (*Code du Commerce* art. L233-32). In Spagna l'art. 8 della *Ley 6/2007*, che recepisce la direttiva sull'OPA, introduce l'art. 60 *bis* alla *Ley 24/1998 del Mercado de Valores*. La nuova disciplina prevede che gli organi di amministrazione della società sulla quale è stata lanciata l'OPA o delle società del gruppo di appartenenza, dovranno ottenere preventivamente l'autorizzazione dell'assemblea degli azionisti prima di intraprendere qualunque azione che possa ostacolare l'OPA, ad eccezione della ricerca di altre offerte, e, in particolare prima di avviare qualunque emissione di titoli, finalizzata ad impedire che l'offerente ottenga il controllo della società. L'individuazione del periodo di vigenza della *passivity rule* sarà decisa per via regolamentare. Conformemente a quanto disposto dalla direttiva le decisioni prese prima del periodo di vigenza della *passivity rule*, che non si iscrivono nel corso normale delle attività della società e che non sono state ancora attuate, devono essere approvate dall'assemblea degli azionisti. Va tuttavia segnalato che il dovere di astensione degli amministratori, a partire dal momento della sospensione della negoziazione dei titoli della società «bersaglio» fino alla pubblicazione dell'esito dell'OPA, trovava già applicazione nell'ordinamento spagnolo (art. 14 R.D. 1197/1991), in quanto si ritenevano in ogni caso prevalenti gli interessi degli azionisti su quelli degli amministratori.

(13) 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 AA.VV., *La nuova disciplina delle OPA nel Testo Unico della Finanza*, Roma, 2000, 50 ss.; 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., in cui l'A. contrappone il modello che attribuisce tale ruolo agli amministratori con il modello che restituisce centralità decisionale all'assemblea.

(14) Si ricorda che nella bozza di decreto del giugno 2006, con scelta da molti criticata, si consentiva alle società di prevedere la regola di passività attraverso il c.d. *opting-in* statutario, in quanto soluzione prescelta da quasi tutti gli Stati che avevano nel frattempo già recepito la direttiva. In particolare, si prevedeva l'aggiunta all'art. 104 della previsione secondo cui gli statuti delle società italiane quotate avrebbero potuto «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 fosse offerto in alternativa ai prodotti finanziari» (comma 4). Come corollario della disposizione in esame si prevedeva, inoltre, l'obbligo per le società «di comunicare 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 fossero ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o in cui fosse stata chiesta tale ammissione. Peraltro, «fermo quanto disposto dall'art. 114», tali deroghe avrebbero dovuto essere «tempestivamente comunicate al pubblico secondo le modalità previste ai sensi del medesimo articolo» (comma 5). Per un primo commento del testo posto in consultazione nel giugno 2006 cfr. R. Sabbatini, *Le regole sull'OPA? Decide lo statuto*, in *Il Sole 24 Ore*, 21 giugno 2006. Aderendo ad un'impostazione più rigorosa, Assonime, *Circolare del 6 luglio 2006. Osservazioni sullo Schema di disegno di legge di attuazione della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche di acquisto*, 6, sostiene che simili deroghe possano essere introdotte negli statuti soltanto per garantire la reciprocità.

vieto di adottare misure difensive senza autorizzazione dell'assemblea (15).

Scompare, in ogni caso, l'obbligo di approvare le delibere che autorizzano misure difensive con il voto favorevole di almeno il 30% del capitale.

Il combinato disposto degli artt. 104 T.U.F., 2368, comma 1, c.c. e 2369, comma 4, c.c. fa ritenere che, ove la *passivity rule* sia reintrodotta in statuto, quest'ultimo possa comunque prevederne l'approvazione con maggioranze qualificate.

Peraltro, si riconferma la regola secondo cui «La mera ricerca di altre offerte non costituisce atto od operazione in contrasto con gli obiettivi dell'offerta» (art. 104, comma 1 *bis*, per. 2, T.U.F.) (16).

Così come resta ferma la responsabilità degli amministratori e dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiuti (17).

Riguardo invece alle misure difensive c.d. «predisposte» (poiché assunte in un periodo nel quale la società non è soggetta a OPA) e «che non sono ancora state parzialmente o completamente approvate» (18), si dispone che anche tali operazioni siano sottoposte 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, comma 1 *ter*, T.U.F.).

La previsione in questione conserva immutata la propria valenza di norma antielusiva, poiché diretta a contrastare tentativi di elusione degli obblighi di «passività», tramite decisioni approvate con largo anticipo rispetto ad una possibile, futura offerta e rese esecutive solo dopo l'ufficializzazione della stessa.

La versione abrogata dell'art. 104 T.U.F. prevedeva, altresì, che ai sensi del comma 1 *bis* le società italiane quotate potessero emettere azioni con diritto di voto subordinato all'effettuazione di un'offerta. L'attribuzione di tale diritto era condizionata all'autorizzazione assembleare con la suddetta maggioranza supplementare del 30% del capitale (19).

La norma, inserita nel testo dell'art. 104 per effetto delle correzioni apportate dal D.Lgs. 6 febbraio 2004, n. 37, mirante a coordinare la riforma societaria con il T.U.F., introduceva nella disciplina dell'OPA le azioni c.d. «dormienti», prive cioè normalmente del diritto di voto, ma che acquistano tale diritto al momento del lancio di un'offerta pubblica di acquisto (20).

Questa disposizione era dunque diretta a riportare l'esercizio del diritto di voto condizionato nell'alveo di trattamento previsto dall'art. 104 per qualunque altra misura difensiva.

Si tenga presente, infatti, che, affinché il detentore della suddetta categoria di azioni potesse esercitare il diritto di voto, dovevano ricorrere due requisiti: 1) l'avverarsi della circostanza individuata come condizione (nel caso di specie, il lancio dell'offerta pubblica); 2) l'autorizzazione dell'assemblea all'adozione di misure difensive contro un'OPA ostile (ex art. 104 T.U.F.). In altre parole, la *poison pill* nascosta nello statuto diveniva efficace, in pendenza di un'offerta, non per mezzo di una conversione auto-

Note:

(15) 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, 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».

(16) 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*, 2006, 3, 408 ss. Viene implicitamente confermato l'orientamento prevalso in dottrina che riteneva ricadesero sotto l'obbligo autorizzativo anche operazioni quali le deliberazioni di aumento di capitale delegato o l'acquisto di azioni proprie.

(17) V. art. 192, comma 3, T.U.F., ove si fissano i limiti delle sanzioni applicabili ai soggetti indicati che, nell'esercizio del proprio mandato, eseguano operazioni in violazione dell'obbligo di astensione previsto dall'art. 104 T.U.F.

(18) Sul punto cfr. art. 9, par. 3, della direttiva. 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, 143 ss.

(19) La previsione di questa particolare categoria di azioni si rinvia nell'art. 2351, comma 2, c.c., a norma del quale «salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni (...) con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative...».

(20) Sulla possibilità di utilizzare la previsione di cui all'art. 2351, comma 2, c.c. per erigere misure difensive di carattere preventivo v. R. Lener e A. Tucci, *La nuova disciplina delle OPA e i poteri della Consob*, in questa *Rivista*, 2004, 553 ss. In particolare, gli Autori si soffermano sulla categoria delle azioni con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative, in quanto fattispecie riconducibile *latu sensu* al fenomeno delle c.d. *poison pills*. Laddove, infatti, la condizione «non meramente potestativa» consista nel lancio di un'offerta pubblica di acquisto sulla società, l'effetto sarebbe quello di accrescere i costi dell'operazione costringendo l'offerente «ad estendere l'offerta anche alle azioni della categoria in questione» per «non subire una diluizione del potere di voto» nella società che intende acquistare.

matica, ma solo nell'ambito del meccanismo di approvazione assembleare (in sede ordinaria, arg. ex art. 2364, n. 5), peraltro con le maggioranze rafforzate di cui all'art. 104 T.U.F.

2.1. (Segue): Sulla disciplina del voto sulle misure difensive. De jure condendo...

La recente novella cancella il *quorum* deliberativo del 30%, valido «in ogni convocazione», unico tanto per l'assemblea ordinaria che straordinaria, e volto a limitare la possibilità per l'azionista di controllo di assumere con il solo peso delle proprie quote la decisione di adottare misure difensive (21).

L'idoneità di tale previsione a conciliare in maniera equilibrata i diversi obiettivi sopra richiamati era stata, tuttavia, messa in discussione da parte della dottrina, sia pure con argomentazioni diverse.

In particolare, rilevava il carattere di specialità che presentava la scelta del legislatore (22). L'art. 104, infatti, derogava sia alla disciplina dettata dagli artt. 2368 e 2369 del codice civile per l'assemblea ordinaria, sia a quella che era prevista dallo stesso art. 126 del T.U.F. (ora modificato) per l'assemblea straordinaria (23).

Una siffatta soluzione era, come si è accennato, ispirata alla ricerca di un valido compromesso tra le esigenze concorrenti di garantire la contendibilità del controllo societario, di assicurare percentuali significative di consenso alle proposte degli amministratori e di non pregiudicare qualsiasi possibilità di contrasto dell'offerta per le società con capitale diffuso e quindi più esposte alle scalate.

Alla luce dell'esperienza applicativa, si rileva che la percentuale del trenta per cento (priva di riscontro nelle proposte comunitarie che si limitano a richiamare la necessità dell'autorizzazione assembleare senza ulteriori specificazioni), si è dimostrata non facilmente raggiungibile. Non appare, peraltro, azzardato affermare che l'aspetto richiamato, piuttosto che riguardare specificamente la *passivity rule*, sembra concernere questioni più generali, come quelle della ridotta partecipazione alle assemblee, tipica dell'esperienza italiana, e del livello di concentrazione proprietaria delle società quotate nel nostro ordinamento. Questi elementi consentono di affermare che anche attraverso una riduzione consistente del *quorum* si sarebbe raggiunto lo stesso scopo di rendere difficile il successo di scalate ostile.

Pare interessante ricordare, anche per sottolineare l'alternanza di indirizzi su tali questioni, che nella bozza del decreto di recepimento della direttiva del giugno 2006 si escludevano dal computo delle maggioranze richieste «le partecipazioni detenute dal-

l'offerente o da soggetti che agiscono di concerto e quelle detenute dai soci di controllo e dagli aderenti a patti parasociali che consentono di esercitare il controllo» (24).

Note:

(21) Sul coordinamento tra la disciplina contenuta nell'art. 104 T.U.F. e quella generale dei *quorum* assembleari nelle società quotate alla luce delle nuove regole in materia di «azioni e altri strumenti finanziari», introdotte nel codice civile (artt. 2346 ss.) dal D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, cfr. R. Lener e A. Tucci, *op. cit.*, 550 ss.

(22) Sui *quorum* speciali in materia di OPA cfr. R. D'ambrosio, *Commento sub artt. 102-112*, in C. Rabitti Bedogni (a cura di), *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria. Commento al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998, 599. In particolare, è stato affrontato in dottrina il problema se il *quorum* fissato dal citato art. 104, comma 1, del T.U.F. costituisca una soglia minima che non esclude maggioranze più elevate stabilite da altre norme di legge o di statuto ovvero se detto *quorum* sia un *quorum* «speciale» che si applica anche là dove siano previste maggioranze diverse per determinate categorie di operazioni. Quest'ultima tesi, che è accolta da Assonime, *Circolare n. 13/1999, Commento alla nuova disciplina dell'OPA*, in *Riv. soc.*, 1999, 51, fa leva sulla natura di disposizione speciale dell'art. 104 rispetto alle norme del codice civile e dello stesso art. 126 del T.U.F., nonché sulla circostanza che la delicatezza della materia richiede un *quorum* deliberativo suscettibile di garantire l'assunzione in tempi rapidi da parte dei soci di una decisione.

(23) Sul punto cfr. P. Montalenti, *OPA: la nuova disciplina*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, 159, per il quale: «L'art. 104, comma 1, T.U.F., dettando una regola precisa ed autonoma, riferita anche alla terza convocazione - e quindi anche all'assemblea straordinaria -, esclude che possa applicarsi cumulativamente, per così dire, anche la norma generale di cui all'art. 126, comma 4, T.U.F.». In senso conforme v. P.G. Marchetti, *D.Lgs. n. 58/1998. L'incidenza sulla disciplina delle assemblee: primi commenti*, in questa *Rivista*, 1998, 560; F. Chiappetta, *Commento sub art. 104*, in G. Alpa e F. Capriglione (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, 969. Contra R. Weigmann, *La nuova disciplina delle OPA*, in *Aa.Vv., La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 201, per il quale: «la maggioranza anche nel caso dell'art. 104, ossia per le deliberazioni assunte in tema di OPA, deve comunque essere almeno pari ai due terzi del capitale rappresentato in assemblea, salvo che l'atto costitutivo non richieda una percentuale più elevata». Secondo R. Rordorf, *I poteri degli azionisti di minoranza nel testo unico sui mercati finanziari*, in *Scritti in onore di Vincenzo Salafia*, Milano, 1998, 155, richiedere l'approvazione dei 2/3 degli azionisti presenti, non essendo sufficiente, in caso contrario, il voto favorevole dei soci che detengono il 30% del capitale, è da ritenersi «più coerente con le finalità complessive del Testo Unico e con i criteri ispiratori della delega».

(24) Cfr. R. Sabbatini, *OPA italiana: il progetto del Tesoro per adeguarsi alla direttiva Ue*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 giugno 2006; C. Morelli, *OPA trasparenti e scalate più facili*, in *Italia Oggi*, 7 luglio 2006, 31. Sul punto è utile riportare le osservazioni di Assonime, *Circolare 7 luglio 2006*, cit., 5, che, in merito alla possibilità di eliminare il *quorum* speciale con la contestuale applicazione dei *quorum* generali previsti dal codice civile, insieme con l'esclusione dal diritto di voto dell'offerente e dei soci di maggioranza, rileva come entrambe le novità prospettate non solo determinerebbero una «alterazione ingiustificata delle regole del diritto societario», ma neppure sono richieste in alcun modo dalla direttiva né appaiono coerenti con essa. Per giunta - prosegue il commento dell'Associazione - «l'unica eccezione alle regole di funzionamento dell'assemblea, convocata per deliberare sull'of-
(segue)

Si è parlato, a tal proposito, di «assemblee *super partes*». In pratica, nella decisione, avrebbero pesato soltanto gli interessi non direttamente coinvolti nell'acquisizione del controllo (25).

Come osservato in epoca non sospetta da un'autorevole dottrina, siffatta soluzione, se da un lato conferisce una maggiore tutela ai piccoli azionisti, dall'altro rappresenta una obiettiva limitazione dei diritti di proprietà degli azionisti «forti» (26). Inoltre, per quanto suggestiva, essa avrebbe costretto le *authorities* di controllo ad un lavoro straordinario per accertare l'effettiva natura *super partes* dei soci minori (27). Ma, soprattutto, una simile disposizione avrebbe avuto effetti nell'orientare le scelte del controllante: anticipando il rischio di essere poi estromesso dalla decisione sulle misure difensive da intraprendere nel corso dell'offerta, il socio di maggioranza sarebbe stato indotto - in concomitanza con l'operare di un regime opzionale - ad escludere *ex ante* l'applicazione della *passivity rule*.

2.2. (Segue): La decorrenza della passivity rule e gli interessi protetti

A fronte delle modifiche inserite nel nuovo testo dell'art. 104 T.U.F., restano invece confermate le precedenti disposizioni in forza delle quali il periodo di efficacia della *passivity rule* decorre dalla mera comunicazione dell'offerta, di cui all'art. 102, comma 1, T.U.F. (28), fino alla chiusura della stessa ovvero fino a quando l'offerta non decada (art. 104, comma 1 *bis*, per. 2, T.U.F.).

Compatibilmente con l'ampia discrezionalità rimessa agli Stati membri dal testo della direttiva (29), l'art. 102 T.U.F. era stato già modificato in sede di recepimento con il D.Lgs. n. 229/2007 (30).

Questo presupposto può verificarsi sia per effetto della comunicazione al pubblico ai sensi dell'art. 102 T.U.F., sia - come suggerito dalla dottrina - a causa della comunicazione di un'informazione privilegiata ai sensi dell'art. 114 T.U.F.

Il sistema così tratteggiato risponde alla finalità di non interferire nella libera esplicazione delle forze di mercato e nella ottimizzazione del valore dei titoli richiesti, pur in un attento quadro di certezze giuridiche e di tendenziale limitazione del periodo di «congelamento» delle società sotto tiro (31).

Anche in tale ambito il regolatore si trova nella necessità di dover contemperare due interessi, entrambi meritevoli di tutela: quello dell'offerente alla piena libertà di azione e quello della società bersaglio a non essere costretta entro i confini della regola di passività per un periodo troppo lungo, o addirittura indefinito.

In un'ottica più ampia, si tralascia spesso di considerare che la *passivity rule* non è posta direttamente a tutela dell'interesse dell'offerente a immobilizzare il bersaglio, bensì per risolvere, tramite uno spostamento della competenza a decidere, il possibile (probabile) conflitto di interessi tra amministratori e soci (ovvero tra gruppo di comando e altri soci). Nel sistema antecedente il recepimento della diret-

Note:

(segue nota 24)

ferta di acquisto, esplicitamente prevista nella direttiva (art. 9, par. 4), riguarda i tempi di convocazione abbreviati». A sostegno di quanto detto, si rileva, infine, come altri articoli della direttiva indichino chiaramente «l'intento di ampliare l'esercizio del diritto di voto in occasione di tale assemblea: infatti, l'art. 11, par. 3, dispone che le restrizioni statutarie al voto non si applicano nel contesto di tale assemblea».

(25) In senso conforme cfr. P.G. Marchetti, D.Lgs. 58/98. *L'incidenza sulla disciplina delle assemblee: primi commenti*, in questa *Rivista*, 1998, 560 ss.; F. Vella, *Commento all'art. 104*, in *Testo Unico della Finanza*. Commentario diretto da Campobasso, Torino, 2002, vol. II, 900 ss.

(26) Sul punto cfr. P. Montalenti, *OPA: la nuova disciplina*, cit., 159.

(27) In tal senso v. R. Lener e A. Tucci, *La nuova disciplina delle OPA e i poteri della Consob*, cit., 551; A. Tucci, *Managerial passivity e autorizzazione assembleare nella disciplina dell'OPA: riflessioni comparatistiche*, in *Dir. banc.*, 1999, 497 ss.

(28) Il legislatore del T.U.F. non aveva, a suo tempo, individuato con certezza il momento dal quale scattasse l'obbligo di avviare le procedure di cui all'art. 104. Né si è avvalso, in sede di recepimento della direttiva, 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 questa *Rivista*, 1999, 396, la prima comunicazione (che l'A. 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 dichiarerà espressamente l'irrevocabilità nella prima comunicazione *ex art.* 37, comma 1, reg. emittenti 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., 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.

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

(30) In particolare, l'art. 102 T.U.F. è stato modificato per adeguarlo alle fasi temporali previste dall'art. 6 della direttiva: a) comunicazione alla Consob e al mercato della decisione di promuovere l'offerta; b) trasmissione alla Consob del documento di offerta e approvazione da parte dell'autorità di vigilanza; c) pubblicazione del documento d'offerta.

(31) Cfr. Consob, *Note tecniche in materia di disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, 5. In merito cfr. pure Consob, Comunicazione n. DIS/99013832 del 27 febbraio 1999; Id., Comunicazione n. DIS/99071599 del 2 ottobre 1999.

tiva, sulla base di un'interpretazione logica del vecchio testo del comma 1 dell'art. 104, l'inizio del divieto coincideva con la pubblicazione del prospetto, mentre il termine finale era individuato nel giorno di chiusura dell'offerta.

Invero, una siffatta soluzione non era apparsa del tutto esaustiva (32). Se infatti, da un lato, risultava soddisfatto l'interesse alla trasparenza, dall'altro inevitabilmente veniva meno la simmetria di posizioni - che pure nell'ottica del T.A.R. Lazio era parso essenziale garantire - tra offerente ed emittente (33). La società *target* avrebbe comunque avuto a disposizione un certo periodo di tempo per approntare manovre difensive svincolate dalle regole di competenza in cui si sostanzia la *passivity rule* (34).

È pur vero che, nella versione iniziale del regolamento Consob, la scelta di configurare la prima comunicazione come l'avvio formale della procedura di offerta pubblica, con il conseguente blocco di ogni iniziativa contraria da parte degli amministratori della società bersaglio, consentiva allo scalatore di presentarsi in posizione di netto vantaggio, posto che impegni irrevocabili venivano da questi assunti solo in seguito, con la pubblicazione del prospetto (35).

La soluzione adottata in via regolamentare non assicurava affatto, per tutta una serie di motivi, che l'offerente potesse realmente operare in segreto fino a quando non fosse scattata la *passivity rule* per l'emittente (si pensi solo a *rumours*, eventuali richieste di autorizzazioni e/o convocazione d'assemblea in caso di offerta pubblica di scambio) (36). Ad un esame più attento del quadro normativo, non sfuggiva, infatti, come nei confronti degli offerenti quotati (o con titoli diffusi in misura rilevante presso il pubblico dei risparmiatori) operassero comunque gli obblighi d'informazione di cui all'art. 114 T.U.F. In termini più espliciti, ciò significava «costringere» l'offerente a svelare le sue intenzioni senza per questo ottenere l'effetto di sottoporre il *management* della società bersaglio alla *passivity rule*.

3. La «breakthrough rule». L'ambito di applicazione

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 (37).

Con un evidente capovolgimento di prospettiva, l'art. 13, comma 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.

Sulla scorta di quanto previsto dalla direttiva, il legislatore distingue a seconda del momento in cui la regola si applica, se cioè durante o successivamente all'offerta (38).

Note:

(32) In merito v. Consob, *Relazione per il 1999*, disponibile sul sito www.consob.it, 36; e il commento di R. Sabbatini, *Sull'OPA il regolamento può essere rivisto*, in *Il Sole 24 Ore*, 13 aprile 1999, 29.

(33) Cfr. Tar Lazio, ord. 28 ottobre 1999, n. 2964; Cons. Stato, ord. 21 novembre 1999, n. 1924, entrambe pubblicate in *Riv. dir. comm.*, 2001, 2, 308, con nota di G. Romagnoli, *Ammissibilità e conseguenze della prima comunicazione dell'intenzione di procedere al lancio di un'OPA*. Considerazioni sparse a margine dell'offerta pubblica delle Assicurazioni Generali sulle azioni INA, 310 ss.; e in *Dir. banca merc. fin.*, 2000, I, 116 ss., con commento di A.A. De Marco, *OPA: la passivity rule ed il momento iniziale del procedimento di offerta nella contrastante interpretazione della dottrina e della giurisprudenza*.

(34) A tal proposito v. G. Presti e P. Rescigno, *La decorrenza della passivity rule tra delegificazione e sindacato giurisdizionale*, in *Quaderni di Finanza Consob*, n. 37, 2000, 12 ss. La prassi applicativa del regolamento e le incertezze ora richiamate hanno costituito il motore delle modifiche introdotte con la delibera Consob n. 12745/2000, che ha recepito le indicazioni della giurisprudenza amministrativa.

(35) Sul punto cfr. M. Zecchini e A. Paralupi, *La sollecitazione all'investimento. La passivity rule*, in S. Amorosino e C. Rabitti Bedogni (a cura di), *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2004, 267. Mentre, per un utile confronto in chiave comparatistica, si rinvia a F.M. Mucciarelli, *I poteri degli organi di società-bersaglio nella legge tedesca sull'OPA*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2002, 5, I, 659 ss.; *Id.*, *Società per azioni e offerte pubbliche d'acquisto*, cit., cap. 4.

(36) Con ciò riproducendo quello che universalmente era riconosciuto come uno dei maggiori difetti del sistema anteriore all'emanazione del T.U.F.; in merito cfr. Assonime, Circolare n. 13/1999, cit., 35; C. Mosca, *Commento sub art. 102*, in P.G. Marchetti e L.A. Bianchi (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, cit., 200 ss.; F. Chiappetta, *Commento sub art. 102*, in G. Alpa e F. Capriglione (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, cit., 956; L.G. Picone, *op. cit.*, 20.

(37) Cfr. G. Ferrarini, «Un'azione - un voto» un principio europeo?, in *Riv. soc.*, 2006, 25 ss.; Commissione Giuridica e per il Mercato Interno del Parlamento Europeo, Documento di lavoro del 22 novembre 2002 sulla proposta di direttiva concernente le offerte pubbliche di acquisto, PE 324.172.

(38) Sulla diversa ratio e sulle differenti modalità di neutralizzazione delle restrizioni previste dall'art. 11 cfr. L. Scipione, *La direttiva europea in materia di OPA: profili generali e aspetti comparatistici*, in *Riv. dir. impr.*, 2005, I, 185 s. È interessante rilevare come il legislatore inglese, pur dichiarandosi a favore di strutture societarie fondate sul principio «one share one vote», non ha ritenuto opportuno introdurre nell'ordinamento interno la regola della neutralizzazione, avvalendosi della facoltà di *opting-out*. Per quanto concerne la regola di neutralizzazione, va premesso che il diritto societario inglese, basato sul principio della c.d. «freedom of contract», non ha imposto alcuna restrizione alle modalità con cui articolare la struttura finanziaria delle società, in termini di emissione di categorie speciali di azioni, di limiti
(segue)

Sicché, a norma del comma 2 dell'art. 104 bis, durante il periodo di adesione all'OPA, la regola ha come finalità quella di colpire, neutralizzandole: a) le restrizioni - statutarie o contrattuali - al trasferimento di titoli previste nello statuto (39); b) le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali, in occasione delle assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni previsti dall'art. 104 (40), sancendo così il principio «un'azione-un voto» e legittimando il voto anche dei titolari delle eventuali azioni prive di tale diritto.

Si intende tutelare, in sostanza, il diritto dell'azionista di decidere sull'offerta, libero da ogni tipo di vincolo che possa impedire il voto o il trasferimento dei titoli.

Nel caso invece di chiusura con successo dell'OPA, la neutralizzazione delle misure difensive opera in occasione della prima assemblea «convocata per modificare lo statuto o per revocare o nominare gli amministratori o i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza», qualora l'offerente raggiunga un numero sufficiente di titoli rappresentato dal 75% o più del capitale di rischio (41).

Lo *ratio* sottostante la disposizione in esame è, infatti, quella di consentire all'offerente di esercitare una percentuale corrispondente dei voti totali esprimibili in sede di assemblea generale degli azionisti (42).

A tal fine il terzo comma dell'articolo 104 bis stabilisce che al verificarsi delle suddette condizioni non si applicano: a) le disposizioni limitanti il diritto di voto «previste nello statuto o da patti parasociali»; b) «qualsiasi diritto speciale in materia di nomina o

Note:

(segue nota 38)

alla loro circolazione o di vincoli ai titoli azionari relativi all'esercizio del diritto di voto. Ne consegue, pertanto, che la legge di recepimento lascia alle singole società la facoltà di *opting-in* per il regime previsto dalla disciplina comunitaria, precisando che essa potrà essere esercitata o al momento della costituzione della società o per effetto di una deliberazione successiva. Più vicina alla soluzione italiana appare invece la scelta compiuta dal legislatore francese. La Legge n. 2006-387, che recepisce la direttiva 2004/25/CE, accoglie solo parzialmente la *breakthrough rule*, prevedendo che il successo di un'offerta pubblica d'acquisto determini l'inefficacia delle sole limitazioni statutarie alla circolazione delle azioni o delle soglie quantitative all'esercizio di diritti di voto (*Code du Commerce* art. L233-34), e adottando la soluzione dell'*opting out* per le altre operazioni difensive preventive. Dunque, le singole società avranno la facoltà di applicare o meno, sulla base di una loro scelta discrezionale, la *breakthrough rule* alle altre clausole statutarie riguardanti il diritto di voto e agli accordi parasociali che possono paralizzare i poteri del nuovo socio di controllo (*Code du Commerce* art. L233-35 e ss). Nel caso una società decida di applicare o interrompere l'applicazione delle disposizioni concernenti tali tecniche di difesa preventive è tenuta a informarne l'autorità di mercato (*Autorité des Marchés*

Financiers - AMF) per le relative operazioni di pubblicità. Nell'ordinamento tedesco le regole comunitarie sulle restrizioni alle misure difensive e sulle restrizioni alle misure di neutralizzazione non sono obbligatorie, dato che il legislatore si è avvalso della facoltà di *opting-out* per entrambe le disposizioni. Tuttavia, conformandosi a quanto disposto dalla direttiva stessa, la nuova disciplina riconosce alle società la facoltà di optare su base volontaria per queste due norme, previa modifica dello statuto votata dall'assemblea degli azionisti con maggioranza del 75% del capitale sociale. In caso di *opting-in* il consiglio di amministrazione della società deve informare l'autorità di vigilanza tedesca e, se del caso, le autorità di vigilanza degli Stati appartenenti allo Spazio Economico Europeo nei quali i titoli della società sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolato. Per quanto riguarda in particolare le restrizioni alle misure difensive, se una società decide di non effettuare un *opting-in*, continuano ad applicarsi le regole della WpÜG, meno restrittive di quelle previste dall'art. 9 della direttiva medesima. Le azioni consentite al consiglio di amministrazione sono: quelle approvate dall'assemblea degli azionisti dopo il lancio dell'OPA; iniziative che ricadono nell'ambito dell'attività ordinaria (*Geschäftsbetrieb*) e la ricerca di altre offerte. Una parte della dottrina ha tuttavia osservato, che l'attuazione posta in essere dalla Germania in caso di *opting-in*, sembrerebbe particolarmente estensiva, in quanto la definizione di attività ordinaria (*Geschäftsbetrieb*) è più ampia rispetto all'espressione «corso normale delle attività della società» (*Geschäftsverlauf*), utilizzata dalla direttiva. L'ordinamento spagnolo, infine, lascia alle società la facoltà di applicare alcune misure di neutralizzazione, come l'inefficacia delle restrizioni alla trasmissione di titoli prevista nei patti parasociali, l'inefficacia delle restrizioni al diritto di voto previste negli statuti, l'inefficacia delle precedenti restrizioni quando dopo un'offerta pubblica d'acquisto l'offerente abbia ottenuto una percentuale maggiore o uguale al 75% del capitale che conferisca diritti di voto. La decisione di *opting-in* da parte della società alla regola di neutralizzazione deve essere adottata dall'assemblea degli azionisti e deve essere comunicata alla *Comisión Nacional del Mercado de Valores* e alle autorità di vigilanza dei Paesi membri dell'UE in cui le azioni della società sono ammesse alla negoziazione.

(39) Sull'introduzione nello statuto di clausole che hanno l'effetto di ridurre «l'appetibilità» della società per potenziali 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.

(40) In proposito, v. art. 104 bis, commi 1 e 2, T.U.F. Si ripropongono, anche con riferimento al caso italiano, alcuni interrogativi sul funzionamento della regola di neutralizzazione sancita all'art. 11 della direttiva. Essi riguardano, in special modo, la constatazione che alcuni di questi meccanismi esulano dalla competenza dell'assemblea degli azionisti ai sensi del diritto societario e pertanto non è chiaro in che modo l'assemblea degli azionisti potrebbe interferire con essi (un chiaro esempio sarebbero gli accordi tra azionisti citati all'art. 10, par. 1, lett. a g); d'altro canto, resta ferma la convinzione che si dovrebbe chiarire se ciò si riferisca ad una «reale» risoluzione dell'assemblea generale che confermi l'ulteriore esistenza delle misure in questione o a una semplice «presa d'atto».

(41) V. art. 104 bis, comma 3, lett. a) e b), che recepisce quanto stabilito dall'art. 11, par. 4, della direttiva.

(42) Cfr. R.J. Gilson, *The Political Ecology of Takeovers: Thoughts on Harmonizing the European Corporate Governance Environment*, in *European Takeovers Law e Practice*, eds. K. Hopt e E. Wymeersch, Butterworths, Londra, 1992. Sulla soglia da raggiungere perché la regola di neutralizzazione abbia efficacia, nella Proposta di direttiva del 2002, la Commissione faceva riferimento al possesso di un «numero di titoli della società emittente che, in applicazione della legislazione nazionale», permettesse all'offerente «di modificare lo statuto della società».

revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza previsto nello statuto» (43).

Se tuttavia l'art. 104 bis prende in considerazione i patti parasociali in pendenza di offerta, limitatamente ai sindacati di voto (44), la regola di neutralizzazione non contempla le limitazioni al trasferimento dei titoli derivanti da tali patti (45). Con riferimento ad esse è stato, infatti, espressamente fatto salvo il meccanismo della facoltà di recesso senza preavviso al solo fine di aderire all'OPA, di cui all'art. 123, comma 3, T.U.F. (46) (comma 1).

Sempre al primo comma, si escludono dalla *breakthrough rule* anche alcune ipotesi di diritto speciale, con riferimento esplicito alle società cooperative (47). Stessa sorte viene riservata alle azioni senza diritto di voto e alle azioni con diritto di voto che però hanno un privilegio economico, come le azioni privilegiate, seppur limitatamente all'ipotesi di cui al terzo comma dell'art. 104 bis (comma 4).

Rispetto alla versione originaria, il comma 7 dell'art. 104 bis è stato modificato, al fine di precisare che la salvaguardia delle disposizioni speciali applicabili nelle società direttamente o indirettamente controllate dallo Stato o da enti pubblici, ai sensi del D.L. n. 332 del 1994, si riferisce, oltre che ai limiti di possesso azionario, anche ai limiti al diritto di voto che possono essere previsti negli statuti delle predette società (48).

Illustrata la nuova formulazione della regola di neutralizzazione, sembra utile rilevare come la direttiva non si preoccupi di disciplinare qualsivoglia tipo di dispositivo il cui effetto sia uguale a quello dei meccanismi statutari o contrattuali espressamente citati all'art. 11 (49).

Ne consegue, inevitabilmente, che anche l'art. 104 bis risenti di tale impostazione e presenti, pertanto, un ambito di applicazione altrettanto ristretto, disciplinando, in realtà, soltanto alcune delle possibili misure difensive preesistenti all'offerta (50).

Si tenga presente, infatti che non essendo diretta a tutti gli strumenti di difesa strutturale, la regola di

rata» come requisito per la nomina dei membri dell'organo di gestione della società.

(44) Sul tema delle partecipazioni reciproche o circolari (spesso cementate da patti parasociali) come strumento di separazione tra proprietà e controllo cfr. 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.

(45) In siffatte ipotesi si assiste, tuttavia, ad una chiara deviazione dalle norme generali della priorità del contratto e dal principio *pacta sunt servanda*: una deviazione che è stata sostenuta dall'*High Level Group of Company Law Experts* e che è stata accettata dalla Commissione sulla base dell'assunto implicito che vi sia un interesse pubblico prevalente alla promozione del consolidamento transfrontaliero dell'industria europea e della contestabilità del controllo di società quotate.

(46) Secondo la Relazione illustrativa al D.L. n. 229/2007, «si è ritenuto di confermare la disposizione di cui all'art. 123, comma 3, dato il peso del modello coalizionale nel controllo delle società quotate italiane». In proposito cfr. pure G. Ferrarini, *Le difese contro le OPA ostili: analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000, 753 ss.

(47) Al riguardo si osserva che, sebbene le azioni delle società cooperative quotate rientrino in linea di principio nel campo d'azione della direttiva, la regola di neutralizzazione di cui all'art. 11 non è ad esse applicabile. Del resto, l'art. 11 non cita la forma giuridica della società emittente tra le speciali misure preesistenti all'offerta che possono venire annullate nell'eventualità di riuscita di un'OPA.

(48) Comma così modificato dall'art. 13 del D.L. n. 185 del 29.11.2008 che ha inserito le parole «e al diritto di voto».

(49) Ci si riferisce alla situazione in cui una società abbia emesso azioni con diritto di voto a favore di un ufficio fiduciario o amministrativo che a sua volta abbia emesso ricevute di deposito quotate senza diritto di voto relativamente a tali azioni. Come suggerito dall'*High Level Group of Company Law Experts, Report on Issues Related to Takeover Bids* (Rapporto sulle questioni connesse alle offerte pubbliche di acquisto), Bruxelles, 10 gennaio 2002, 28, la regola di non applicazione dovrebbe essere qui definita *ad hoc* in modo che le ricevute di deposito siano liberamente negoziabili con le relative azioni nel caso di un'OPA generale. Similmente, ove l'accordo tra gli azionisti si configuri come «*voting trust*», dovrebbe essere chiaro che la mancata applicazione delle restrizioni sui diritti di voto fa sì che essi abbiano il diritto di votare secondo quanto ritengono opportuno nelle assemblee convenute per approvare risoluzioni relative all'adozione di tecniche successivamente all'offerta direttamente ai possessori che traggono vantaggi e non al fiduciario. Potrebbe essere altresì opportuno esaminare attentamente se tale norma si debba applicare anche ai documenti costitutivi di fondazioni, in modo da rendere inapplicabile l'obbligo talvolta in essi contenuto, di mantenere il controllo in ogni circostanza.

(50) Sul punto v. F.M. Mucciarelli, *Ma non è una rivoluzione*, disponibile sul sito www.lavoce.info, 30 novembre 2007, 1, che sottolinea come, rispetto ad altri ordinamenti, il diritto italiano vieti le principali difese preventive, ossia i massimali al voto, le clausole di prelazione e di gradimento e l'emissione di azioni a voto multiplo, come si evince rispettivamente dall'art. 2351 c.c., dall'art. 2.1.3 (2) (c) del Regolamento Borsa Italiana e dall'art. 2348 codice civile.

Note:

(43) Cfr. B. Dauner Lieb e M. Lamandini, *La nuova proposta di direttiva in materia di diritto delle società concernente le offerte pubbliche di acquisto e il conseguimento di condizioni e regole uniformi*, Bruxelles, 9 dicembre 2002, 59, in www.europarl.europa.eu/compar/jiur/study/complaw_it.pdf. Come è facile supporre, infatti, sebbene secondo modalità diverse, convenzioni di tal specie possono anch'esse, in funzione anti-scalata, ritardare o ostacolare una rapida sostituzione del consiglio di amministrazione da parte dell'offerente. Si pensi per esempio alle ipotesi del consiglio di amministrazione «scagionato», della «nomina a termine», delle «super maggioranze», dei «mandati di lunga du-

neutralizzazione può indurre, ad esempio, «effetti di ristrutturazione della catena di controllo delle società, tali da rendere meno trasparenti gli assetti proprietari, in particolare con il ricorso a strutture piramidali o *holding* in funzione di patto parasociale» (51).

Perlomeno, a fronte di un'ambiguità riscontrabile nel testo della direttiva, il legislatore non incorre nell'equivoco di introdurre ostacoli a che la neutralizzazione sia valida automaticamente alla prima assemblea, senza cioè che occorra una risoluzione formale della stessa.

Diversamente, sarebbe difficile capire quale differenza intercorra tra questa peculiare regola e un'offerta pubblica di acquisto condizionata, subordinata cioè alla revoca da parte dell'assemblea degli azionisti del limite al diritto di voto e di tutte le altre barriere tecniche contenute nello statuto, prima di effettuare il trasferimento delle azioni. Una previa risoluzione dell'assemblea può invece rappresentare una valida soluzione a cui gli azionisti potrebbero ricorrere quando non possano far riferimento alla disposizione di cui all'art. 104 bis.

3.1. (Segue): Le regole sostanziali e procedurali relative alla corresponsione di un equo indennizzo

L'applicazione della regola di neutralizzazione costituisce indubbiamente una restrizione dei diritti di proprietà e/o dell'uso della stessa, ma è ritenuta proporzionata rispetto agli obiettivi di interesse generale perseguiti dalla direttiva (52).

Quando però l'esercizio dei diritti viene neutralizzato è necessario fornire giuste compensazioni per eventuali pregiudizi subiti dai titolari di tali diritti. Pur cogliendo tale aspetto, la disciplina comunitaria (art. 11) non specifica ulteriormente il contenuto di siffatte compensazioni, limitandosi a delegare la fissazione di queste, nonché delle relative modalità di pagamento, alla decisione degli Stati membri.

Il D.L. n. 185/2008 lascia immutata la scelta compiuta in sede di recepimento, prevedendo che l'indennizzo debba essere corrisposto dall'offerente, cioè da colui che trae vantaggio dalla neutralizzazione delle barriere difensive (53).

Più precisamente, in base all'art. 104 bis, comma 5, T.U.F., il soggetto che si reputa danneggiato ha facoltà di richiedere all'offerente l'indennizzo entro novanta giorni, che decorrono dalla chiusura dell'offerta, nel caso di cui al comma 2 dell'art. 104 bis, ovvero dalla data dell'assemblea, nell'ipotesi di cui al comma 3 dell'art. 104 bis. L'offerente provvede entro trenta giorni dal ricevimento della doman-

da al pagamento della somma richiesta. In mancanza di accordo, l'indennizzo è fissato dal giudice in via equitativa (54).

Sul punto vale la pena segnalare che la disciplina contenuta nel testo provvisorio predisposto dal governo nel giugno 2006 appariva lacunosa, perlomeno su due aspetti: a) *in primis*, sull'opportunità di specificare con maggior grado di dettaglio l'ambito di applicazione della disposizione in esame; b) in secondo luogo, sulla necessità di dettare regole procedurali e sostanziali circa le modalità di riconoscimento e determinazione dell'indennizzo.

Superando queste incertezze, il quinto comma dell'art. 104 bis T.U.F. precisa che presupposto necessario affinché l'azionista possa aver diritto alla corresponsione dell'indennizzo per i danni patrimoniali subiti è che le disposizioni statutarie o contrattuali, che costituiscono i diritti di cui si impedisce l'esercizio, «fossero efficaci anteriormente alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1».

Inoltre, per evidenti differenze strutturali rispetto alle altre fattispecie prese in considerazione dalla norma, si è ritenuto opportuno escludere dalla richiesta di indennizzo anche l'ipotesi di esercizio del diritto di voto in contrasto con un patto parasociale, quando sia già stata presentata la dichiarazione di recesso di cui all'art. 123, comma 3, T.U.F.

Con riguardo, infine, agli aspetti procedurali e sostanziali, nell'ultima parte del comma 5 dell'art. 104 bis, si prevede che il giudice, nel determinare la giusta compensazione da corrispondere agli azionisti, debba aver «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».

3.2. I diritti speciali degli azionisti nelle società privatizzate e i limiti al trasferimento di azioni

Con riferimento al panorama italiano, l'indagine sulle misure difensive deve tener conto anche della por-

Note:

(51) In tal senso v. Commissione Finanze del Senato, Parere del 25 ottobre 2007.

(52) Cfr. M. Belcredi e R. Caprio, *Separazione tra proprietà e controllo, benefici privati e ruolo della regolamentazione*, *Working Paper*, 2002, 5 ss.; L. Enriques, *Quartum non datur: appunti in tema di «strumenti finanziari partecipativi» in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2005, I, 172 ss.

(53) In senso contrario cfr. *High Level Group of Company Law Experts, Report on Issues Related to Takeover Bids*, cit., 32.

(54) V. art. 104 bis, comma 2, T.U.F.

tata antisalata dei limiti al possesso azionario nelle società privatizzate. I correttivi introdotti per garantire la contendibilità delle società privatizzate sono: il voto di lista e la decadenza automatica dei limiti nel caso di superamento per effetto di OPA (55).

Nel primo caso, al fine di uniformare tale disciplina speciale al dettato della direttiva 2004/25, il legislatore è intervenuto anche per modificare l'art. 3, comma 3, D.L. 31 maggio 1994, n. 322 (convertito con modificazioni in Legge 30 luglio 1994, n. 474), con cui si decretava, per l'appunto, la decadenza dei limiti di possesso azionario e di diritto di voto previsti negli statuti di talune società privatizzate nel caso di offerta pubblica di acquisto (56).

Nel sistema riformato, la modifica al terzo comma dell'art. 3 tende a specificare che la clausola che prevede i suddetti limiti decade comunque allorché il «limite» sia superato per effetto di un'OPA, a seguito della quale l'offerente venga a detenere una partecipazione almeno pari al settantacinque per cento del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina e/o la revoca degli amministratori.

Il legislatore interviene pure per modificare il comma 384, ult. per., dell'art. 1 della legge n. 266/2005 (Legge finanziaria per il 2006), eliminando la previsione secondo la quale il venir meno delle disposizioni di cui all'art. 3 del D.L. n. 332/1994 è subordinato all'approvazione comunitaria delle disposizioni in materia di misure difensive adottate da società partecipate pubbliche, previste dai commi da 381 a 383 del citato art. 1 della Legge n. 311 (57), al fine, secondo quanto indicato nella relazione illustrativa, di far diventare «in conseguenza della modifica proposta, la disciplina della *poison pill* come ora congegnata (...) giuridicamente efficace» (58). Si tenga presente, infatti, che l'approvazione comunitaria delle relative disposizioni normative è un istituto inesistente nell'ordinamento europeo.

L'art. 1, commi 381-384, della Legge finanziaria per il 2006 ha previsto la facoltà, per le società in cui lo Stato detiene una partecipazione rilevante, di emettere azioni e strumenti finanziari partecipativi che attribuiscono il diritto a chiedere l'emissione di nuove azioni o strumenti partecipativi muniti di diritto di voto (59). In tal modo si è introdotto nell'ordinamento italiano uno strumento di difesa (detto, appunto, *poison pill*), presente anche in altri Paesi, rispetto a tentativi di scalata considerati ostili, attraverso il quale, in caso di offerta pubblica di acquisto riguardante società partecipate dalla mano pubblica, è possibile deliberare un aumento di capitale, con cui l'azionista pubblico è in grado di incrementare la propria quota di partecipazione.

Pertanto, sebbene la modifica in esame non sia direttamente connessa con il recepimento della direttiva, e nonostante taluni dubbi di congruenza solle-

Note:

(55) In particolare, la dottrina ondeggia dalla tesi favorevole all'applicabilità analogica della decadenza del limite al possesso azionario in caso d'OPA ex art. 3, ultimo comma, L. n. 474 del 1994 all'interpretazione estensiva dell'art. 2351, comma 3, c.c. Sul punto cfr. E. Desana, *op. cit.*, 320 ss.

(56) In *subjecta materia*, si ricorda che il richiamato art. 3 del D.L. n. 332 stabilisce, al comma 1, che le società operanti nei settori di cui all'art. 2, nonché le banche e le imprese assicurative, direttamente o indirettamente controllate dallo Stato o da enti pubblici anche territoriali ed economici, possano introdurre nello statuto un limite massimo di possesso azionario non superiore, per le società di cui all'art. 2, al cinque per cento. Ai sensi del comma 2, con riferimento alle partecipazioni azionarie diverse da quelle detenute dallo Stato, da enti pubblici o da soggetti da questi controllati, il superamento del limite di cui al comma 1 comporta il divieto di esercitare il diritto di voto e comunque i diritti aventi contenuto diverso da quello patrimoniale, attinenti alle partecipazioni eccedenti il limite stesso. In virtù del comma 3, le clausole statutarie introdotte ai sensi del comma 1, nonché quelle introdotte al fine di assicurare la tutela di minoranze azionarie, non possono essere modificate per un periodo di tre anni dall'iscrizione delle relative delibere assembleari. La clausola che prevede un limite di possesso decade comunque allorché il limite sia superato per effetto di un'offerta pubblica di acquisto promossa ai sensi degli artt. 106 o 107 del T.U.F.

(57) Un'efficace analisi dei vari problemi posti dalla disposizione in questione è realizzata da F. Santonastaso, *Dalla «golden share» alla «poison pill»: evoluzione o involuzione del sistema? Da una prima lettura del 381°-384° comma dell'art. 1 l. 23 dicembre 2005, n. 266, in Giur. comm.*, 2006, 3, I, 383 ss. In proposito, a 390, l'A. rileva che «L'esplicito richiamo alla necessità di un vaglio positivo comunitario per far perdere efficacia ad una parte del preesistente regime dei poteri speciali acquista un significato particolare in presenza sia di quanto precisato dalla direttiva del 2004/25 in tema di condizioni di legittimità dei poteri speciali (punto 20 dei «Considerando») che della conseguente possibilità di non applicare, in presenza di un'OPA, regole di neutralizzazione (comma 7 dell'art. 11)».

(58) Secondo F. Santonastaso, *op. cit.*, 402, non sembravano «sufficienti a superare le obiezioni sotto il profilo della rispondenza dell'ordinamento comunitario del nuovo strumento di difesa della partecipazione sociale pubblica, i correttivi rappresentati dalla possibilità per gli strumenti finanziari e per le azioni di godere "di un diritto limitato di partecipazione agli utili o alla suddivisione dell'attivo residuo in sede di liquidazione" (comma 1) e la previsione della loro emissione "in deroga all'art. 2441 del codice civile" (comma 385), in presenza dell'interpretazione dell'art. 29 della seconda direttiva resa ormai da tempo dalla Corte di Giustizia».

(59) La richiamata disposizione di cui al comma 384 prevede, nel dettaglio, che lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio possa prevedere, con le maggioranze stabilite per l'approvazione delle modificazioni statutarie, che l'efficacia delle deliberazioni di modifica delle clausole introdotte ai sensi del citato art. 3 del D.L. n. 332/1994, dopo il triennio previsto dal terzo comma del citato articolo, sia subordinata all'approvazione da parte, ove costituita, dell'assemblea speciale dei titolari delle azioni o degli strumenti finanziari di cui al comma 381. Nel sistema previgente, con l'approvazione comunitaria delle disposizioni previste dai commi da 381 a 383, e a seguito delle modifiche statutarie apportate in esecuzione di quanto disposto ai sensi dei medesimi commi, cessava di avere effetto l'art. 3 del D.L. n. 332/1994.

vati in relazione all'ambito della delega conferita al governo, l'intervento del legislatore su tale specifica materia sembra potersi ritenere legittimo, posto che anche tali disposizioni attengono comunque al tema delle tecniche di difesa preventive.

4. La clausola di reciprocità

Per superare le divergenze sorte, la direttiva, accanto ad un regime opzionale, introduce il principio di reciprocità che consente agli Stati membri di non imporre che le società residenti rispettino, insieme o separatamente, i due principi della passività e della neutralizzazione in caso di OPA da parte di una società che non si uniformi alle stesse regole.

A tale norma viene dunque affidato il ruolo di ovviare al differente grado di contendibilità delle imprese assicurato dalla legislazione nazionale dei Paesi membri (60).

Data la decisione iniziale di non rendere l'applicazione della *passivity rule* e della regola di neutralizzazione opzionale, il legislatore italiano aveva ritenuto opportuno, con l'introduzione dell'art. 104 *ter*, prevedere l'adozione della clausola di reciprocità per entrambe le misure anti-difesa.

Secondo la nuova formulazione dell'art. 104 *ter* del T.U.F., rivisitata a seguito delle novità introdotte dal «decreto anticrisi» (61), la regola di reciprocità opera solo nell'eventualità in cui la *passivity rule* e la *breakthrough rule* siano previste dagli statuti della società.

Più specificamente, la regola chiave, contenuta nel primo comma dell'art. 104 *ter*, stabilisce che non si applicano le disposizioni di cui agli artt. 104, commi 1 *bis* e 1 *ter*, e 104 *bis*, commi 2 e 3, «in caso di offerta pubblica promossa da chi non sia soggetto a tali disposizioni ovvero a disposizioni equivalenti, ovvero da una società o ente da questi controllata».

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 (62). 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, comma 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 dagli artt. 2368 e 2369 del

codice civile per l'assemblea ordinaria e straordinaria con le maggioranze previste.

Scopo della disposizione abrogata era quello di disciplinare anche l'ipotesi - che nella bozza iniziale del decreto di recepimento si tralasciava di prendere in considerazione - di «parziale equivalenza» tra le disposizioni italiane e quelle cui è sottoposta la società offerente (63).

È, invece, perlomeno un dato acquisito il fatto che la reciprocità operi nei confronti di offerenti extracomunitari, sebbene occorra valutarne la compatibilità con l'Accordo generale sul commercio dei servizi (GATS).

La clausola di reciprocità, peraltro, continua a non operare automaticamente. Una norma di chiusura sembra infatti potersi rinvenire nel comma 4, laddove si precisa che, qualora sia disapplicata la normativa nazionale di attuazione della *passivity rule*, la società emittente potrà intraprendere solo gli atti e le operazioni oggetto di apposita delibera dell'assemblea approvata nei diciotto mesi anteriori alla «comunicazione della decisione di promuovere l'offerta ai sensi dell'articolo 102, comma 1» (64).

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.

Note:

(60) Cfr. C. Blanaid, *Regulating Poison Pill Devices*, in *Journal of Corporate Law Studies*, n. 4/2004, 51 ss.

(61) 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, comma 3, D.L. n. 185 del 2008.

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

(63) Sul punto cfr. F.M. Mucciarelli, *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'OPA*, cit., 838 ss., il quale rileva come la direttiva 2004/25, prevedendo la disapplicazione anche alternativa delle due norme antisalata, ponga alcuni problemi - tanto in sede interpretativa, quanto di concreta attuazione - di non poco conto. In particolare, l'A. giunge alla conclusione «di consentire la disapplicazione solo della stessa norma anti-difesa non applicata dall'offerente», da ritenersi, peraltro, soluzione in grado di produrre «risultati efficienti solo rispetto alla *passivity rule*», e non anche con riferimento alla neutralizzazione delle difese preventive.

(64) Rispetto alla bozza del giugno 2006 è stata, pertanto, abbandonata la soluzione che condizionava la clausola di reciprocità ad una apposita modifica statutaria, in considerazione della imprescindibilità dell'autorizzazione assembleare da confermare al massimo ogni 18 mesi.

Fermo quanto previsto dall'art. 114 T.U.F., tale autorizzazione è tempestivamente comunicata al mercato. Pare, dunque, non essere pretermesso il diritto degli azionisti di decidere nel merito dell'offerta. Si ritiene necessario, però, che in tal caso 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 (65).

4.1. (Segue): Alcuni problemi in sede di applicazione della disciplina e di valutazione del regime dell'offerente

La formula dell'art. 104 *ter* T.U.F. comporta la necessità di prendere in esame alcune delle principali difficoltà che potranno sorgere tanto in occasione di applicazione della disciplina quanto in sede di valutazione del regime dell'offerente.

In luogo della scelta di rimettere ai soli azionisti di maggioranza per il tramite degli amministratori la valutazione sulla reciprocità, il legislatore attribuisce alla Consob un ruolo di mediazione nei casi di dubbia interpretazione delle clausole statutarie, dovendo essa valutare «l'equivalenza fra gli statuti» della società che lancia l'OPA e di quella che la subisce (66).

Su richiesta di una delle parti, la Commissione dispone di un periodo di venti giorni, che si vanno ad aggiungere ai venti previsti per approvare il progetto di OPA, al fine di compiere la suddetta valutazione ed emettere un provvedimento motivato e impugnabile secondo le regole generali (67).

Occorre premettere che, nella maggior parte dei casi, il regime dell'offerente scaturisce dalla combinazione di regole statutarie e legislative. Le società cui si applicano le norme antisalata sono tanto le società aventi sede in uno Stato membro che ha introdotto le suddette norme, quanto quelle residenti in uno Stato che non ha introdotto le regole anti-difese, ma che si sono avvalse, come consente la direttiva, della facoltà di *opt-in* statutario (68).

Si tenga presente, inoltre, che la clausola di reciprocità può essere invocata solo rispetto alla disposizione comunitaria che l'emittente adotta e che l'offerente non applica. Così, ad esempio, se entrambe le società applicano la *passivity rule*, ma solo l'emittente fa ricorso alla *breakthrough rule*, la clausola di reciprocità potrà essere invocata limitatamente a quest'ultima (69).

A ciò si aggiunga che la soluzione di rendere derogabile il regime delle azioni difensive accentua l'esistenza di eventuali disarmonie applicative tra gli statuti delle società italiane i cui titoli sono trattati sul mercato regolamentato interno (70). Del resto,

la reciprocità, seppur concepita per le scalate *cross-border*, può trovare applicazione anche tra società che appartengono allo stesso Stato membro (71).

Ad esempio, con la previsione obbligatoria della *breakthrough rule* nel nostro ordinamento (come accadeva nel regime previgente), non vi erano dubbi nel sostenere che tale regola fosse opponibile nei confronti di una società privatizzata, il cui statuto prevedesse - come generalmente si verifica - tetti

Note:

(65) È di questa opinione F.M. Mucciarelli, *L'attuazione della direttiva opa nell'ordinamento italiano*, cit., 469.

(66) Cfr. art. 104 *ter*, comma 3, T.U.F. È di tutta evidenza come il legislatore non abbia ritenuto opportuno fissare alcuni criteri-guida volti ad orientare il potere attribuito alla Consob di valutare l'equivalenza delle predette disposizioni. Critico sulla soluzione adottata è F. Cavazzuti, *E sull'OPA Zapatero dà il buon esempio*, disponibile sul sito www.lavoce.info, 10 settembre 2007, 1, che si domanda: «in cosa consista la dimostrazione della equivalenza tra le disposizioni (letterale, sostanziale, totale, parzialmente prevalente e così via?) non pare immediatamente fonte di certezza per i mercati finanziari: anche per effetto della libertà statutaria che la legge riconosce alle società». Inoltre - aggiunge l'A. - tale libertà è «fonte non solo di pillole avvelenate», ma è «anche alla base di contenziosi senza fine, soprattutto se si tiene a mente che le norme che non si applicherebbero sono per l'appunto quelle che vietano agli amministratori di attuare misure difensive senza l'autorizzazione assembleare ottenuta in pendenza di offerta».

(67) Cfr. art. 102, comma 3, T.U.F. In questo caso, viene dunque introdotta una particolare ipotesi di proroga sui normali tempi di approvazione dell'offerta.

(68) In Francia il legislatore ha scelto soluzioni che prevedono l'applicazione obbligatoria della *passivity rule* (art. 9 della direttiva), mentre non ha ritenuto di rendere obbligatoria la regola della neutralizzazione (art. 11 della direttiva). Tuttavia, la legge n. 2006-387 prevede un meccanismo di reciprocità in base al quale tali limitazioni sono applicate solo nei casi in cui la società titolare dell'offerta sia originaria di un Paese straniero, che applichi disposizioni equivalenti (*Code du Commerce* art. L233-33). In mancanza di tale reciprocità è sufficiente un'approvazione dell'assemblea generale precedente all'offerta, per mettere in atto operazioni difensive da parte degli amministratori della società «bersaglio» dell'OPA.

(69) Vale la pena ricordare che, nel disegno di legge del giugno 2006, con scelta discutibile, si era pensato di introdurre la reciprocità solo per la regola di neutralizzazione e non anche per quella di passività. La previsione conteneva, pertanto, una formula «limitata» di reciprocità, che avrebbe consentito alle società quotate italiane di sospendere la regola di neutralizzazione, ma non la *passivity rule*, quando anche la società attaccante, grazie a deroghe consentite dalla legge del Paese d'origine, non avesse applicato la medesima disposizione.

(70) In proposito v. Assonime, *COM n. 534 - del 2 ottobre 2002*, ove, nel commentare il testo della Proposta di direttiva del 2002, si suggerisce che tale disposizione possa «essere temperata attraverso un meccanismo di *call back* nel senso che l'assemblea degli azionisti possa di nuovo reclamare la decisione. Tali previsioni statutarie sarebbero ovviamente soggette ai requisiti di trasparenza dell'art. 10».

(71) Cfr. F.M. Mucciarelli, *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'OPA*, cit., 56, il quale specifica che tale fattispecie può aver luogo allorché lo Stato dove le due società hanno sede «si è avvalso della facoltà di non introdurre le norme anti-difesa e lo statuto della società bersaglio, ma non quello dell'offerente, prevede una clausola che «mima» le norme anti-difesa».

alla partecipazione azionaria, o di una banca popolare, ove il principio del voto capitario impedisce che il ricambio del controllo avvenga attraverso il meccanismo dell'OPA (72).

Vi sono poi altri due punti che emergono dalla lettura della norma e che meritano qualche riflessione. Il primo riguarda l'ipotesi in cui la legge richiede di accertare la reciprocità non solo con riferimento alla società che lancia l'offerta, ma anche, con evidente finalità antielusiva, con riferimento alla società controllante, come, d'altro canto, espressamente consentito dall'art. 12, par. 3, della direttiva (73). Nel caso infatti in cui risulti l'applicazione integrale da parte dell'offerente delle stesse disposizioni comunitarie applicate dall'emittente, la Consob dovrà verificare se la società o l'ente che controlla direttamente o indirettamente lo scalatore applichi o meno dette disposizioni, dovendosi ricostruire a tal fine anche la catena dei rapporti di controllo.

La seconda fattispecie concerne, invece, la disposizione con cui si prevede che, in caso di offerta promossa di concerto, affinché si possa invocare l'applicazione della regola di reciprocità è condizione «sufficiente che a tali disposizioni non sia soggetto anche uno solo fra gli offerenti» (comma 1, ult. per.). Sebbene le ipotesi di concerto nel nostro ordinamento siano tassative (il concerto è presunto *iuris et de iure*), l'accertamento resta comunque un processo fondamentalmente indiziario, basato sulla ricerca di elementi che concordemente individuano l'azione congiunta, sarebbe a dire la volontà di perseguire una determinata strategia comune.

5. I nuovi obblighi di informazione sulle strutture di governo delle società quotate

Sempre al fine di garantire un'efficiente disciplina informativa dell'OPA e di rispondere alla preoccupazione di *disclosure* delle società che possono essere oggetto di un'offerta pubblica di acquisto, l'art. 10 della direttiva stila un elenco di informazioni in materia di trasparenza che le società stesse devono pubblicare nella relazione sulla gestione (74). Si tratta, nello specifico, di informazioni su strutture e disposizioni che potrebbero ostacolare l'assunzione e l'esercizio del controllo della società da parte di un offerente (75).

In tale contesto, spicca poi la previsione del terzo paragrafo dell'art. 10, ove si prevede che l'assemblea generale degli azionisti si pronunci almeno ogni due anni sugli aspetti strutturali ed i meccanismi di difesa della società.

Il nuovo art. 123 *bis* T.U.F. traspone l'art. 10 della

direttiva, introducendo, pertanto, anche nel nostro ordinamento la regola che impone alle società di inserire nello statuto l'elenco delle possibilità di difesa in caso di OPA ostile.

Il comma 2 del nuovo art. 123 *bis* prevede, inoltre, che le informazioni richieste dal comma 1 possano figurare in una relazione distinta pubblicata congiuntamente alla relazione sulla gestione, consentendo che, in alternativa, la relazione sulla gestione possa indicare la sezione del sito *web* dell'emittente ove tali informazioni si trovano pubblicate (76).

Potremmo definire questo approccio un «approccio della trasparenza», nel senso che esso prevede la divulgazione di informazioni, ma non l'eliminazione delle strutture di proprietà che fungono da barriere tecniche preventive.

In sostanza, tanto la direttiva quanto il Testo Unico della finanza si limitano a disporre che il mercato possa sapere *ex-ante* quali società sono o meno «scalabili».

Note:

(72) In tal senso v. ancora F.M. Mucciarelli, *Ma non è una rivoluzione*, cit., 1.

(73) Così Assonime, *Circolare del 6 luglio 2006*, cit., 5 ss. Sulle modalità di inserimento della regola di reciprocità nell'ordinamento italiano v. le perplessità manifestate da G. Ferrarini, *Via inglese per l'OPA*, in *Il Sole 24 Ore*, 3 dicembre 2005. Più in generale cfr. M. Becht, *Reciprocity in Takeovers*, in G. Ferrarini, K.J. Hopt, J. Winter e E. Wymeersch (a cura di), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford, 2004, 661 ss.; L. Enriques, *EC-Company law Directives and regulations: How trivial are they*, in *Un. Pen. J. Int. Ec. Law*, 2005, 80 ss.; F.M. Mucciarelli, *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'OPA*, cit., 838, il quale sottolinea come la filosofia sottostante alla disposizione comunitaria sia 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».

(74) Cfr. art. 10, par. 3, direttiva.

(75) In particolare, ex art. 10, par. 1, direttiva, le suddette società sono tenute a pubblicare, tra le altre, le informazioni relative alla struttura del capitale; a qualsiasi restrizione al trasferimento; alle partecipazioni importanti nel capitale; ai possessori di titoli conferenti diritti speciali di controllo; a qualsiasi restrizione al diritto di voto; agli accordi tra azionisti e noti alla società che comportino restrizioni al trasferimento dei titoli e/o diritti di voto; alle norme sulla nomina e sostituzione degli amministratori e sulla modifica dello statuto della società; ai poteri degli amministratori; agli accordi significativi di cui la società è parte e che acquistino efficacia, si estinguano o siano modificati in caso di cambiamento di controllo.

(76) Cfr. Assonime, *Circolare del 28 agosto 2007*, cit., 4. Sul perché di tale scelta nella Relazione al decreto di recepimento, 8, si specifica che «la direttiva 2006/46/CE (...) prevede, all'art. 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'art. 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».

6. Conclusioni

Il recepimento della direttiva sull'OPA aveva indubbiamente rappresentato un'occasione di riordino e di risistemazione della materia.

Nell'arco di un decennio, l'esperienza applicativa del T.U.F. ha offerto utili occasioni di approfondimento che hanno consentito di verificare in termini più concreti, in primo luogo, la validità delle scelte che all'epoca ispirarono il legislatore e, in secondo luogo, l'efficacia degli istituti cui si è fatto ricorso per tradurre sul piano normativo le finalità perseguite.

L'impianto generale sotteso alla disciplina delle misure difensive era ispirato ad un approccio pragmatico e flessibile.

Le scelte compiute con il D.Lgs. n. 229/2007 consentivano di non snaturare il *favor* verso il mutamento del controllo societario, e nello stesso tempo permettevano alla società oggetto dell'offerta di competere in parità di condizioni.

L'impostazione cui si informava la normativa in parola, attraverso la conferma della regola della passività e l'adozione di un regime obbligatorio anche con riferimento alla *breakthrough rule*, sembrava realizzare un equilibrio soddisfacente tra la garanzia dell'autonomia negoziale e l'esigenza di prevenire e reprimere distorsioni del mercato che avrebbero potuto ostacolare fortemente la contendibilità del controllo societario nel quadro dell'Unione europea.

La decisione di rendere inderogabile il regime delle azioni difensive per contrastare l'OPA, pur essendo pressoché isolata tra gli Stati membri che avevano recepito la direttiva, era infatti riequilibrata dalla facoltà della società «bersaglio» di disapplicare le regole difensive qualora il soggetto offerente, in base alla propria normativa interna, non fosse tenuto ad applicare regole equivalenti (la clausola di reciprocità). Per effetto delle modifiche introdotte con il D.L. n. 185/2008, a fronte dell'opportunità di elaborare un quadro normativo certo (sia per gli offerenti, che per tutti i detentori di azioni della società oggetto dell'offerta), il legislatore lascia all'autonomia statutaria la scelta circa il grado di contendibilità della società. Ciò significa rimettere la decisione nelle mani dei soci di controllo, rendendo le norme sui *takeovers* più soggettive e discrezionali (77).

Attraverso il ricorso all'*opt-out* dello Stato con facoltà di *opt-in* statutario per le società, si passa da un sistema in cui la *passivity rule* è norma imperativa (e derogabile solo in presenza di reciprocità) - un modello cioè in cui la disciplina del mercato del controllo societario ha come obiettivo primario quello della tutela degli azionisti esterni - ad un si-

stema in cui questa finalità diventa, per così dire, recessiva rispetto ad altre.

Indubbiamente, il ribaltamento d'impostazione operato dal legislatore sortisce 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 (78); con l'effetto, su uno scenario più ampio, di ridurre il numero complessivo di possibili acquisizioni.

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

Non si tratta di un aspetto formale: in un sistema di ampia libertà statutaria, l'individuazione del regime standard (la c.d. *default statutory provision*) si rivela determinante nell'indirizzare il sistema verso un maggiore o minore grado di contendibilità.

Inoltre, come da più parti sostenuto, l'adozione del regime opzionale comporta, nella concreta applicazione, notevoli difficoltà operative e interpretative, in una materia che richiede invece chiarezza delle norme e tempestività nell'azione da parte delle Autorità competenti (79).

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. Del resto, la stessa complessità del tema, inevitabilmente condizionato dall'evoluzione continua delle situazioni concretamente riscontrabili, rende del tutto irrealistica la pretesa di addivenire al momento a conclusioni che non siano aperte ad ulteriori sviluppi (80).

Note:

(77) Sul punto v. R. Pinza, *Audizione del Vice Ministro dell'Economia e delle finanze sull'attuazione della direttiva 2004/25/ce in materia di offerta pubblica di acquisto*, Senato della Repubblica, 6^a Commissione permanente (finanze e tesoro), XV Legislatura, 112^a seduta, martedì 31 luglio 2007, 12° res. sten., 8.

(78) In senso conforme 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 *passivity rule* e la *breakthrough rule*) alternativamente, o le due assieme».

(79) Sui rischi di questa scelta legati a fenomeni di arbitraggio normativo cfr. L. Scipione, *La direttiva europea in materia di Opa: profili generali e aspetti comparatistici*, cit., 190 ss.

(80) 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"».