

UNIVERSITA' DEGLI STUDI "ROMA TRE"
DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA
CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN GIURISPRUDENZA
(LMG/01)



TESI DI LAUREA

in

DIRITTO COMMERCIALE

"OPA OSTILE E TECNICHE DI DIFESA"

Relatore:

Chiar.mo Prof. Gianluca Bertolotti

Laureando:

Edoardo Pistone

Mat. 471022

Anno Accademico 2016 – 2017

FIL, 4;13

Alla mia *famiglia*,
alla mia "*famiglia*",
a *lei*...

Ἦ τὰν ἢ ἐπὶ τᾶς

INDICE

CAPITOLO I

OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO (OPA) E MERCATO DEL CONTROLLO SOCIETARIO:

NATURA, FUNZIONE E DISCIPLINA GENERALE

- 1.1 L'offerta pubblica di acquisto obbligatoria ed il "mercato" del controllo societario p. 6
- 1.2 Analisi del concetto di ostilità p.44
- 1.3 Il comunicato dell'emittente: tra "fondato giudizio" e *factual defense* p.47

CAPITOLO II

PROFILI COMPARATIVISTICI: IL MODELLO NORDAMERICANO

- 2.1 Il modello nordamericano, le *tender offers* e le *poison pills* p.65
- 2.2 I "*fiduciary duties*" e la loro applicazione nel contesto di *takeover* p.85
- 2.3 Dalla "*freedom*" alla "*passivity*": cause ed effetti di due opposti approcci p.101

CAPITOLO III

LE TECNICHE DI DIFESA

Parte Prima

- 3.1 Questioni di opportunità: la teoria disciplinare del mercato del controllo ed il “*contractuarian model*” p.118
- 3.2 (Segue) le critiche alla visione “ottimistica” dell’OPA ed il ripensamento del problema p.125

Parte Seconda

- 3.3 L’evoluzione della regolamentazione della *Breakthrough rule* e della *Passivity rule* nel modello italiano p.133
- 3.3.1 La passività assoluta e l’assenza di una specifica disciplina delle misure preventive nella l. 18 febbraio 1992, n.149 p.133
- 3.3.2 La disciplina del T.U.F.: il nuovo ruolo dei soci, l’individuazione di “atti ed operazioni che possono contrastare gli obiettivi dell’offerta” ed i limiti ai patti parasociali p.142
- 3.3.3 La direttiva 2004/25/CE, la disciplina italiana di attuazione e la misura “anticrisi” p.154
- 3.4 Le Difese preventive (*i.e.* le “barriere” e le “strategie difensive preventive”) p.172

3.4.1	La neutralizzazione: le limitazioni statutarie al trasferimento delle azioni	p.173
3.4.1.1	(Segue) le limitazioni al diritto di voto contenute nello statuto o in patti parasociali e la loro sorte in caso di successo dell'OPA ..	p.182
3.5	Le Difese successive (<i>i.e.</i> le “strategie difensive successive”).....	p.187
3.5.1	La <i>passivity rule</i> : il modello “legale” ed i modelli “convenzionali”.....	p.192
	Bibliografia	p.207

CAPITOLO I

OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO (OPA) OSTILE E MERCATO DEL CONTROLLO SOCIETARIO: NATURA, FUNZIONE E DISCIPLINA GENERALE

1.1. L'offerta pubblica di acquisto obbligatoria ed il "mercato" del controllo societario.

Nell'analisi del rapporto tra l'offerta pubblica di acquisto¹ (in seguito OPA) e la contendibilità delle imprese tale strumento viene a connotarsi, principalmente, quale tecnica volta all'acquisizione della partecipazione di controllo² in una società ad

¹Con l'ormai tradizionale sigla O.P.A. (offerta pubblica d'acquisto) si intende l'offerta, rivolta pubblicamente ai portatori di titoli di una società per azioni, di acquistare una quantità (determinata o meno) di tali titoli contro un corrispettivo (di solito superiore al valore di mercato) in denaro e/o in altri titoli, entro una data prestabilita" così G.NICCOLINI, *Offerta Pubblica di Acquisto*, in Enciclopedia del Diritto, XXIX, Giuffrè, Varese, 1979, p. 766 forniva un tentativo definitorio *ante-litteram* di tale concetto.

In seguito R.WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in Trattato delle società per azioni, (diretto da) G.E.COLOMBO e G.B.PORTALE, 10**, UTET, Torino, 1993, pp. 371 ss. ne ha fornito una lettura tale da connotarla quale strumento prettamente volto all'acquisto della partecipazione di controllo.

Oggi, l'odierna definizione del concetto di offerta pubblica di acquisto, contenuta nell' art.1, co.1, lett. v del Testo Unico della Finanza (Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58), viene individuata in : "ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 1, lettere b) e c)"; con riferimento al cosiddetto "Regolamento Emittenti" Consob (Delibera n. 11971 del 14 maggio 1999) il quale ha posto la soglia di offerta rilevante in almeno 150 soggetti, e per un valore complessivo di almeno 5 milioni di euro (art. 34-ter, co.1, lett. a) e c)) al fine di poter considerare una determinata offerta pubblica e, come tale, assoggettabile alla relativa disciplina speciale.

Per una più approfondita analisi della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto si veda *ex multis* R.LENER, *OPA (Offerta Pubblica di Acquisto)*, in Digesto delle Discipline Privatistiche, I Aggiornamento Sezione Commerciale, UTET, Torino, 2000, pp. 520 ss.

² Per quanto attiene al concetto di "trasferimento del controllo" si vedano P.L.DAVIES, K.HOPT, *Trasferimenti del controllo*, in AA.VV. *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, 2017, p.200 i quali, in questo contesto, lo definiscono come un'operazione che intercorre tra un soggetto acquirente e gli azionisti della *target*, in cui tale soggetto intende acquisire un numero di azioni sufficiente a garantirgli il potere di nomina degli amministratori; distinguendosi dalle altre

azionariato diffuso. Laddove infatti non tutte le OPA siano necessariamente finalizzate all'acquisto del controllo³, chi decide di porre in essere un'operazione a tal punto complessa e costosa lo fa, in linea di principio, mirando proprio a questo scopo⁴.

E ciò assume rilievo soprattutto nel caso in cui un acquirente agisca in un contesto di ostilità (per l'analisi di tale concetto si veda *infra* §1.2). Di norma, infatti, una scalata ostile prevede la presenza di un soggetto, l'offerente, che ritenendo la società gestita in maniera non ottimale, e riconoscendo in sé stesso (*i.e.* nel *board* composto da persone di sua fiducia che ha intenzione di sostituire a quello in carica) le capacità per gestirla in maniera più efficiente ed estrarne un maggior valore, tenta di acquisirne il controllo⁵.

Data la sua notevole capacità di influenzare ed incidere sugli operatori del "mercato"⁶ del controllo, lo strumento dell'OPA necessita di una sua propria regolamentazione,

tipologie di acquisizioni del controllo proprio per il fatto di avvenire in assenza di una decisione della società come apparato.

³ Si pensi ad esempio ad offerte effettuate da chi già detiene la partecipazione di controllo, ovvero ad offerte che, già sulla base di quanto delineato nel prospetto di offerta, si limitano all'acquisizione di partecipazioni che non possono conferire il controllo della società emittente.

⁴ Così M.STELLA RICHTER, *Fattispecie e disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Le offerte pubbliche di acquisto* (a cura di) M.STELLA RICHTER jr., Giappichelli, Torino, 2011, p.11

⁵ Ed è anche per questo che il ricambio del controllo viene solitamente visto come un fenomeno positivo. Va rilevata tuttavia l'esistenza di una serie di casi in cui un'acquisizione ostile può conoscere una deriva "patologica", nella quale il ricambio del controllo non è più guidato dalla volontà di gestire meglio la società ed ottenere, quindi, maggiori profitti e maggior lucro (per chi la gestisce, ed in generale per tutti gli azionisti e tutto il sistema economico), ma da motivazioni meramente egoistiche ed estremamente speculative che invece di produrre valore ne conducono alla distruzione.

Ne sono noti esempi le operazioni di "*leveraged buy out*" volte al mero "drenaggio" della liquidità della società bersaglio nelle casse dell'acquirente, le operazioni di "*break up*" (che comprendono lo smembramento e la successiva vendita delle varie componenti della società), ed infine le cosiddette "*empire building operations*" aventi come unico scopo quello di acquisire notorietà e potere nel mercato societario.

Per una interessante analisi, *ante* disciplina OPA, circa le "*Teorie sulle acquisizioni del controllo*" ed i loro effetti sulla gestione della società si vedano R. WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè, Milano, 1978, p.76 ss.

⁶ Rileva F.ANNUNZIATA, *Commento sub art.91*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n.58*, Commentario (diretto da) P.MARCHETTI e L.A. BIANCHI, Giuffrè, Milano, 1999, p.7 come sia proprio attraverso lo strumento del Testo Unico della Finanza che, per la prima volta, il legislatore nazionale sia giunto a configurare le negoziazioni per il controllo quali un vero e proprio "mercato". Si vedano inoltre *ex multis* R.WEIGMANN, *ibidem*, pp.71 ss.; M.STELLA RICHTER Jr., "*Trasferimento del controllo*" e *rapporti tra soci*, Giuffrè, Milano, 1996, *passim* e spec. pp.84 ss.; L.ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Il Mulino, Bologna, 2009, p.11 il quale definisce tale "mercato" come "il luogo ideale in cui si scambiano pacchetti azionari che consentono di esercitare un'influenza dominante su una società".

in grado di tutelare la molteplicità degli interessi ad essa sottesi; tra i quali possiamo individuare, in via principale, un'allocazione efficiente del mercato finanziario e una efficace tutela dell'azionariato cosiddetto "di minoranza" estraneo alla contesa per il potere, considerato, questo, da molti il vero obiettivo di tale meccanismo di offerta⁷.

È per questo che, solitamente, i legislatori nazionali prendono in considerazione l'offerta pubblica di acquisto sia in termini di "fattispecie", ossia come condizione di base per l'applicazione di una certa disciplina normativa, solitamente attinente a garantire che l'intero procedimento di offerta si svolga in piena informazione e correttezza verso il mercato⁸; sia quale momento della "disciplina", imponendo il ricorso ad una offerta pubblica ogni qualvolta ci si trovi di fronte ad un acquisto, od ad una intenzione di acquisto, del controllo⁹. L'adozione di una disciplina sul tema dell'offerta pubblica da parte di un qualsiasi ordinamento risulta così un indice piuttosto chiaro del fatto che la stabilità della proprietà, e gli interessi ad essa sottesi, siano considerati tra i valori degni di tutela¹⁰.

⁷ Si veda *infra* M.TOLA *sub* nota 9

⁸ Nella normativa italiana tali regole, attinenti al "regime volontario" dell'offerta, sono contenute nel decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, anche detto Testo Unico della Finanza (in seguito TUF), alla Sezione I del Capo II del Titolo II della parte attinente alla disciplina sugli emittenti, agli artt. 101-bis e ss.

⁹ Ancora in M. STELLA RICHTER, *op. cit.*, p.12; Rileva inoltre M.TOLA, *La Direttiva europea in materia di opa: prime riflessioni*, in Banca, borsa, tit. cred., 2005, I, p.495 come sia "ormai definitivamente certo che l'offerta pubblica d'acquisto costituisca] l'unico meccanismo idoneo a proteggere adeguatamente gli azionisti di minoranza dagli effetti conseguenti al mutamento del controllo societario. Per cui la legislazione nazionale, che eventualmente prevedesse dei meccanismi alternativi di protezione, sarebbe inevitabilmente destinata a porsi al di sotto del livello minimo di tutela su cui deve basarsi l'azione comune".

¹⁰Così in G. BERTOLOTTI, *La difesa italiana de la OPA hostile*, in *Revista de Mercado de Valores*, 2009, n°5, p.239; il quale svolge la sua argomentazione con riguardo alla regolamentazione del mercato del controllo italiano. Ed inoltre, nell'affermare come non risultino ordinamenti nei quali la stabilità della proprietà non sia considerata, quantomeno in forma ridotta, un valore da tutelare, invita, piuttosto, a rivolgere l'analisi a verificare "in quale misura" un ordinamento antepone la stabilità della proprietà alla tutela della disputa del controllo societario. *Cfr* A.GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse per la società – Le offerte pubbliche in Italia ed in USA*, Giuffrè, Milano, 2007, pp. 63-64 il quale, non ritenendo appropriato sondare circa le ragioni che spingono un ordinamento ad adottare, o meno, il requisito dell'obbligatorietà, cerca invece di analizzare e comprendere quali interessi si vogliono con esso tutelare. Arrivando alla conclusione che l'introduzione di una regola di obbligatorietà dimostri come un ordinamento consideri l'OPA sicuramente in termini positivi, concependolo come l'unica forma di tutela degli azionisti esterni al trasferimento del controllo.

In tal senso l'ordinamento italiano, che già a partire dalla legge 149, del 18 febbraio 1992, legge con la quale per la prima volta l'Italia si è fornita di una disciplina specifica per le offerte pubbliche di acquisto, ha introdotto la regola dell'obbligatorietà come strumento di regolamentazione dei trasferimenti del controllo.

L'art. 10, co.1 di tale norma imponeva, a chiunque intendesse acquisire, direttamente o indirettamente, per il tramite di interposta persona o di società fiduciaria ovvero attraverso una partecipazione a sindacati di voto, "il controllo di una società quotata in borsa o ammessa alle negoziazioni nel mercato ristretto", di promuovere un'offerta pubblica di acquisto relativamente alle azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria della società (nonché, ove emessi, ai titoli convertibili in azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria della stessa società o rappresentanti del diritto di sottoscrivere o acquistare le medesime azioni)¹¹ per, almeno, un ammontare di titoli che "consentisse complessivamente di acquisire il controllo della società"; fermo restando un quantitativo minimo idoneo a consentire "l'acquisizione di una partecipazione minima del 10 per cento¹² del capitale sociale o del prestito obbligazionario della società i cui titoli sono oggetto dell'offerta, qualunque sia il numero di titoli dei quali l'offerente abbia già la proprietà, il possesso, l'usufrutto o il pegno¹³".

L'obbligo di ricorrere all'OPA veniva quindi posto in via preventiva, nel caso in cui un soggetto avesse avuto "intenzione" di acquisire il controllo (di diritto o di fatto) ovvero la quota di maggioranza relativa, per come individuata dalla Consob, di una società quotata¹⁴.

¹¹ Art. 10 co. 1,2 e 3 l. 149/1992

¹² Si vedano M.CUSMAI, R. D'AMBROSIO, *Riflessioni sull'istituto dell'OPA obbligatoria*, in Rivista del dir. comm. e del dir. generale delle obbligazioni, 1995, p.433 i quali sottolineano come la fissazione del limite al 10% fosse motivata dalla necessità di evitare che l'obbligo di OPA preventiva si traducesse, stante la distribuzione della proprietà azionaria, in un vantaggio soltanto per pochi azionisti minoritari. Gli stessi AA. rilevano però come quel limite percentuale riguardasse solo l'oggetto dell'acquisto, non incidendo invece sulla "sussistenza dell'obbligo di OPA".

¹³ Art. 18 co.1, l.149/1992

¹⁴ Per una più approfondita analisi dell'OPA obbligatoria durante la vigenza della l.149/1992 si vedano *ex multis* L.G.PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in Quaderni di giur. Comm. 194, Giuffrè, Milano, 1999, pp. 179-184; G. FALCONE, G.ROTONDO, L.SCIPIONE, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in Il diritto privato oggi (a cura di) P.CENDON, Giuffrè, Milano, 2001, pp.28 e ss. I quali sottolineano come la scelta di porre l'obbligo di OPA in via preventiva si ponesse in difformità con le indicazioni fornite dalle allora più recenti normative europee (Proposta di XIII Direttiva CEE), a

La lettera dell'articolo aveva sollevato varie critiche in dottrina¹⁵, in particolare per l'incertezza del momento in cui scattava l'obbligo di acquisto. I dubbi nascevano proprio dalla non chiara definizione del concetto di controllo (di diritto e di fatto), ampio e dai labili confini, e della collegata nozione di influenza dominante¹⁶. A seguito della scelta, compiuta dal nostro legislatore, di rimettersi all'individuazione caso per caso della soglia di controllo e di maggioranza relativa, e di non fissare un ammontare predeterminato, spettava infatti alla Consob la pronuncia definitiva circa l'esistenza in concreto dell'obbligo¹⁷. Un potere, però, che quest'ultima esercitava in maniera non sempre coerente, con la conseguenza che tale assenza di certezza, sommandosi all'oscurità del dettato normativo, conduceva ad una scarsa effettiva applicazione della disciplina obbligatoria¹⁸.

Con il Testo Unico della Finanza, il decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998, la disciplina dell'offerta pubblica di acquisto è stata completamente ridisegnata, attraverso

favore della fissazione di una soglia di partecipazione rilevante individuata tramite riferimenti numerici predeterminati in percentuale; tendenza a cui anche il legislatore italiano si adeguerà con il TUF.

¹⁵ Le principali critiche nascevano anche dal fatto che le definizioni di "controllo" e di "influenza dominante" data dal legislatore ai fini OPA era diversa da quella codicistica di cui all'art. 2359 c.c., creando così una situazione di incongruenza.

In particolare, per la mancata ricomprensione del controllo indiretto attraverso società controllate, sia per la previsione dell'influenza dominante attraverso partecipazione a sindacati di blocco. Così in P. MONTALENTI, *Le offerte pubbliche di acquisto. Le fattispecie obbligatorie*, Giuffrè, Milano, 1995, p.12. Cfr. L.G.PICONE, *op. cit.*, p.182; P.MARCHETTI, *Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*, in Riv. soc., 1992, p.1 ss. ; P.MONTALENTI, *La legge italiana sulle offerte pubbliche di acquisto: prime riflessioni*, in Giur. Comm., 1992, I, p.830 ss.

Rileva inoltre G.FERRI, *Manuale di Diritto Commerciale*, UTET, Milano, 2016, p. 443 come il "fulcro operativo della disciplina" in analisi risieda proprio nel modo in cui vengono precisati i concetti di controllo e di acquisto del controllo " da cui dipende la sua concreta applicabilità"; in particolare oggi l'art. 93 TUF, nel definire le "società controllate", richiama direttamente l'art. 2359, co.1, n° 1 e 2 c.c. e vi aggiunge le sia ipotesi di imprese nelle quali in virtù di clausola statutaria o contratto si ha diritto di esercitare un'influenza dominante, sia quelle " su cui un socio, in base ad accordi con altri soci, dispone da solo di voti sufficienti a esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria".

¹⁶ Per un'analisi di tale elemento si veda CONSOB, *Comunicazione 24 luglio 1992, n° 92005380*

¹⁷ La Consob aveva, pertanto, individuato e reso pubblico l'ammontare delle partecipazioni rilevanti per la configurazione dell'obbligo di OPA, indicando al contempo i criteri a tal fine seguiti in sede di esame dell'azionariato delle società quotate. In Consob, *Comunicazione n° SOC/RM/92005380 del 24 luglio 1992* successivamente abrogata dalla Delibera n. 11520 del 1° luglio 1998.

¹⁸ Così G. BERTOLOTTI, *op. cit.*, p.241 il quale, inoltre, evidenzia come questa condizione, che aveva causato una generale tendenza ad escludere l'obbligo di lanciare l'OPA, contribuiva, seppur come conseguenza non voluta dal legislatore, ad incentivare le scalate e la disputa per il controllo.

l'abrogazione dell'intera disciplina previgente con finalità di semplificazione¹⁹ e chiarificazione delle ambiguità derivanti da quest'ultima.

Alcune delle principali modifiche apportate alla disciplina dalla Sezione II del TUF, agli articoli 105²⁰ e seguenti, possono essere individuate nella fissazione di presupposti di base, quali: la definizione di una soglia di partecipazione rilevante ai fini dell'acquisizione del controllo, l'individuazione del lancio di un'OPA totalitaria come oggetto dell'obbligo e, infine, la determinazione dell'ammontare da offrire agli azionisti in pendenza dell'offerta obbligatoria.

Quanto alla qualificazione del concetto di "partecipazione rilevante" ai fini del lancio dell'OPA obbligatoria, l'art.105 TUF stabilisce che per partecipazione si intende "una quota, detenuta anche indirettamente per il tramite di fiduciari o per interposta persona, dei titoli emessi da una società" italiana con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani "che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza". Una nozione tuttavia suscettibile di adattamenti in quanto ai commi 3 e seguenti del sopradetto articolo 105 TUF si conferisce alla Consob il potere di includere nella partecipazione, con regolamento, "categorie di titoli che attribuiscono diritti di voto su uno o più argomenti diversi" tenuto conto della "natura e del tipo di influenza sulla gestione della società che può avere il loro esercizio anche congiunto"; altresì, l'Autorità di Vigilanza può determinare i criteri di calcolo della partecipazione nelle ipotesi in cui i titoli "risultino privati, per effetto di disposizioni legislative o regolamentari, del diritto di voto ovvero nelle ipotesi in cui lo statuto preveda la

¹⁹ Si veda *ex multis* L. DI BRINA, *Commento sub art.105*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, (a cura di) G.ALPA e F.CAPRIGLIONE, CEDAM, Padova, 1998, p. 976 il quale nota come la semplificazione nell'individuazione dell'oggetto di applicazione dell' art.105 TUF "sembra caratterizzata dall'intento di delineare in maniera più specifica e definita le ipotesi nelle quali ricorre l'obbligo di offerta pubblica. La nuova disciplina sembra mirare, attraverso la fissazione di presupposti oggettivi (soglie di partecipazione predefinite, cui sono connessi sia l'obbligo di offerta che l'esenzione da tale obbligo), a garantire l'effettiva applicazione dello strumento dell'OPA obbligatoria".

²⁰ Per una approfondita analisi della evoluzione normativa dell'art. 105 TUF si veda *ex multis* F.M.MUCCIARELLI, *Commento all'art.105 TUF*, in AA.VV., *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, (a cura di) G. FAUCEGLIA, Giappichelli, Torino, 2010, pp. 124-134.

maggiorazione del diritto di voto” ed “i casi e le modalità con cui gli strumenti finanziari derivati detenuti sono computati nella partecipazione”²¹.

In via preliminare, rileva osservare come nella norma in esame si faccia riferimento alla partecipazione in termini di “detenzione”, pertanto quest’ultima sarà configurabile non solo quando l’offerente sia titolare e legittimato rispetto a tutti i titoli che la compongono, ma anche quando egli sia solo legittimato all’esercizio dei diritti relativi, ed in particolare all’esercizio di voto sulle materie previste dal comma 2, dell’art.105 TUF²². Nel computo della partecipazione si tiene conto anche dei titoli detenuti indirettamente “per il tramite di fiduciari e per interposta persona”²³.

²¹ La determinazione della soglia rilevante viene così ad essere influenzata dalla nuova disciplina dettata dalla Consob, all’art.44-ter del Regolamento Emittenti, sul computo degli strumenti finanziari derivati ai fini del calcolo delle soglie previste dai commi 1 e 3 dell’art.106 TUF. Parimenti ai fini di tale determinazione non si tiene conto delle azioni proprie detenute dall’emittente (art.44-bis Regolamento Emittenti), mentre nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l’emissione di azioni a voto plurimo, la partecipazione rilevante è calcolata tenendo conto del numero dei diritti di voto, esercitabili nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza, in rapporto al numero complessivo dei diritti di voto comunicati all’emittente ai sensi dell’art.85-bis del Regolamento Emittenti.

Rileva a tal proposito F.ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2014, p.362 come la norma assegni all’Autorità di Vigilanza “il potere di conformare la portata della disciplina dell’OPA in funzione delle diverse caratteristiche che azioni e strumenti finanziari possono assumere nel nuovo sistema”, con un tratto unificante rappresentato dall’influenza che la titolarità degli strumenti può comportare sulla gestione della società”. conclude poi l’A. nel senso che l’esercizio di tale potere da parte della Consob “rappresenti una facoltà e non un obbligo, con l’eccezione del caso dei derivati, in merito ai quali la norma è formulata in termini perentori (art.105, comma 3 TUF)”. In tal senso, la Commissione ha ritenuto di includere nel computo delle soglie anche strumenti finanziari derivati *cash-settled*, tali da conferire una posizione lunga sui titoli indicati nell’art.105, comma 2 TUF. Si veda in merito *ex multis* G.SANDRELLI, *La nuova disciplina degli “strumenti finanziari derivati” nelle offerte pubbliche di acquisto*, in Riv. soc., 2012, pp.130ss.

²² Nel computo della partecipazione andranno pertanto inclusi anche i titoli oggetto di pegno o di usufrutto, quando l’offerente sia creditore pignoratizio o usufruttuario con diritto di voto sugli argomenti rilevanti (art.2352 c.c.).

²³ Rientrano tra le ipotesi di superamento “indiretto” anche i casi in cui venga acquisito il controllo di una società che, a sua volta, detiene una partecipazione superiore alla soglia rilevante di una società quotata. In tale eventualità, tuttavia, si pone l’esigenza di evitare che l’acquisto del controllo determini l’avvio di cosiddette “offerte pubbliche d’acquisto a cascata”: una sulla società di cui è stato acquistato il controllo, ed una sulla società da quest’ultima partecipata in misura superiore alla soglia che rileva per l’OPA, e così continuando. A tal fine, l’art. 106, comma 3, TUF affida alla Consob il potere di determinare le condizioni alle quali scatta l’obbligo di promuovere l’offerta: l’art.45 del Regolamento Emittenti Consob adotta in merito un criterio valutativo della “prevalenza” nel patrimonio della società acquisita della partecipazione quotata superiore alla soglia rilevante. Letteralmente in tal senso F.ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2017, p.407

Passando poi al “nucleo centrale” della disciplina, questo, in base al dettato del comma 2, dell’art.105 TUF, è rappresentato dai “titoli [...] che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza”: un riferimento chiaramente rivolto a dare risalto al potere di nomina dei gestori quale indice della posizione di “rilievo” assunta dal socio, nella prospettiva dell’esercizio del controllo²⁴.

L’importanza che il diritto di voto su temi rilevanti ha assunto nella disciplina del mercato del controllo appare particolarmente evidente se si considera che, laddove prima del D. lgs. 229/2007 la disposizione in analisi si riferiva al “capitale rappresentato da azioni”, oggi è solo un’eventualità che la partecipazione esprima una frazione del capitale sociale; ed inoltre, anche quando consistesse in azioni, la partecipazione sarebbe rilevante solo in quanto consti di azioni dotate del diritto di voto su specifici argomenti. La nozione di partecipazione è così svincolata da qualsiasi riferimento ad una specifica categoria di azioni, essendo rilevanti in generale tutte le azioni che comunque attribuiscono il voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina e revoca degli amministratori, o del consiglio di sorveglianza: deliberazioni, tutte, che considerate rilevanti nella già richiamata prospettiva dell’“influenza” che un socio è in grado di esercitare sulla società partecipata²⁵.

Da ultimo, la centralità della circostanza che i titoli che compongono la partecipazione azionaria permettano l’esercizio di voto su specifici argomenti spiega anche la previsione del comma 3, dell’art. 105 TUF che, da un lato, attribuisce alla Consob il potere di includere, in via regolamentare, nell’ambito della partecipazione anche i titoli dotati del diritto di voto su “argomenti diversi”, e dall’altro le rimette il compito di stabilire i criteri di calcolo della partecipazione nei casi in cui i titoli “risultino privati, per effetto di disposizioni legislative o regolamentari, del diritto di voto ovvero nelle

Si vedano inoltre *ex multis* L.ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Il Mulino, Bologna, 2009, p.64; R.COSTI, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2016, p.88 il quale però espressamente esclude che tale titoli possano essere detenuti a tal fine da società controllate.

²⁴ Così F.ANNUNZIATA, G.LIACE, *Commento sub art.106 TUF*, in AA.VV., *Commentario all’offerta pubblica di acquisto*, (a cura di) G. FAUCEGLIA, Giappichelli, Torino, 2010, p.141

²⁵ Letteralmente F.ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2017, p.405

ipotesi in cui lo statuto preveda la maggiorazione del diritto di voto”. In tal senso, l’elemento tale da assegnare rilevanza, ai fini della nozione di partecipazione rilevante, a categorie di strumenti diversi da quelli previsti dall’art.105 TUF è proprio il riferimento alla possibilità di “influire sulla gestione della società”; espressione da intendersi riferita non solo all’esercizio dell’attività di impresa, e quindi alle materie gestorie pure, ma anche a tematiche di organizzazione della struttura societaria, su cui i titoli abbiano il diritto di voto. Tuttavia, l’identificazione del “grado” di influenza sulla gestione, da parte del socio, deve avvenire sulla base di quanto l’ordinamento ora consente di attribuire alla competenza assembleare, fermo cioè il principio della riserva di gestione a favore dell’organo amministrativo (art.2380-*bis*, comma 1 c.c.)²⁶.

Per quanto attiene invece alla soglia di rilevanza dell’offerta obbligatoria, il TUF, attraverso la precisa individuazione di quest’ultima, consolida una disciplina dotata di maggior certezza, abbandonando ogni esplicito riferimento all’ambiguo concetto di

²⁶ Argomento espresso da F.ANNUNZIATA, *op. ult. cit.*, p.363 secondo il quale in tale prospettiva “le ipotesi che parrebbero assumere rilievo potrebbero riguardare, innanzitutto, strumenti che abbiano il diritto di voto nelle deliberazioni assembleari previste per l’autorizzazione al compimento di atti di gestione da parte degli amministratori (*cf.* art.2364 c.c.). [...] ulteriori casi rilevanti potrebbero essere rappresentati da strumenti che abbiano diritto di voto in relazione ad operazioni che, per la loro struttura, o per il loro impatto possono avere un’influenza decisiva sulla gestione: si pensi tipicamente ad operazioni di fusione, o scissione. Potrebbero altresì assumere rilevanza le decisioni previste dall’art.2361, comma 2 c.c. in base alle quali l’assemblea autorizzi l’acquisto di partecipazioni che comportino l’assunzione di responsabilità limitata [...] deliberazioni con le quali l’assemblea a ciò eventualmente deputata dallo statuto deliberi l’istituzione di patrimoni separati ai sensi degli artt.2447-*bis* ss. c.c.”. Ma si vedano anche in merito A.GUACCERO, N.CIOCCA, *ibidem*, pp.1385 ss.

Da ultimo si è recentemente espressa sulla odierna correlazione tra maggiorazione del diritto di voto ed obbligo di lanciare un’offerta pubblica C.MOSCA, *La maggiorazione del voto, il presupposto dell’obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie OPA*, in Nuove Leggi Civ. Comm., 2015, pp.864 ss. e spec. pp. 883-884 secondo la quale: “La revisione del regolamento emittenti, imposta dall’introduzione dell’istituto della maggiorazione del diritto di voto nel testo unico della finanza, si è spinta fino ad operare una vera e propria riforma del presupposto dell’obbligo di offerta pubblica di acquisto [...]” concludendo la sua analisi nel senso che tale disciplina “destinata alle società che adotteranno il voto maggiorato, svaluta il momento dell’acquisto (corsivo suo) della partecipazione quale presupposto dell’obbligo di opa, sostituendolo con la disponibilità dei diritti di voto oltre soglia. In questo contesto, l’offerta pubblica di acquisto rappresenta, in modo ancora più evidente, una reazione di fronte all’acquisizione (corsivo suo) di una posizione di controllo nell’emittente, anche se, in assenza di un negozio di trasferimento della partecipazione, l’operazione non solleva il problema della ripartizione del premio di controllo”.

“controllo societario²⁷”. L’art. 106, co.1, infatti, recita: “[c]hiunque, a seguito di acquisti²⁸ ovvero di maggiorazione dei diritti di voto²⁹, venga a detenere una

²⁷ Una necessità avvertita dalla maggioranza della dottrina sotto la previgente disciplina. In tal senso si veda *ex multis* E.BERLANDA, *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in Riv. soc., II, 1995, p. 888 il quale criticava il precedente meccanismo di individuazione dell’obbligo di OPA in quanto richiedeva “un’opera continua di aggiornamento e monitoraggio delle soglie rilevanti, che, oltre a comportare un costante adeguamento alle modalità variegate che il controllo societario tende ad assumere, difficilmente individuabili a priori, comporta conseguenze negative anche per gli operatori e per il mercato [...] per la difficoltà di operare sui titoli di una determinata società in mancanza di una univoca soglia di riferimento al cui superamento è connesso l’obbligo di opa”.

²⁸ Va qui rilevato come a seguito delle modifiche introdotte dal D.lgs. n.229/2007, il comma 1 dell’art.106 TUF non prevede più che gli acquisti che determinano il sorgere dell’obbligo dell’OPA debbano essere effettuati “a titolo oneroso”. Tuttavia, lo stesso Decreto, nell’eliminare tale qualificazione dell’acquisto, ha introdotto un’esenzione specifica dall’obbligo di OPA (art.106, comma 5, lett. f) TUF) avente effetti automatici ed operante per gli acquisti a titolo gratuito demandando alla regolamentazione della Consob l’applicazione di tale esenzione. A tal proposito l’art.49, comma 1, lett.h) del Regolamento Emittenti, per come modificato da CONSOB, *Delibera n.17731*, 5 aprile 2011, ha individuato il campo di applicazione di tale esenzione riferendolo agli acquisti conseguenti a “successioni od atti tra vivi a titolo gratuito”. Sotto un profilo strettamente tecnico l’intervento del legislatore ha sancito in linea di principio l’irrelevanza, ai fini del sorgere dell’obbligo in analisi, della natura onerosa ovvero gratuita dell’acquisto, senza però ridurre l’ambito oggettivo di applicazione della normativa in quanto, in ogni caso, ci si deve trovare di fronte ad un acquisto. In tal senso F.FAUCEGLIA, *Commento sub art. 106 TUF*, in AA.VV., *Il Testo Unico della Finanza*, Tomo II, UTET, Torino, 2012, pp. 1395 ss. il quale rileva come “[d]a ciò discende che non potrebbero far scattare l’obbligo posizioni che non siano ottenute a seguito di acquisti, come, ad esempio, i casi di recesso di alcuni soci ovvero annullamento delle azioni”.

²⁹ Articolo recentemente modificato dall’art. 20 del D.L. n. 91 del 24.6.2014, convertito con modificazioni dalla L. n. 116 dell’11.8.2014.

Per ciò che attiene alle modifiche apportate a tale norma con il “Decreto Competitività” del 2014, queste si sono sviluppate su un duplice piano, da un lato, attraverso l’integrazione della fattispecie rilevante per l’obbligo al fine di includere la “maggiorazione del diritto di voto” tra le modalità di acquisizione del controllo, equiparandola così a quella che si può realizzare mediante l’acquisto di titoli; dall’altro lato, rendendo palese come, nello schema dell’odierna disciplina, la maggiorazione del diritto di voto sia l’elemento dominante ai fini della sottoposizione all’obbligo. A prescindere dallo strumento giuridico utilizzato per l’acquisizione del controllo (ossia, acquisto di partecipazioni e/o maggiorazione del voto) e della sua eventuale onerosità, infatti, l’obbligo di OPA verrà oggi a determinarsi a seguito del superamento di una quota di diritti di voto superiore al 30%.

Per un’analisi “dall’interno” di tale nuova regolamentazione si veda la posizione della Consob sui criteri di calcolo della partecipazione rilevante ai sensi dell’art. 106, co.1 TUF in *Documento di Consultazione Emittenti, Proposte di modifica al regolamento emittenti in materia di voto plurimo, 5 novembre 2014, p.15*. nel documento la stessa Consob rileva come, nel caso di maggiorazione statutaria dei diritti di voto: “L’imposizione di un obbligo di OPA correlato alla detenzione di azioni con diritto di voto in misura superiore al 30% del totale del capitale sociale - anche qualora tale partecipazione, rapportata al numero complessivo dei diritti di voto, rappresenti una percentuale inferiore - potrebbe comportare effetti disincentivanti alla partecipazione al capitale delle medesime società”; ed a tal fine fornisce questo esempio: “Tizio per effetto di acquisti detiene il 31% rapportato al numero complessivo delle azioni ordinarie con diritto di voto emesse dalla società (il capitale sociale), mentre dispone del 29% dei diritti di voto, a causa del voto maggiorato di Caio. Tizio è obbligato a lanciare l’OPA”.

partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento³⁰, ovvero a disporre di diritti di voto³¹ in misura superiore al trenta per cento dei medesimi, promuove un'offerta pubblica di acquisto [...]”. È quindi proprio attraverso una definizione in termini percentuali del limite da superare per essere sottoposti all'obbligo che l'odierna normativa elimina quelle zone grigie formatesi durante la vigenza della disciplina precedente, anche a causa dell'altalenante potere di individuazione della “partecipazione di controllo” previamente assunto, caso per caso, dalla Consob.

Una scelta volta ad ottenere una maggiore effettività nell'applicazione dell'istituto; il quale, ormai scevro da possibili elementi di opinabilità, assume una posizione di più sicura garanzia per gli interessi posti a suo fondamento.

Ciò che si viene in questo modo a configurare è un meccanismo basato sulla *fiction iuris* che con il superamento della suddetta soglia un'acquirente possa ottenere il controllo di fatto della società; una sorta di “presunzione” di controllo, che soggiace alla “prova contraria”, da fornire con i limiti ed alle condizioni fissate dalla Consob all'art.49 del Regolamento Emittenti, dell'esistenza delle circostanze idonee a poter permettere all'offerente di godere delle esenzioni previste dal co. 5, dell'art.106 TUF³². Tale

³⁰ Va però rilevato come a seguito dell'introduzione del comma 1-*bis* nell'art. 106 TUF, comma inserito dall'art. 20 del D.L. n. 91 del 24.6.2014, per come modificato dalla legge di conversione n. 116 dell'11.8.2014, nelle società diverse dalle PMI l'offerta è promossa anche da chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del venticinque per cento in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata; mentre alle PMI è riservata la facoltà di fissare statutariamente una soglia compresa tra il venticinque ed il quaranta per cento.

³¹ In base all'art. 105, co.2 TUF il centro di interesse della disciplina è rappresentato da “titoli [...] che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza”; posto che in base all'art. 101-*bis* TUF per “titoli” si intendono “gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria”, e quindi sia da azioni sia da strumenti finanziari dotati di diritto di voto nelle deliberazioni sopradette. Il riferimento alla nomina degli amministratori e del consiglio di sorveglianza è così rivolto a dare risalto alla “nomina di coloro che gestiscono la società, quale indice della posizione di rilievo assunta dal socio, nella prospettiva dell'esercizio del controllo”.

Si vedano in merito F.ANNUNZIATA, G.LIACE, *Commento sub art.106 TUF*, in AA.VV., *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, (a cura di) G. FAUCEGLIA, Giappichelli, Torino, 2010, p.140.

³² Così G. FALCONE, G.ROTONDO, L.SCIPIONE, *op. cit.*, p.149; *Cfr.* M.TOLA, *Opa e tutela delle minoranze*, Jovene Editore, Napoli, 2008, p.155 la quale individua nella fissazione della soglia al 30% una semplice valutazione di opportunità, di per sé non assicurando il reale controllo della società; cosa che accade solo a livello normativo-presuntivo (passibile di prova contraria, da cui i meccanismi di esenzione). In realtà, afferma l'A., il superamento di tale limite è inquadabile come

presunzione non sarà così operante, in particolare, se il superamento della soglia è realizzato in presenza di uno o più soci che detengono il controllo della società ovvero sia l'effetto del salvataggio di imprese in crisi, del trasferimento dei titoli fra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione, di operazioni di carattere temporaneo, di fusioni o di scissioni, di acquisti a titolo gratuito ovvero qualora avvenga per cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente. Oltre a questi casi, l'art.106, comma 6 TUF, prevede che la Consob possa con provvedimento motivato, disporre che il superamento della partecipazione del 30%, non comporti obbligo di lanciare l'OPA con riguardo a casi anche non espressamente previsti nel suddetto Regolamento Emittenti³³.

Sebbene questo genere di intervento sia stato accolto con favore dalla dottrina, alcune considerazioni critiche sono state invece sollevate per ciò che attiene all'ammontare percentuale prescelto come soglia per l'obbligo, fissata, ancora oggi³⁴, al 30%³⁵; da molti

una situazione che lascia presagire una modifica alla struttura partecipativa tale da rendere necessaria l'attivazione di meccanismi di tutela degli interessi direttamente coinvolti dal mutamento della proprietà.

Per la regolamentazione delle esenzioni dall'obbligo di lanciare l'offerta pubblica di acquisto totalitaria ai sensi dell'art.106 TUF si faccia riferimento all'art.49 del Regolamento Emittenti Consob.

³³ In tal senso *ex multis* F.CHIAPPETTA, , *Diritto del governo societario*, Wolters Kluwer, Milanofiori Assago, 2017, p.350. Ma a riguardo si vedano anche R.COSTI, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2016, pp.100 ss.; F.ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2014, p.365; *Id.*, G.LIACE, *Commento sub art.106 TUF*, in AA.VV., *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, (a cura di) G. FAUCEGLIA, Giappichelli, Torino, 2010, pp.148 ss.

³⁴ Nonostante le numerose critiche rivolte a tale scelta subito dopo la sua adozione, il legislatore nazionale ha inteso lasciare ferma la soglia di rilevanza anche in sede di recepimento della Direttiva 2004/25/CE, seppure l'art. 5, co.3 lasciasse agli ordinamenti un ampio margine di manovra per la ridefinizione della percentuale e delle modalità del relativo calcolo.

Solo di recente con l'art. 20 del D.L. n. 91 del 24.6.2014, per come modificato dalla legge di conversione n. 116 dell'11.8.2014, la disciplina è stata in parte modificata (ma non certo nella direzione auspicata). Grazie all'introduzione dei commi 1-bis e 1-ter all'art. 106 TUF, da un lato, si è provveduto ad introdurre una nuova soglia rilevante pari al 25% quando nella società emittente, diversa da una PMI, non vi siano partecipazioni superiori; e dall'altro si è offerta la possibilità alle PMI quotate di provvedere, con un certo margine di autonomia, esse stesse alla fissazione di tale soglia nel proprio statuto, con un margine di scelta dal 25 al 40%.

³⁵ Tra coloro che lo hanno ritenuto troppo esiguo per gli obiettivi fissati: *Indagine conoscitiva sull'evoluzione del mercato mobiliare italiano della Commissione finanze della Camera*, in Riv. soc., 1998, p.190 ss. in particolare si veda: *Audizione del Direttore generale del Ministero del Tesoro* pp.211-214; *Audizione del Presidente della Consob* p.224; *Audizione del Vice Direttore generale della Banca d'Italia* p.239; *Audizione del Direttore generale della Confindustria* p.243; *Audizione del Direttore generale dell'Assonime* p.248.

considerata infatti quale scelta frutto di un mero tentativo di imitazione degli ordinamenti maggiormente rappresentativi del nuovo modello adottato dal TUF³⁶.

La principale critica parte proprio dalla considerazione della peculiare natura del mercato azionario italiano, nel quale, a differenza dei modelli a cui il nostro legislatore si è ispirato, normalmente caratterizzati da azionariato diffuso, la partecipazione nelle società quotate è solitamente concentrata nelle mani di pochi grandi detentori³⁷. Una situazione, la nostra, che conosce uno scarso ricorso al capitale azionario diffuso e

In dottrina su tale argomento *ex multis* F.CARBONETTI, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in Riv. soc., 1998, pp. 1352 ss.; M.PAGANO, F.PANUNZI, L.ZINGALES, *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in Riv. soc., 1998, pp. 159 e *sub* nota 6 i quali riportano le numerose voci levatesi a favore dell'innalzamento del limite del 30% in sede di approvazione del TUF: Confindustria si era espressa per un suo generico innalzamento; Assonime e, in accordo, la dottrina economica ne avevano richiesto l'innalzamento fino al 40% (misura atta a consentire anche a minoranze organizzate di poter attuare una scalata per sostituire un *management* inefficiente senza dover lanciare un'OPA totalitaria); l'ABI ne aveva proposto la fissazione ad 1/3 delle azioni con diritto di voto.

Contra invece R.COSTI, *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in Dir. Comm. Int., 1998, pp.70 e 75 il quale rileva come in sede di adozione della disciplina sia "stata giustamente respinta l'opinione di chi tendeva ad elevare il limite delle partecipazioni rilevanti, allo scopo di consentire ai potenziali scalatori di acquisire partecipazioni consistenti, ma inferiori a particolari soglie, senza venire allo scoperto".

³⁶ Così L.G.PICONE, *op. cit.*, p.191. che rimarca come non ci sia nessuna ragione finanziaria o giuridica in virtù della quale la soglia che fa scattare l'obbligo di OPA totalitaria sia stata fissata al 30%, piuttosto che a percentuali superiori od inferiori.

Va, infatti, sottolineato come, ad esempio, in Francia l'obbligo di OPA totalitaria scatti all'acquisto di oltre 1/3 dei titoli o dei diritti di voto (art. 5.5.3 del *Reglément Général*), ed in Germania (§35 co.1 e §29 c.2 del *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*) ed Inghilterra (*rule 9.1 del City Code*), ordinamento *trend-setter* in questo settore, scatti proprio al 30% dei titoli con diritto di voto.

Subito dopo l'adozione del TUF, affermava M.DRAGHI, *Commento sub art. 107 TUF*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, (a cura di) G.ALPA e F.CAPRIGLIONE, CEDAM, Padova, 1998, p.998: "[r]agioni pragmatiche connesse al confronto concorrenziale con i paesi "finanziariamente" più vicini al nostro e al mantenimento di una certa continuità dei fini con l'ordinamento previgente, hanno quindi indotto a optare per la soluzione mediana rappresentata nel testo".

³⁷ Ad esempio nell'ultimo rapporto Consob sugli assetti proprietari delle società quotate in Italia (*Rapporto 2017 sulla corporate governance delle società quotate italiane – dicembre 2017*, p.3) si indica esplicitamente che "[l]e evidenze relative alle 230 società quotate sull'Mta a fine 2016 confermano la netta prevalenza di emittenti (circa 7 casi su 10) nel cui azionariato è presente un socio di riferimento (di maggioranza assoluta o relativa del capitale). Rimane stabile la quota media detenuta dal principale azionista (47% del capitale ordinario). Le famiglie continuano a controllare la maggior parte delle imprese (146 società, appartenenti principalmente al settore industriale, per una capitalizzazione pari al 33% del mercato), seguite da Stato ed enti locali (21 società, operanti per lo più nel settore dei servizi, per una capitalizzazione pari al 36% del mercato), mentre nel 18% dei casi, relativi prevalentemente al comparto finanziario, non è individuabile un controllante".

posizioni di controllo spesso ricoperte da soggetti legati da vincoli contrattuali o familiari³⁸. In questo contesto un potenziale acquirente potrebbe essere costretto a lanciare un'OPA totalitaria nonostante il superamento della soglia così stabilita non gli permetta comunque di acquisire il controllo della società, atteso che si tratterebbe di una soglia inferiore a quella che, nel nostro mercato, normalmente consente il controllo di società quotate³⁹.

La problematica che in questo modo viene evidenziata pone degli interrogativi circa la effettiva capacità di tale sistema di favorire la mobilità della proprietà delle imprese. Sembrerebbe infatti emergere una difficoltà nel tentativo di gestire il *trade-off*, che in questo mercato si viene a creare, tra la contendibilità del controllo e la tutela delle minoranze⁴⁰: se da un lato la semplificazione ottenuta con l'esatta fissazione di una soglia di rilevanza dovrebbe ottenere un effetto incentivante verso le acquisizioni,

³⁸In tal senso R.PARDOLESI, A.PORTOLANO, *All'ombra delle piramidi – Appunti su Opa, governo societario e concorrenza tra ordinamenti*, in Merc. Conc. Reg., 2001, p.68 i quali, rilevando come la crescita delle imprese italiane sia spesso affidata a strumenti peculiari quali il gruppo piramidale, ed essendo il controllo "saldamente nelle mani di un gruppo di comando", arrivano alla conclusione che nel nostro ordinamento le società siano "per definizione impermeabil[i] ai tentativi di scalata ostile"; in particolare si vedano pp.71 ss. per un'analisi più approfondita sui "limiti della proprietà concentrata" in Italia.

Seppur non condividendone appieno la visione si veda *contra* E.DESANA, *Opa e tecniche di difesa*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale n°250, Giuffrè, Milano, 2003, p.2 la quale vede con particolare favore l'istituto dell'OPA per come inserito nel nostro ordinamento (sembrerebbe addirittura auspicarne un abbassamento della soglia), affermando come questo strumento abbia introdotto, in una logica di maggior trasparenza del mercato, "nelle élites finanziarie elementi di competitività e, quindi, di razionalità concorrenziale, in parte allontanando dai salotti "buoni", ma chiusi dell'economia e della politica il campo di battaglia per il controllo delle grandi società".

³⁹ Si veda in tal senso P.MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, in Banca, borsa, tit. cred., 1999, p.153 il quale, se da una parte riconosce la forte semplificazione, anche operativa, alla quale si perviene grazie ad una stabile fissazione della soglia, dall'altra afferma che in questo modo "si introduce [...] un meccanismo che rischia di rendere assai variabile sia il tasso di contendibilità delle imprese sia il tasso di protezione degli azionisti minoritari in relazione alla diversità degli assetti proprietari. Là dove infatti la quota di controllo sia inferiore al 30%. È ipotizzabile un ricambio del controllo "fuori opa", con esclusione, dunque, degli azionisti di minoranza dalla "distribuzione" del premio di controllo. Là dove invece la quota di controllo sia superiore al 30%, gli azionisti di minoranza vedranno protetto il proprio interesse a partecipare al premio di controllo, ma, nel contempo, la sussistenza di un obbligo di offerta totalitaria disincentiva, quantomeno sotto il profilo finanziario, il ricambio del potere.

⁴⁰ Per una completa ed approfondita analisi circa il bilanciamento degli interessi coinvolti nella regolamentazione di tale settore si veda M.MARTINI, *The New Italian Law on Takeover Bids*, in Quaderni di Finanza Consob, 32, 1999, pp. 9-11. L'A., nel ripercorrere le numerose "*instrumental variables*" che il legislatore deve prendere in considerazione nella composizione della normativa, parte dal presupposto che "*it seems clear that optimal regulation does not exist and rules have to be decided on essentially empirical and institutional grounds*".

dall'altro, una soglia come quella prescritta, che impedisce ad un potenziale scalatore di accumulare gradualmente quote rilevanti del pacchetto di controllo, finisce per sortire l'effetto contrario, procurando un ostacolo al controllo societario ed un conseguente motivo di "ingessamento" del mercato⁴¹.

Va tuttavia evidenziato come, in realtà, le osservazioni critiche circa la eccessiva esiguità della percentuale fissata dal TUF hanno in passato trovato una certa smentita, dal momento in cui non sono mancati casi (anche di rilevante portata⁴²) di acquisizioni di partecipazioni azionarie di dominio per quantitativi di poco inferiori alla soglia rilevante del 30%, che come tali non sono stati sottoposti all'obbligo di OPA. In tali occasioni, seppur limitate, il trasferimento del controllo è comunque avvenuto, senza però permettere in alcuna misura la tutela dei diritti dell'azionariato di minoranza.

Queste realtà sembrerebbero dimostrare come la scelta della soglia del 30% da parte del legislatore italiano non segua nessuna logica particolare, se non quella di, quantomeno cercare di, conciliare la salvaguardia dell'efficienza del mercato con la tutela degli azionisti; i due principali interessi sottesi alla disciplina dell'OPA obbligatoria. Il primo interesse, infatti, necessita della fissazione di una soglia non troppo bassa che, altrimenti, rischierebbe di far scattare troppo spesso l'obbligo,

⁴¹ In tali termini F. CARBONETTI, *op.cit.*, p.1360; M.PAGANO, F.PANUNZI, L.ZINGALES, *op. cit., passim*

⁴² M.TOLA, *op. cit.*, p.153, *sub* nota 36. Il caso a cui principalmente ci si riferisce è l'acquisizione Pirelli-Telecom. Nell'estate 2001, il Gruppo Pirelli, affiancato dalla famiglia Benetton e da due banche italiane (Intesa e Unicredit), acquisì da Bell, attraverso la società Olimpia, una quota di circa il 23% (il 4% venne conferito in parti quasi uguali da Pirelli e Benetton che lo detenevano in precedenza) del capitale di Olivetti per un importo complessivo di circa 7,2 miliardi di euro. Olivetti era l'azionista di controllo di Telecom Italia con una quota pari a circa il 55% del capitale ordinario. L'acquisizione della quota venne finanziata con mezzi propri e debito. Attraverso il cosiddetto "gioco delle scatole cinesi", dovuto alla struttura piramidale del gruppo in cui Olivetti risultava inserita, le società acquirenti hanno potuto ottenere il controllo della Telecom S.p.a. È stata proprio questa operazione a sollevare numerosi dubbi circa la reale efficacia della normativa OPA a tutelare i diritti delle minoranze. In particolare, sono stati individuati tre punti principali su cui focalizzare l'attenzione del legislatore: gli acquisti di concerto, le catene societarie e la funzione degli investitori istituzionali. In tal senso è stata da molti espressa la necessità di contrastare il fenomeno delle sopradette "scatole cinesi", lunghe catene azionarie, che permettono a chi si assicura quote relativamente basse di partecipazioni in società poste al vertice della catena, di ottenere il controllo di società quotate di grandi dimensioni che ne stanno alla base.

Per una analisi completa ed approfondita della vicenda si veda M.DALLOCCIO, G.LUCCHINI, *L'OPA Ostile- Il caso Olivetti-Telecom*, EGEA, Milano, 2001 e per le conseguenze che ne sono derivate in termini legislativi L.SPAVENTA, *La disciplina dell'Opa in Italia: i risultati di un test*, in *Merc. Conc. Reg.*, 1999, p.245 ss.

disincentivando in maniera eccessiva la contendibilità del controllo⁴³; mentre per il secondo interesse è richiesta una soglia non eccessivamente elevata, per impedire che il trasferimento del controllo possa avvenire mediante una trattativa privata che escluda ogni coinvolgimento delle minoranze⁴⁴.

Sempre al co.1 dell'art.106 TUF possiamo poi riscontrare un altro frutto della scelta compiuta dal legislatore⁴⁵, in tema di OPA obbligatoria. Esso infatti ha deciso di porre quale oggetto dell'obbligo il promovimento di "un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli, sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso"; in altre parole, chiunque superi la soglia sopra analizzata è costretto a lanciare un'OPA totalitaria.

Una posizione decisamente più rigida nei confronti dell'offerente di quella assunta nella previgente disciplina, che lascia intravedere una certa deriva protezionistica del nostro legislatore⁴⁶. Infatti, mentre in precedenza, secondo quanto prescritto dall'art. 10 della legge 149 del 1992, l'offerta oggetto dell'obbligo risultava sempre parziale (tranne nel caso di OPA residuale), ad oggi, invece, la normativa ha reso tale operazione decisamente più onerosa per chi voglia acquisire il controllo di una società, in quanto, l'OPA oggetto dell'obbligo deve essere sempre rivolta alla totalità dei titoli⁴⁷.

⁴³ Questo coinvolge inoltre anche il secondo interesse in gioco, quello degli azionisti di minoranza, in quanto, se il trasferimento del controllo si complica eccessivamente, questi vedranno ridursi non soltanto le loro possibilità di partecipare alla ripartizione del premio per il controllo che l'acquirente è disposto a pagare, ma anche quelle di liberarsi di amministratori inefficienti.

⁴⁴ Così M.DRAGHI, *op. cit.*, p.997 il quale inoltre aggiunge che una tale conseguenza potrebbe compromettere la funzionalità dell'intero mercato, in quanto l'esistenza o meno di un diritto alla partecipazione al premio di controllo può, in alcune circostanze, assumere un ruolo decisivo nella scelta di chi vuole accedervi.

⁴⁵ Una scelta confermata e, inoltre, resa vincolante per tutti gli stati membri dell'Unione Europea a seguito dell'adozione della Direttiva 2004/25/CE. Seppur lasciando ampio spazio ai legislatori nazionali circa la individuazione della fattispecie rilevante ai fini della configurazione dell'obbligo di offerta, tale regolamentazione risulta, infatti, particolarmente stringente per ciò che riguarda il "carattere totalitario" dell'OPA oggetto dell'obbligo. L'art. 5.1 della Direttiva recita in merito: "L'offerta è [...] indirizzata a tutti i possessori dei titoli per la totalità delle loro partecipazioni".

⁴⁶ Così G.BERTOLOTTI, *op. cit.*, p.240.

⁴⁷ L.G.PICONE, *op. cit.*, p.185; si veda inoltre sempre G. BERTOLOTTI, *ibidem*, p.239. L'A. evidenzia come l'odierna disciplina obblighi l'acquirente a sostenere costi che normalmente superano, e spesso in modo considerevole, la quantità che sarebbe necessaria a concludere le negoziazioni, che portano al risultato sperato in termini di potere di gestione (controllo o quantomeno influenza dominante), senza passare per il tramite del mercato. Esemplifica infatti dicendo: "[e]n substancia, si la target es una sociedad con un capital social de 100, dividido en 100 acciones y que se cotizan

Risulta così evidente come, in questo caso, la necessità di compiere una scelta tra la contendibilità del controllo e la parità di trattamento⁴⁸ abbia visto pendere l'ago della bilancia in favore di quest'ultima⁴⁹.

Tale posizione prende le mosse dall'interpretazione secondo cui un obbligo che contempra un'offerta pubblica di acquisto parziale non tutelerebbe adeguatamente quanti non abbiano fiducia nel nuovo gruppo di comando, non garantendo a tutti gli azionisti il diritto di abbandonare la società a parità di condizioni; coloro che non fossero riusciti ad aderire all'offerta (con tutte o con una parte delle loro azioni) rimarrebbero infatti "intrappolati" in un investimento dagli stessi ritenuto non più ottimale, con l'unica via d'uscita rappresentata dalla svendita della propria partecipazione.

In tal senso, se si lasciasse all'offerente l'opportunità di acquistare solo una porzione del ventaglio azionario si verrebbe a configurare un panorama generalmente definito di "pressure to tender"⁵⁰. Questa anomalia nella decisione degli azionisti di aderire all'OPA

a 1 euro, para conseguir una participación igual a 30 el oferente deberá disponer al menos de 100, en la eventualidad de que todos los socios acepten la oferta".

⁴⁸ Obiettivo perseguito come fondamentale dal TUF in via tutt'altro che celata, si veda infatti in tal senso l'art. 92 dello stesso Testo Unico, rubricato proprio "Parità di trattamento", il quale afferma testualmente: "Gli emittenti quotati e gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine assicurano il medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni".

⁴⁹ Alcuni contrasti circa l'opportunità di prevedere un tale genere di regola sono sorti anche nelle more della produzione legislativa eurounitaria.

Nella Proposta di Direttiva 1996, l'azione comune si basava sulla previsione dell'obbligo di OPA parziale, in conformità con l'orientamento che ravvisava nell'accezione totalitaria un ostacolo allo sviluppo del mercato dei capitali a causa dell'onere eccessivo che un offerente avrebbe dovuto sostenere al fine di poter ottenere il controllo di una società.

Quell'impostazione era stata poi abbandonata in sede di redazione del testo comune di Proposta di Direttiva del 2001, in occasione del quale aveva prevalso l'orientamento contrario a favore degli azionisti di minoranza.

Per una posizione conforme a tale ultima versione della normativa europea si veda M.TOLA, *La Direttiva europea in materia di opa: prime riflessioni*, in Banca, borsa, tit. cred., 2005, I, p.495 la quale ritiene che "soltanto un'offerta estesa a tutti i titoli esclusi dal pacchetto del controllo consente di evitare gli effetti connessi alla regola del riparto proporzionale" che comporterebbe la conseguenza che tali soggetti verrebbero "solo in parte esentati dagli effetti conseguenti al mutamento del controllo, posto che mantenendo ancora una, seppur ridotta, partecipazione sono costretti a subire l'insediamento del gruppo di comando".

⁵⁰ La situazione che si verrebbe a creare porterebbe l'acquirente a poter esercitare una pressione illegittima sugli azionisti (la cosiddetta "coazione a vendere"). Un tipico esempio ne sono le cosiddette "two-tier bid" (offerte tendenzialmente parziali), generalmente vietate in Europa ed inattuabili in Italia proprio grazie all'obbligo di cui all'art. 106 TUF, nelle quali l'offerta si svolge in

è riconducibile ad un fallimento del mercato generato da un “problema di azione collettiva”, che rende impossibile ad un gruppo composto da una pluralità di soggetti distanti che agiscono in modo razionalmente egoistico, di coordinare le proprie scelte nell’interesse collettivo, costringendoli di fatto ad apportare i propri titoli nonostante lo scetticismo sulla reale vantaggiosità dell’offerta⁵¹ (*amplius infra* Cap.III §3.1). In particolare, in pendenza di un’OPA parziale, gli oblati, nel timore di subire gli effetti negativi, in termini di deprezzamento dei titoli posseduti, conseguenti al successo dell’offerta, seguiranno la strategia “dominante” di accettare quest’ultima (sperando che gli altri non facciano lo stesso) anche se il prezzo sia più basso del valore che attribuirebbero alla *target* qualora l’offerta dovesse fallire⁵².

due fasi. In questi casi l’offerente si dichiara disposto ad acquistare una parte (di solito quella che gli consente di ottenere la partecipazione di controllo o superiore) delle azioni ad un prezzo *x*, dichiarando fin dal principio che, in caso di successo, acquisterà le azioni residue ad un prezzo inferiore ad *x* e, al limite, anche al di sotto del prezzo di mercato.

Quest’ultimo viene così ad ottenere, nella prima fase, un effetto “stampede” negli azionisti che, generalmente, cercheranno di vendere prima possibile per ottenere il prezzo più alto ed evitare di rimanere “intrappolati” sotto il *management* di un *raider*, di solito, completamente disinteressato alla reale efficienza della gestione societaria; ed a lucrare, nella seconda fase, sul timore dei soci di veder distrutto il valore del proprio investimento, eventualità che li porterà, piuttosto, ad accettare un prezzo più basso del dovuto. In tal senso P.L.DAVIES, K.HOPT, *op.cit.*, p.222 e *sub* nota 66; Si veda inoltre *ex multis* L.ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell’unione europea*, in Riv. soc.,2010, pp. 657 ss. il quale sul punto afferma che: “[n]el contesto delle scalate ostili, la regola dell’opa obbligatoria impedisce all’offerente lo sfruttamento di strumenti coercitivi quali le offerte parziali (benché ciò valga solo al superamento della soglia che fa scattare l’obbligo di opa, soglia la cui definizione è rimessa agli stati membri) e offerte in due fasi (nelle quali il prezzo offerto nella seconda fase è minore di quello offerto nella prima)” ma allo stesso tempo evidenzia come questo risulti fortemente disincentivante anche per eventuali acquisizioni “amichevoli”.

In particolare *Id.*, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Il Mulino, Bologna, 2009, pp.16 ss. nel quale l’A. afferma come “non essendo in grado [gli azionisti di minoranza] di coordinarsi tra loro, essi possono essere indotti ad accettare anche offerte pubbliche che giudichino non convenienti [...], infatti, nel timore di trovarsi nel portafoglio, ad acquisizione avvenuta, titoli deprezzati, la strategia dominante per ciascuno di essi consisterà nell’acceptare l’offerta, sperando che gli altri non facciano lo stesso”.

⁵¹ Per una completa e, forse la più, approfondita disamina in materia di *pressure to tender* si veda M.GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, Giuffrè, 2004, pp.16 ss.

⁵² In tal senso *ex multis* A.CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori: il caso della pressure to tender*, in Giur. Comm., 2014, p.96 ss. spec. p.106; L.ENRIQUES, *Quale disciplina per le acquisizioni ostili? – Alcuni modelli teorici e la soluzione italiana*, in Merc. Conc. Reg., II, 1999, pp. 180-181; *Id.*, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, Il Mulino, 2002-2009, pp.15 ss. in particolare in tale lavoro, l’A., nell’analizzare la pendenza di un’OPA come espressione tipica del “dilemma del prigioniero”, rileva come alla *pressure to tender* si affianchi un fenomeno opposto e contrario, che non pregiudicherebbe solo il singolo azionista ma l’efficienza dell’intero mercato del controllo. Il fenomeno è definito “*free riding*” e consiste nella condizione di

Inoltre, è stato evidenziato come la scelta compiuta dal nostro legislatore sembrerebbe riecheggiare, in un certo senso, le risultanze della teoria economica del diritto che individua nell'OPA totalitaria il miglior strumento di garanzia della "bontà" dell'acquisizione. Il rischio di ritrovarsi nella disponibilità della totalità del capitale dovrebbe infatti costituire un disincentivo per un'acquirente eventualmente interessato soltanto ad appropriarsi delle risorse della società⁵³.

Tuttavia, seppur ipoteticamente rivolta ad ottenere una regolamentazione efficiente del fenomeno, anche questa scelta non è andata esente da critiche. Già all'epoca della redazione del TUF, infatti, si era rilevato come l'estensione alla totalità del capitale sociale, in connessione con una soglia fissata "solo" al 30%⁵⁴, più che tutelare le minoranze, disincentiverebbe gli interessati all'acquisizione del controllo a causa dell'eccessiva onerosità dell'investimento richiesto.

L'errore principale, che questa corrente di pensiero attribuisce al nostro legislatore, sta nel non aver correttamente considerato come la contendibilità della proprietà non abbia come obiettivo la sola tutela del piccolo azionista, al quale va sicuramente garantita la possibilità di disinvestire nel caso di cattiva gestione, ma anche, e secondo alcuni soprattutto, quella di favorire i processi di ristrutturazione e ricambio del

incertezza in cui si trovano gli azionisti in pendenza di una OPA ostile considerata sin dal principio sicuramente produttiva di valore. In questi casi il rischio è che gli azionisti al fine di trarre "un guadagno superiore, poiché il prezzo dell'offerta sarà inferiore al valore atteso delle azioni dopo l'acquisizione", seguano la strategia dominante di non aderire all'offerta aspettando che lo facciano gli altri, in modo da mantenere la propria partecipazione nella società e trarre profitto dall'incremento dei titoli conseguente alla nuova gestione. In questo modo, non essendoci regole o modalità di azione volte a costringere gli azionisti ad aderire (quantomeno in parte) all'offerta, questa sarà destinata a fallire, e con essa anche l'incremento di valore ed efficienza per l'intero sistema. Cfr. M.GATTI, *Ibidem*, p. 15 e *sub* nota 8 a p.16

⁵³ Così M.TOLA, *op. cit.*, p.156 e M.PAGANO, F.PANUNZI, L.ZINGALES, *op. cit.*, p.161 secondo i quali quando il controllo diviene oggetto di trasferimento, si potrebbe realizzare una divergenza di obiettivi tra azionista di maggioranza e azionisti di minoranza; un'eventualità che tale strumento, per come configurato, tende a ridurre, se non addirittura ad eliminare, laddove la totalità degli azionisti decidano di accettare l'offerta.

⁵⁴ In senso diametralmente opposto a tale critica si sono espresse le due Camere, le quali hanno giudicato congrua la soglia prevista già nel testo provvisorio del decreto legislativo, evidenziando il rischio di eventuali trasferimenti del controllo di fatto, privi di ogni tutela della minoranza, in caso di innalzamento della stessa. Si veda *Schema di decreto legislativo approvato dal Consiglio dei Ministri, dicembre 1997*, in Riv. soc., 1997, p.105

management inefficiente⁵⁵. Pertanto, più che tutelare gli azionisti di minoranza tale disposizione finirebbe, invece, per disincentivare la contendibilità, penalizzando così la stessa società⁵⁶ (e, di conseguenza, il mercato tutto).

La stessa dottrina, infine, rileva come l'analisi di questa scelta possa contribuire a gettare luce sulla finalità effettiva della disciplina contenuta nel TUF, al di là delle intenzioni conclamate: l'obbligo di OPA totalitaria, proprio in ipotesi di acquisizione ostile del controllo, “costituisce una formidabile *poison pill* che il legislatore offre su un piatto d'argento a nuclei più o meno duri, a famiglie arroccate nella difesa di posizioni ereditate ed a *managers* propensi alla inamovibilità”⁵⁷.

Un probabile tentativo di calmierare tali possibili conseguenze negative, sul ricambio del controllo, può essere individuato nella disciplina che il legislatore italiano aveva inizialmente deciso di adottare riguardo la determinazione del prezzo da offrire, agli azionisti, in pendenza di un'OPA obbligatoria.

L'originaria formulazione dell'art.106, co.2 TUF risultava, infatti, sicuramente meno onerosa della previgente norma corrispondente, contenuta nell'art. 8 della legge 149 del 1992, la quale richiedeva di corrispondere un “prezzo non inferiore alla media ponderata dei prezzi di acquisto”.

Col ridurre, invece, il prezzo dovuto “alla media aritmetica fra il prezzo medio ponderato di mercato negli ultimi dodici mesi e quello più elevato pattuito nello stesso periodo dall'offerente per acquisti di azioni della medesima categoria”, la norma contenuta nel TUF perseguiva il non celato intento di evitare di rendere troppo

⁵⁵ M.PAGANO, F.PANUNZI, L.ZINGALES, *La nuova Opa penalizza i piccoli soci*, in Soc., I, 1998, p.21 nel quale gli AA. evidenziano come l'introduzione dell'obbligo di un'OPA totalitaria potrebbe avere, inoltre, l'effetto indesiderato di far sparire dal listino i titoli della società bersaglio, riducendo così ulteriormente il numero (già limitato *ndr.*) delle società italiane quotate in borsa.

⁵⁶ Così in G. FALCONE, G.ROTONDO, L.SCIPIONE, *op. cit.*, p.148. Ed attraverso la società danneggiando gli stessi azionisti di minoranza, i quali sono i principali interessati ad una più efficiente gestione della società.

⁵⁷ F.CARBONETTI, *op. cit.*, p.1360 L'A. inoltre già al tempo auspicava una rapida abrogazione delle ipotesi di OPA obbligatoria “una volta che il mercato italiano si sarà consolidato, e sarà pertanto in grado di fornire alle imprese nazionali capitale di rischio stabile in competizione con quelli esteri” cessando di divenirne il bersaglio. Un auspicio non ancora realizzatosi. Nello stesso senso G.MINERVINI, *Le società quotate nel testo unico sull'intermediazione finanziaria. Prove tecniche di una riforma*, in Riv. Dir. Civ., II, 1998, p.210 per il quale “l'obbligo dell'opa totalitaria alla soglia del 30% è veramente una pillola avvelenata contro le scalate”.

oneroso il passaggio del controllo. Il valore così ottenuto, infatti, rappresentava una “media della media”, comprensiva sia dell’eventuale premio pagato, a “trattativa privata”, per l’acquisizione del controllo, sia del prezzo di mercato delle azioni; quest’ultimo inoltre depurato dalle oscillazioni in aumento o in diminuzione che potevano renderlo eccessivamente oneroso per le intenzioni dell’acquirente o svantaggioso per gli azionisti⁵⁸.

La scelta così effettuata, se da un lato accantonava moderatamente la piena tutela delle minoranze sul piano economico⁵⁹ (già notevolmente perseguita con le due altre scelte, circa soglia e totalitarietà, sopra menzionate), dall’altro cercava di porsi a garanzia della contendibilità delle società, e quindi dell’efficienza di mercato, con un correttivo volto a mitigare l’impatto disincentivante della regola totalitaria, che in tal modo diveniva una semplice “regola sul prezzo”.

Sulla base della considerazione che vede gli azionisti restii a cedere le proprie partecipazioni ad un prezzo non comprensivo del premio, si riteneva che la riduzione del prezzo dell’OPA consentisse di limitare automaticamente il “rischio” che tutti gli oblati potessero accettare la proposta di acquisto, e di conseguenza anche l’investimento richiesto per ottenere il controllo; cosicché l’acquirente non sarebbe stato sempre costretto a dover procedere all’acquisto dell’intero capitale. E anche

⁵⁸ Così M.TOLA, *op. cit.*, p.159 La quale inoltre afferma come tale previsione, più che funzionale a far partecipare la “minoranza” al premio corrisposto per il trasferimento del controllo, sembrava piuttosto diretta a proteggerla dalle possibili ripercussioni che sarebbero potute conseguire a tale evento. Ad essi venivano così risparmiati gli effetti dell’eventuale turbamento che la quotazione del titolo poteva subire in conseguenza della scalata, attraverso la ricostruzione di una situazione economica, quantomeno, simile alla precedente. Cfr. R.WEIGMANN, *Commento sub art. 106, in Testo Unico della Finanza*, Commentario (diretto da) G.F.CAMPOBASSO, UTET, Torino, 2002, p.913 L’ A. qui espone come, secondo lui, l’originaria formulazione dell’art. 106 TUF fosse il risultato del compromesso tra due scuole di pensiero, entrambe concordi sul fatto che il mutamento del controllo comporti una modifica significativa della posizione dei soci, l’una convinta che il premio debba essere interamente ripartito e l’altra che ritiene, invece, sufficiente assicurare ai soci una condizione non deteriore alla precedente.

⁵⁹ In tal senso F.CARBONETTI, *op. cit.*, p.1357 il quale afferma che l’originaria disciplina del TUF sembrava rappresentare un “compromesso” fra il principio della parità di trattamento (che richiederebbe la piena spartizione del premio pagato da chi acquista il pacchetto di controllo) e l’esigenza di assicurare a tutti gli azionisti la possibilità di vendere le proprie azioni ad un prezzo desunto dalle quotazioni precedenti il passaggio del controllo; quest’ultimo visto come “evento potenzialmente dannoso per la società e pertanto suscettibile di deprimere i corsi delle azioni”.

quando si fosse verificata una generalizzata accettazione, questa avrebbe comunque subito un ridimensionamento per effetto dei nuovi criteri di calcolo del prezzo⁶⁰.

Il percorso intrapreso con questa disciplina è stato, tuttavia, sostanzialmente deviato a seguito dell'emanazione della Direttiva 2004/25/CE⁶¹, e del suo successivo recepimento in Italia con il D.lgs. 229, del 19 novembre del 2007; interventi normativi che hanno comportato una significativa modifica del co. 2 dell'art.106 TUF, attraverso l'introduzione del concetto di "*best price rule*".

In tal senso, per adattarsi alle richieste eurounitarie, la nuova formulazione del 2° comma prevede che l'offerta debba essere promossa ad "un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato" dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori al superamento della soglia fissata, per acquisti di titoli della medesima categoria; e che, qualora non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria nel periodo indicato, l'offerta debba essere

⁶⁰ M.BURKART, D.GROMB, F.PANUNZI, *Why higher takeover premia protect minority shareholders*, in *Journal of Political Economy*, 1998, p.172 ss.; si vedano inoltre M.TOLA, *ibidem*, p.160; M.PAGANO, F.PANUNZI, L.ZINGALES, *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in *Riv. soc.*, 1998, pp. 161-162 I quali evidenziano come le principali conseguenze disincentivanti dell'OPA obbligatoria rispetto alla contendibilità societaria derivavano da un'equivoca considerazione dell'istituto in termini di acquisto di "tutte le azioni della società emittente", anziché di "tutte le azioni che gli oblati decideranno di apportare in adesione all'offerta". Aggiungendo inoltre come, a seguito dell'introduzione del TUF, l'unica ragione per cui l'OPA totalitaria potesse risultare ancora troppo onerosa, nel nostro paese, si ricollegava alla difficoltà di accesso al credito bancario.

⁶¹ L'obbligo relativo alla "*best price rule*" viene introdotto al 9° Considerando della Direttiva e poi specificato dall'art.5, co.1, il quale ultimo si riferisce nella sua formulazione ad un "prezzo equo". Tale concetto viene poi individuato al co.4 come: "il prezzo massimo pagato per gli stessi titoli dall'offerente, o da persone che agiscono di concerto con lui, in un periodo, che spetta agli Stati membri determinare, di non meno di sei e non più di dodici mesi antecedenti all'offerta di cui al paragrafo 1. Se, dopo che l'offerta è stata resa pubblica e prima che venga chiusa per l'accettazione, l'offerente o qualsiasi persona che agisca di concerto con lui acquista titoli a un prezzo superiore a quello dell'offerta, l'offerente deve aumentare la sua offerta a non meno del prezzo massimo pagato per i titoli così acquistati."

Un probabile indice della tendenza del nostro legislatore alla piena e perfetta salvaguardia della parità di trattamento, e con essa della stabilità proprietaria, potrebbe essere riscontrato nella sua scelta di adottare come periodo rilevante ai fini della determinazione del prezzo il massimo lasso temporale previsto dalla Direttiva, nonostante quest'ultima lasciasse un, seppur ridotto, margine di scelta fino ad un minimo di 6 mesi.

promossa, per tale categoria di titoli, ad “un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile”⁶².

La previgente disciplina era stata infatti considerata non conforme alla Direttiva, ed in contrasto con la concezione, da quest’ultima perorata, di dover concedere un “prezzo equo” a tutti gli azionisti. La modifica si è così resa necessaria in quanto l’esigenza di dover tenere conto della media dei prezzi di mercato nel periodo antecedente al lancio dell’OPA avrebbe sortito un “effetto depressivo”⁶³ sul conseguente prezzo oggetto dell’offerta agli azionisti, non tutelandone sufficientemente gli interessi.

Conseguentemente a tali cambiamenti, anche questo aspetto della disciplina ha subito una forte virata protezionistica: da strumento atto a ridurre il disincentivo alla contesa per il controllo delle società, ad ulteriore elemento a tutela degli azionisti, in questo caso, però, sul piano economico. Con il rischio di ottenere in questo modo un risultato opposto a quello originariamente prefissato, immobilizzando ulteriormente il “mercato” del controllo italiano.

In precedenza, quando tale norma si focalizzava ancora sulla ricerca dell’efficiente allocazione del controllo, la parità di trattamento degli azionisti veniva realizzata solo su un piano di *second best*, limitandosi a garantire la possibilità di uscire a condizioni ragionevoli a quanti non fossero d’accordo con il mutamento del controllo⁶⁴. Nella formulazione odierna, invece, la volontà del legislatore sembrerebbe completamente rivolta a rendere tale parità piena e perfetta, giungendo perfino a replicare a favore degli

⁶² In questo modo sembrano essere state accolte le preoccupazioni e gli auspici di M.LISANTI, *L’abrogazione della L. n. 149/1992 fra il Testo Unico della finanza e la prossima Direttiva UE sulle OPA*, in *Corr. Giur.*, 1998, p.474. L’A., infatti, considerava la previgente disciplina come “un pericoloso incentivo a compiere operazioni speculative sui titoli della società bersaglio al fine di alleggerire o appesantire il prezzo dell’offerta”. Contemporaneamente, già al tempo, considerava come soluzione migliore quella di fissare come prezzo dell’offerta quello più alto pagato dall’offerente o dalle persone che agiscono di concerto con lui, per i titoli oggetto dell’offerta nei dodici mesi precedenti il superamento del limite.

⁶³ F. ANNUNZIATA, G.LIACE, *op. cit.*, p.143

⁶⁴ Così M.TOLA, *op. cit.*, p.161; Si veda inoltre P.A.SPITALERI, *La disciplina delle offerte pubbliche*, in AA.VV., *Intermediari finanziari, mercati, società quotate*, (a cura di) PATRONI GRIFFI – SANDULLI – SANTORO, Giappichelli, Torino, 1999, p.663 il quale al momento dell’emanazione del TUF faceva notare come: “non si può affermare che sia effettivamente perseguita una piena tutela delle minoranze, alle quali viene formalmente attribuito, grosso modo, l’equivalente di un “risarcimento danni”, nella inusuale formula del diritto-facoltà a vendere”.

azionisti le migliori condizioni di prezzo realizzatesi nel corso della (eventuale) “trattativa privata” per il controllo.

Gli unici spazi nei quali il legislatore si è avvalso della elasticità di disciplina, concessa dalla Direttiva OPA agli ordinamenti nazionali, per recuperare parte della tutela della contendibilità sacrificata alla salvaguardia degli interessi degli azionisti di minoranza, si riscontano analizzando le eccezioni all’applicazione di tale norma. Infatti, ove non vi siano stati acquisti anteriori al superamento della soglia, e quindi, tutte le transazioni siano avvenute in trasparenza, il legislatore concede all’offerente di pagare “un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile”; inoltre ai sensi del co.3, lett. c), dell’art. 106 TUF, la Consob, al ricorrere di precise circostanze⁶⁵ e con provvedimento motivato, può consentire la proposizione di un corrispettivo inferiore⁶⁶ a quello risultante dall’applicazione del criterio generale. In entrambi i casi l’ordinamento sembrerebbe tornare a favorire l’efficiente allocazione del controllo, evitando di far subire all’offerente un aggravio del costo dell’offerta conseguente a fenomeni che esulano dalla sua condotta o che si ricollegano a transazioni realizzate sul mercato in condizioni di trasparenza.

Analizzate fin qui le scelte di fondo che hanno accompagnato la disciplina del trasferimento del controllo in Italia, risulta ora necessario comprendere la reale natura degli interessi, ad essa sottesi, che il nostro legislatore ha inteso tutelare con gli artt. 105 e ss. Appare invero chiaro, da quanto sopra detto, come la sfida principale, che

⁶⁵ In tali casi, per i quali la Consob è chiamata a fissare i criteri per determinare il prezzo, occorre il concorso di almeno una delle seguenti circostanze: 1) i prezzi di mercato siano stati influenzati da eventi eccezionali o vi sia il fondato sospetto che questi siano stati oggetto di manipolazione; 2) il prezzo più elevato pagato dall’offerente o dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo è il prezzo di operazioni di compravendita sui titoli oggetto dell’offerta effettuate a condizioni di mercato e nell’ambito della gestione ordinaria della propria attività caratteristica ovvero è il prezzo di operazioni di compravendita che avrebbero beneficiato dell’esenzione dall’obbligo di offerta (*cf.* art.106, comma 3, lett. c), numeri 1), 2) TUF)

⁶⁶ In realtà la stessa norma concede alla Consob il medesimo potere anche in senso inverso, potendo quest’ultima imporre la proposizione di un corrispettivo superiore a quello risultante dall’applicazione del criterio generale nel caso in cui: 1) l’offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo abbiano pattuito l’acquisto di titoli ad un prezzo più elevato di quello pagato per l’acquisto di titoli della medesima categoria; 2) vi sia stata collusione tra l’offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori; 3) vi sia il fondato sospetto che i prezzi di mercato siano stati oggetto di manipolazione. In questo caso lo scopo della norma è quello di imputare all’offerente gli effetti di condotte lesive degli interessi degli investitori.

deve essere affrontata nella regolamentazione della contendibilità del controllo societario, sia per l'appunto il corretto bilanciamento tra sviluppo del mercato e tutela delle minoranze.

Proprio quest'ultima può essere considerata il vero obiettivo posto a fondamento della normativa sull'offerta obbligatoria, contenuta nel Testo Unico della Finanza⁶⁷; uno strumento con il quale si è voluto realizzare, da un lato, la parità di trattamento fra gli azionisti, e dall'altro, la protezione delle "minoranze" dal rischio di trasferimenti di controllo inefficienti. Il nostro legislatore ha così mirato a raggiungere entrambi tali scopi attraverso due previsioni tra di loro complementari: l'attribuzione a ciascun socio di "un'opzione *put* avente ad oggetto l'intera partecipazione detenuta" e la garanzia di poterla esercitare a condizioni presumibilmente vantaggiose (o perlomeno non svantaggiose)⁶⁸ mediante una precisa regolamentazione del prezzo dell'offerta.

La logica dell'attribuzione agli azionisti di minoranza di una possibilità di *way out* nel caso di trasferimento del controllo, anche chiamato "diritto di *exit*", sta nel riconoscere, quale presupposizione implicita nella qualità di socio di una società quotata, una precisa conformazione dell'assetto di controllo in un momento dato; e pertanto, sarebbe proprio il mutamento di quest'ultima variabile a legittimare il socio ad uscire dalla società⁶⁹. Una garanzia volta a proteggere la "minoranza" dalla frustrazione delle proprie aspettative riguardo alla composizione dell'azionariato e del processo decisionale della società (quella che alcuni⁷⁰ hanno definito come una "violazione

⁶⁷ La stessa legge delega in virtù della quale è stato emanato il TUF, legge 6 febbraio 1996, n.52, aveva attribuito al Governo il potere di modificare la disciplina delle società quotate secondo "criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza".

⁶⁸ L.ENRIQUES, *Le O.P.A. preventive nel testo unico in materia di intermediazione finanziaria: un primo commento*, in Giur. Comm., fasc.2, 1999, pag. 162

⁶⁹ Così A.GUACCERO, *op. cit.*, p.69; Cfr. M.DRAGHI, *op. cit.*, p.993 secondo il quale si tratterebbe di una forma di uscita dalla società equiparabile ad un recesso del socio di fronte ad una modifica "essenziale" della società; sebbene in questo caso a cambiare non sia l'organizzazione ma le parti che la compongono.

⁷⁰ G.PSAURODAKIS, *The Mandatory Bid and Company Law in Europe*, in *European Company and Financial Law Review*, 4/2010, pp. 551 ss. Secondo il quale però questa giustificazione non basta a legittimare l'adozione della regola di obbligatorietà circa l'OPA; quest'ultima infatti andrebbe spiegata alla luce della ricerca dell' "*allocative efficiency of the capital market*" (ed è per questo che sarebbe riservata alle società quotate). La regola, infatti, avrebbe la capacità di fare in modo che il prezzo per l'acquisto si alzi, facendo comprare all'offerente ciò che realmente sta comprando: non solo una parte della società ma il controllo di tutta questa. In questo modo secondo l'A. le acquisizioni inefficienti (quelle per le quali l'acquirente vuole pagare solo il prezzo

dell'*investment contract*”), permettendogli di uscire da un investimento nel quale questi termini non siano più validi a seguito di una disputa per il controllo⁷¹.

D'altra parte, invece, la nuova formulazione del co. 2 dell'art.106 TUF, obbligando l'acquirente a conferire a ciascun azionista che voglia sfruttare l'opportunità di *exit* il prezzo più alto pagato, risponde ad un'ulteriore e diversa logica: quella di realizzare la parità di trattamento, permettendo a tutti gli azionisti di godere dell'eventuale⁷² “premio di maggioranza⁷³” corrisposto per il passaggio del “pacchetto di controllo”. Questo “premio” viene in tal modo ad essere considerato a tutti gli effetti alla stregua di un bene, economicamente apprezzabile e giuridicamente rilevante, originatosi al momento in cui si trasferiscano blocchi di azioni con voto “strategico”; il quale, se e quando (si pensi *a contrario* proprio alle ipotesi di ostilità) dovesse venire ad esistenza, dovrebbe essere riconosciuto a tutti gli azionisti, obbligatoriamente, per porli in condizione di parità⁷⁴.

inferiore attinente alla parte degli *shares* di cui viene in possesso, ma non per ciò di cui prende realmente il controllo) dovrebbero venire evitate.

⁷¹ Secondo E.DESANA, *op cit.*, p.2 l'OPA, in questo modo, verrebbe inoltre a qualificarsi quale “strumento di promozione ed incentivazione dell'investimento azionario tra i piccoli e medi risparmiatori i quali, indifferenti alla gestione dell'impresa, vedono in questo evento ulteriori ed inaspettate occasioni di guadagno”. Si veda inoltre P.G.JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. Comm.*, I, 2000, p.805 nel quale l'A. vede nello strumento dell'OPA un modo per ricompensare adeguatamente l'“azionista attuale”, che abbia aderito all'offerta, per la perdita della sua qualità di socio.

⁷² Eventuale in quanto, in una ipotesi ostile, quale è quella oggetto della nostra analisi, non ci sarà nessuna contrattazione tra l'acquirente e l'attuale detentore del controllo, non venendosi così a creare nessun sovrapprezzo per il passaggio del “pacchetto di controllo”; il controllante attuale, al contrario, cercherà di opporsi alla scalata ed al passaggio di quest'ultimo nelle mani dell'offerente.

⁷³ Concetto definito da G.FERRI, *op. cit.*, p. 443 come un plusvalore “rispetto a quello che risulterebbe dalla quotazione delle singole partecipazioni di cui il pacchetto di controllo stesso si compone”. L' A. inoltre sembra propendere verso il riconoscere come obiettivo principale dell'OPA obbligatoria proprio la ripartizione tra tutti gli azionisti di tale premio, e quindi, la realizzazione delle “*equal opportunities*”. Si veda invece W.D.ANDREWS, *The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares*, in *Harvard Law Review*, Vol. 78, No. 3 (Jan., 1965), p. 523 il quale definisce il *control premium* come la differenza tra valore dell' “azione con controllo” e valore dell' “azione senza controllo”, nascente dal fatto che un pacchetto di azioni tale da consentire l'autodeterminazione ha un valore maggiore che le azioni non sufficienti ad assicurare tale potere, in quanto “[t]he power to change the management, even while unexercised protects the investor” da decisioni suscettibili di incrementare o annullare il suo investimento sulle quali egli può in questo modo influire.

⁷⁴ Si evidenzia la posizione in materia di G.E.COLOMBO, *La cessione dei pacchetti di controllo: considerazioni per una discussione*, in *Riv. soc.*, 1978, pp.1443 ss. spec. p.1484 L'A. al termine della sua analisi sull'argomento arriva a concludere come una situazione di reale iniquità si venga a

In conclusione, per poterne ponderare al meglio, non si può prescindere dall'analizzare l'impatto che le disposizioni fino a qui menzionate hanno in termini di efficienza⁷⁵ nell'allocazione del "mercato" del controllo.

Un effetto che l'obbligo di lanciare un'OPA esercita su tale mercato è quello di scoraggiare eventuali scalate ostili "patologiche", aventi come unico scopo l'estrazione di benefici privati e senza nessun interesse verso una più efficiente gestione della società. Questa regola, infatti, non permette ai *raider* di avvantaggiarsi di "operazioni lampo", impedendogli di rilevare il controllo della società mediante acquisti massicci ed improvvisi sul mercato⁷⁶, a meno che questi non siano disposti a fargli seguire una offerta obbligatoria sulla totalità delle azioni. Una sorta di cartina tornasole per le reali intenzioni dell'acquirente.

Tuttavia, nella sua fattispecie "fisiologica" un'OPA ostile permette di riportare alla vita degli affari quelle società, che, per la loro condizione di inefficienza gestionale,

creare nel momento in cui si realizza, tramite l'OPA, una piena parità tra azionista maggioritario e azionista minoritario in termini di retribuzione per il passaggio del controllo. Questi, infatti, sempre secondo l'A., non sono uguali: l'acquisizione del controllo è normalmente frutto di attività ed esborsi particolari; la creazione e la conservazione del plusvalore di controllo sono normalmente il risultato della prosperità economica della società dipendente dalle scelte di gestione riferibili al maggioritario. Così, seppur rivolta ad evitare comportamenti che rendano il premio di controllo sproporzionato al puro plusvalore derivante dal potere di autogestione, gli interventi legislativi non dovrebbero mai andare oltre il segno di interventi espropriativi del controllante. Infine, quindi, lo stabilire a chi spetti la titolarità di tale bene, quando venuto concretamente ad esistenza, può essere vista come una semplice scelta di politica legislativa. Così A.GUACCERO, *op. cit.*, p. 68. L'A. inoltre afferma come in quest'ottica si possa comunque comprendere perché, una volta effettuata l'opzione di destinare il bene-premio alla generalità degli azionisti della società quotata oggetto di un'operazione sul controllo, il legislatore abbia anche scelto di lasciare loro la facoltà di decidere, quando l'operazione assume sin dall'inizio la forma tecnica dell'offerta pubblica, se accettare una ripartizione del premio soltanto parziale data la possibile eccessiva onerosità di un'offerta successiva totalitaria e quindi il rischio che l'operazione sul controllo non avvenga ed il bene-premio non venga ad esistenza (*i.e.* l'offerta preventiva *ex art.* 107 TUF)

⁷⁵ Secondo F.ANNUNZIATA, *op. cit.*, p.7 questa efficienza va intesa nel senso della idoneità del mercato del controllo ad assolvere efficacemente la funzione di trasferimento dei pacchetti azionari che consentono di influenzare la gestione, attraverso la predisposizione di regole e condizioni atte a garantire in concreto il passaggio da un soggetto ad un altro. L'efficienza quindi richiede l'assenza di ostacoli giuridici a tal genere di operazioni, e la presenza di una regolamentazione tale da non renderne eccessivamente onerosa l'attuazione.

⁷⁶ In tal senso P.L.DAVIES, K.HOPT, *op.cit.*, p.224. Gli AA. inoltre riscontrano in tale regola anche una opportunità di tutela degli azionisti che non seguendo attentamente l'aumento del mercato, potrebbero non essere in grado di cogliere in tempo le opportunità di vendita. Si veda *infra Cap. II §2.1* per il concetto di "*Saturday Night Special*".

vengono appellate “letargiche” o “necropoli” poiché in mano ad amministratori⁷⁷ non in grado di massimizzarne il valore⁷⁸. Sotto questa lente l’OPA comporterebbe il duplice beneficio di eliminare le inefficienze dell’impresa e di mostrare al mercato il vero valore della stessa⁷⁹.

In questo modo, in un contesto dove la tutela degli azionisti di minoranza è comunque tenuta in considerazione, una regolamentazione rivolta alla realizzazione di un sistema di contendibilità del controllo comporterebbe un accrescimento dell’efficienza della società, con sostanziali benefici anche per gli azionisti stessi. Infatti, se correttamente bilanciati, tutela della minoranza e contendibilità non risultano più quali interessi divergenti, ma convergenti, laddove il maggior valore dell’impresa finisce per riflettersi sul valore dell’investimento, garantendo agli azionisti eventuali nuovi stimoli rispetto ad investimenti rivelatisi deludenti.

Ciò posto, risulta chiaro come la realizzazione di ogni altro interesse coinvolto nella vicenda dei rapporti societari non possa prescindere da una condizione di efficienza del mercato, con cui si tende ad “assicurare che il risparmio investito in azioni sia gestito in modo ottimale da imprenditori più capaci⁸⁰”. Il punto sta nell’evitare che i suddetti interessi possano tra di loro interferire fino a disincentivare eventuali acquirenti dal compiere operazioni che sarebbero potute, in seguito, rivelarsi positive,

⁷⁷ Occorre precisare come ai fini del presente lavoro si farà riferimento agli “amministratori” considerati nella loro veste di componenti dell’organo gestorio della società che adottò il modello di amministrazione tradizionale; resta inteso che, allorché si prendano a riferimento società con modello di amministrazione duale, le considerazioni dovranno essere estese, salvo diverse precisazioni e con i conseguenti adattamenti, ai componenti del consiglio di gestione e di sorveglianza (in conformità con quanto dettato dall’art. 9, par. 6, della Direttiva 2004/25/CE)

⁷⁸ Così M.TOLA, *op. cit.*, p.142; Cfr. A.MIGNOLI, *Riflessioni critiche sull’esperienza italiana dell’opa: idee, problemi, proposte*, in AA.VV., *Borsa, scalate e offerte pubbliche di acquisto*, in Riv. soc., No. 1 – 2, 1986, p.2 il quale ha per primo coniato tali termini riferendosi alle società affidate ad amministratori “distratti o sonnolenti”, o in cui la posizione di chi ha il controllo “si è fortemente indebolita, per mancanza di mezzi o di alleati”.

⁷⁹ In questo senso M.MARTINI, *op. cit.*, p.9 il quale, nell’analizzare le variabili normative a disposizione del legislatore, evidenzia come lasciare la disciplina priva di una *mandatory-bid rule* (come avviene ad esempio in America) e permettere alla cosiddetta *market rule* di operare “*allows any potentially efficient changes on corporate control*”

⁸⁰ Sempre M.TOLA, *op. cit.*, p.148

causando in quest'ultima ipotesi un danno eventuale alla società, ai singoli azionisti, ed al mercato tutto⁸¹.

Tuttavia, va evidenziato come l'evoluzione della normazione italiana in materia abbia ridotto la contendibilità del controllo societario ad elemento di secondo piano, sempre pronto ad essere sacrificato in funzione di ulteriori e diversi interessi che mano a mano vanno affiorando in questo contesto⁸².

Sommando poi la previsione dell'obbligo di lanciare un'OPA totalitaria alla conformazione del nostro mercato, come sopra rilevato, a struttura azionaria concentrata, quello che si ottiene è un potente disincentivo al ricambio del controllo. In questo modo, la disciplina viene a tramutarsi nella, forse, più efficace delle "barriere strutturali" anti-scalata⁸³ (su cui si veda *infra* Cap.II §2.3) apportate dal nostro

⁸¹ G.SICILIANO, *La regolamentazione dei trasferimenti del controllo e delle acquisizioni delle società quotate*, in Quaderni di finanza Consob, 1998, p.10. L'A. qui riconosce una probabile interferenza nel fatto che se, partendo dal presupposto che la tutela della parità di trattamento implica il riconoscimento a favore degli azionisti di una parte del profitto generato dall'acquisizione, le aspettative economiche dell'acquirente non possono pienamente realizzarsi, egli, nella prospettiva di dover rinunciare ad un certo margine di guadagno, potrebbe essere indotto ad astenersi dall'operazione tutta. E questo può creare un potenziale danno alla società, e di conseguenza agli azionisti, in quanto "è impossibile stabilire *ex ante* se un'acquisizione è socialmente desiderabile o meno", e quindi si "potrebbe finire per scoraggiare acquisizioni che potrebbero rivelarsi *ex post* efficienti".

Nello stesso senso si veda anche L.ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Il Mulino, Bologna, 2009, p.18 e nt.18 il quale, in un'ottica di miglioramento paretiano, considera acquisizioni "in grado di creare valore" quelle "idonee ad accrescere il benessere (perlomeno) dell'acquirente senza peggiorare (ed eventualmente migliorando) la situazione degli altri azionisti della società acquisita".

Per una visione esterna al nostro ordinamento sulla questione si veda *ex multis* L.A.BEBCHUK, *Efficient and Inefficient Sales of Control*, in Quarterly Journal of Economics, 109, 1994, pp. 957 ss.

⁸² Se al principio l'interesse principale era quello della tutela della "minoranza", oggi l'epicentro della discussione sembrerebbe essersi spostato sul pericolo di "scorrerie" da parte di *raider* internazionali, capaci di creare grande scompiglio in un mercato stagnante come il nostro. Si veda sull'argomento R.MAGLIANO, *Il labile confine tra tutela degli interessi nazionali e "sviamento protezionistico"*, in Dir. Comm. Int., 2014, passim dove l'A., concentrandosi in particolare sulla portata *antitakeover* del "decreto *golden power*" (d. 21/2012), parla proprio di "patriottismo economico" e "salvaguardia della nazionalità".

⁸³ In tal senso G.BERTOLOTTI, *op. cit.*, p.242. L'A. qui per rimarcare l'effetto disincentivante al ricambio del controllo della normativa italiana, chiaramente rivolta a salvaguardare, sopra ogni altra cosa, la stabilità proprietaria, pone in correlazione la disciplina dell'OPA obbligatoria con la neo-introdotta possibilità per la società *target* di derogare alla *passivity rule*, dotandosi di strumenti di difesa; in quanto se a prima vista, e fuori dal suo contesto, la disposizione ex art. 104 TUF potrebbe essere considerata una norma a favore dello scalatore, "*en una perspectiva històrica asume màs bien la funciòn de una norma antiescalda*". Si veda inoltre *supra* F.CARBONETTI *sub* nota 41

ordinamento, con il rischio di immobilizzare del tutto il “mercato” e impedire il lancio di qualsiasi genere di OPA ostile, anche quelle dagli effetti più auspicabili.

È per questo che da più parti si è auspicata un’inversione di rotta da parte del nostro legislatore, soprattutto in termini di competitività internazionale. Non potendosi più guardare ad un mercato esclusivamente limitato ai confini nazionali ma globale, l’urgenza del problema è acuita dall’accentuarsi della concorrenza tra ordinamenti⁸⁴; una concorrenza, oltretutto, destinata, quantomeno all’interno dell’Unione Europea, a svolgersi al rialzo piuttosto che al ribasso⁸⁵.

Come rilevato da parte della dottrina, sia le norme di mercato, in particolare quelle attinenti al mercato della proprietà e dei diritti proprietari, sia le norme societarie dovrebbero tendere ad unico obiettivo: quello di favorire gestioni più efficienti possibili delle attività imprenditoriali. Tuttavia la concreta possibilità che il mercato contribuisca a favorire una distribuzione della proprietà azionaria ed un’attribuzione del potere di controllo capaci di incrementare l’efficienza delle gestioni imprenditoriali è direttamente subordinata alla esistenza di un mercato, a sua volta, capace di allocare in modo ottimo le risorse che in esso affluiscono⁸⁶; ed è proprio per questo che la scarsa diffusione delle offerte ostili nel panorama italiano potrebbe essere ricondotta alle inadeguatezze del quadro normativo di riferimento e, in particolare, della disciplina dell’OPA.

Non si può pensare di liberalizzare la circolazione delle partecipazioni in un mercato non in grado di assicurare una circolazione efficiente dei diritti proprietari. E quest’ultimo, a sua volta, per raggiungere l’efficienza, necessita di un ordinamento che ne assicuri il corretto funzionamento, ed incentivi, contemporaneamente, l’afflusso di

⁸⁴ Conforme a tale punto di vista risultava già molto tempo addietro era R. WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, in Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Giuffrè, Milano, 1978, p. 76 il quale considerando la sorveglianza sulla “buona condotta delle imprese”, uno dei compiti principali dell’odierno mercato finanziario, tanto più efficace “quanto più accesa ed aperta è la disputa per il controllo”, giunge a concludere che “[l]’ordinamento giuridico dovrebbe dunque agevolarla, invece di metterci intralci”.

⁸⁵ Così R.PARDOLESI, A.PORTOLANO, *op. cit.*, p.68 che ravvisano non un *vulnus* in questo senso per in nostro ordinamento ma, al contrario, un’occasione di crescita.

⁸⁶ R.COSTI, *op. cit.*, pp. 66 e 72 ss. il quale rileva come in mancanza di un mercato mobiliare trasparente e nel quale gli operatori si muovano secondo regole di correttezza, “è del tutto illusorio immaginare che possano funzionare gli strumenti di controllo di mercato sulla gestione”.

risparmio in misura tale da renderlo un indice significativo della redditività delle imprese⁸⁷.

Le difficoltà da superare affinché siano colte le occasioni poste dalla concorrenza, e si possa infine diffondere una cultura delle offerte ostili, sono soprattutto di ordine culturale. “L’OPA è un fenomeno positivo, [l]o predice l’analisi teorica, lo confermano le evidenze empiriche”, ma, nonostante ciò, nelle riflessioni critiche che accompagnano lo studio sul ruolo dei *takeover* nell’equilibrio di *corporate governance*, si riscontra ancora una non celata avversione verso tale fenomeno⁸⁸.

In tal senso, un buon punto di partenza sarebbe già il tener conto di come un’OPA possa avere un’ampia varietà di scopi; basti solo pensare a quanto differenti siano tra di loro le condizioni sottostanti a tale fenomeno, a seconda della sua configurazione di ricambio “ostile” o “concordato” del controllo. Davanti a ciò una disciplina rigida ed

⁸⁷ Sempre R.COSTI, *Ibidem*

⁸⁸ R.PARDOLESI, A.PORTOLANO, *op. cit.*, pp. 69-70. Gli AA. pongono all’origine di questo atteggiamento una “non corretta percezione dei reali meccanismi che governano il funzionamento del mercato del controllo societario”; ravvisando come principale causa di tale situazione il fatto che le conclusioni a cui perviene l’analisi economica del diritto, anche quanto difficilmente contestabili, risultano spesso complicate e, come tali, difficilmente accettabili dalla pluralità dei consociati.

Questo concetto viene efficacemente sintetizzato da R.ROMANO, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation*, in “Yale Journal on Regulation”, 9, 1992, p.120 :“*The empirical evidence is most consistent with value-maximizing, efficiency- based explanations of takeovers. Yet the thrust of regulation (riferendosi in questo caso all’ American regulation) is to thwart and burden takeovers, as if they were non-value-maximizing wealth transfers*”. Nella sua analisi l’A. pone due fattori principali alla base della “*sharp discrepancy between the economic understanding of takeovers and the output of the political process in this area*”. In primo luogo, il “pubblico” sarebbe generalmente disinformato e disinteressato circa i *takeovers*: “[t]akeover regulation is therefore low salience legislation for most voters, and interest groups are consequently able to exercise significant influence on legislators in this area”. In secondo luogo, si riscontrano “*asymmetric organizational advantages*” tra i gruppi di interesse maggiormente colpiti dai *takeover*; i quali privilegiano i soggetti solitamente danneggiati da tale evento, i *managers*, piuttosto che coloro che ne potrebbero effettivamente trarre vantaggio, gli *shareholders*: “[m]anagers are easier to coordinate across firms than shareholders, and they have more to lose? The organizational advantage is important because lobbyists play a significant role in educating legislators, and intuition is often at odds with the economic learning”. Come conseguenza finale di queste circostanze, i legislatori nazionali risultano di solito “tristemente” disinformati circa i reali probabili effetti dei *takeovers*, la loro conoscenza in materia risulta così incompleta e distorta, e ciò li porta a vincolare la vicenda con una rigida regolamentazione.

uniforme mal si presta ad inquadrare un fenomeno così mutevole nei suoi aspetti e nelle sue finalità⁸⁹.

A tal fine, ampliando il sistema delle deroghe per meglio adattarlo alle caratteristiche della singola offerta, si dovrebbe imporre l'obbligo unicamente nei casi in cui, oltre a verificarsi il superamento della soglia, sia presente una reale esigenza di assicurare pari opportunità economiche a tutti gli azionisti. Si condivide qui, infatti, il punto di vista di quella dottrina che ritiene sia corretto far prevalere i principi del *market egalitarianism* sul principio di autonomia privata soltanto, e nella misura in cui, ciò serva a rendere più efficiente il mercato, rafforzando la fiducia degli investitori e la loro propensione a farvi affluire i propri risparmi⁹⁰.

Abbandonando la configurazione di azionisti di minoranza fornita dal diritto societario classico, mossa da una visione atomistica del rapporto tra la società-ente ed i suoi soci, e giungendo a prendere in considerazione tali soggetti come “cittadini” di una comunità molto più ampia, quale è il mercato mobiliare (nella quale essi possono liberamente entrare, liberamente spostarsi alla ricerca di migliori opportunità di investimento e dalla quale possono in ogni momento uscire in modo sempre più semplice e rapido, liquidando senza reinvestire), si comprende come essi appaiano tutti portatori di uno stesso interesse: quello alla valorizzazione del proprio investimento in un mercato trasparente e strutturato a favore della corretta allocazione delle risorse; e questo tende a coincidere con l'interesse, generalmente condiviso da tutti i partecipanti al mercato mobiliare, a che lo stesso funzioni correttamente. Tali soggetti riescono a trovare esclusivamente nel mercato il mezzo ed il fine della valorizzazione del proprio investimento, ed è perciò possibile formulare l'identità per la quale, tutto ciò che è

⁸⁹ In tal senso A.MIGNOLI, *op. cit.*, p.3 il quale tempo orsono rilevava come “[i]n una disciplina dell’opa lo spazio fatto alla legge deve essere ridotto all’essenziale”, partendo dal presupposto che “a parte le grosse difficoltà di carattere tecnico per redigere un corpo normativo coerente e completo, la legge [...] non è per questa sua rigidità suscettibile di seguire con la necessaria prontezza una realtà in continua mutazione e di soddisfare le nuove esigenze che il collaudo dell’esperienza può avere rivelato”.

⁹⁰ F.CARBONETTI, *op. cit.*, p.1354 e p.1358

buono per il mercato, cioè per il suo corretto funzionamento, è tendenzialmente buono anche per gli azionisti di minoranza⁹¹.

Per questo i concetti di ripartizione del premio di controllo e diritto di *way out* per la minoranza, sopra esposti come fondamenta della disciplina dell'OPA obbligatoria, devono essere in parte ridimensionati.

Si ritiene quindi di seguire il ragionamento di quella dottrina la quale ritiene che in un contesto come quello odierno in cui l'investimento azionario è effettuato per il tramite di organismi di investimento collettivo ovvero, se effettuato individualmente, è comunque caratterizzato da un'ampia diversificazione il risparmiatore "non [sia] interessato a fruire del premio di controllo con riferimento a uno dei suoi tanti investimenti, se ciò richiede l'adozione di norme che rendono il mercato complessivamente meno efficiente"⁹². La considerazione appare ancor più valida se si pensa alle ipotesi ostili di OPA nelle quali, non essendoci accordo tra offerente ed eventuale azionista maggioritario, un trasferimento diretto del "pacchetto di controllo" non è contemplato e come tale non è possibile riscontrare alcuna corresponsione del "premio di maggioranza". Come da molti rilevato, infatti, la natura intrinseca dell'OPA obbligatoria sarebbe proprio quella di rimedio alle possibili criticità di mutamenti del controllo determinati da scambi volontari di partecipazioni di maggioranza⁹³. Perciò in un contesto di ostilità, tale strumento, nella sua configurazione odierna, si trasforma in una cura sproporzionata alla patologia, che rischia di ottenere effetti opposti a quello sperati.

⁹¹ A.MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. Comm.*, I, 1998, p.487 secondo il quale inoltre "tutela degli azionisti di minoranza nella società quotata e tutela del corretto funzionamento del mercato sono due facce della stessa medaglia [...], due esigenze e due valori "condannati" ad essere perseguiti congiuntamente, perché esprimenti interessi largamente coincidenti". Sebbene questa esposizione dell'identità tra tali interessi sia di fondamentale importanza ai fini della nostra analisi, non possiamo condividerne l'esito; giungendo l'A. a farne il fondamento per una ulteriore e più pressante tutela della minoranza, da noi invece ritenuta già sovrabbondante. Cfr. D.REGOLI, *Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo dei soci in pendenza di opa*, in *Riv. soc.*, 2000, pp.792 ss., passim

⁹² F.CARBONETTI, *op. cit.*, p. 1358

⁹³ Si veda per completezza *ex multis* L.A.BEBCHUK, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, in *Quarterly Journal of Economics*, 109, 1994, 957 ss.

Sempre continuando lungo tale linea di pensiero, si può poi comprendere come il considerare l'opportunità di *exit* per gli azionisti dissenzienti dal cambio di controllo alla stregua di un diritto ineliminabile dallo spettro di tale disciplina implichi il convincimento che, in linea di principio, il cambio del controllo rappresenti un evento negativo per tali azionisti. Una opinione contraddetta dall'evidenza dei fatti e specificamente dalla constatazione empirica della maggioranza di casi in cui il cambio di controllo è accompagnato da un aumento dei corsi azionari⁹⁴.

Parte della dottrina ha in passato rilevato come la previsione di questa tipologia di offerta pubblica possa risultare particolarmente necessaria proprio in contesti (qual è quello italiano) in cui sia necessario favorire l'afflusso del capitale di rischio alle imprese attraverso il potenziamento del ruolo del mercato. La previsione dell'OPA obbligatoria assicurando protezione a risparmiatori tendenzialmente esclusi e passivi di fronte ai trasferimenti del controllo può convincerli a far convergere il loro risparmio sul mercato. La tutela della minoranza oggetto dell'OPA risulta così non un bene finale, ma un bene strumentale: “[l]’OPA obbligatoria è un prezzo che la contendibilità paga allo sviluppo del mercato, a sua volta necessario per un efficiente circolazione dei diritti proprietari e, quindi, per una più accentuata contendibilità del controllo”⁹⁵.

⁹⁴ Sempre F.CARBONETTI, *Idem sub* nota 87 il quale per evidenziare la validità di tale tesi si rifà allo studio americano compiuto da F.H.EASTERBROOK, D.R.FISCHEL, *L'economia delle società per azioni – Un'analisi strutturale*, trad.it. (a cura di) M.SCALIA, Giuffrè, Milano, 1996. In tale lavoro gli autori rilevano come negli Stati Uniti, un mercato dove “l'andamento dei prezzi non è inquinato da attese di opa obbligatoria”, in caso di cambio del controllo a seguito di un'OPA, le azioni non acquistate dallo scalatore vengono successivamente scambiate ad un prezzo mediamente superiore del 30% rispetto a quello corrente prima dell'OPA. Secondo gli AA. “questo sovrapprezzo riflette la convinzione che il valore dell'impresa acquisita è maggiore, quale che sia la ragione, sotto la nuova gestione rispetto alla precedente”. Si veda però *contra* L.ENRIQUES, *op. ult. cit.*, p. 28 il quale ritiene, al fine di valutare la disciplina delle OPA obbligatorie, che i risultati di questi studi empirici siano “assai meno significativi di quanto appaiano a prima vista”, dal momento che essi si riferiscono a operazioni svoltesi in un contesto tutt'altro che privo di regolamentazione e potrebbero dunque essere influenzati dal fatto che “già le legislazioni statali e quella federale, pur facendo leva su strumenti di tutela diversi dall'opa obbligatoria [...] s[ia]no in grado di impedire trasferimenti del controllo che danneggiano gli azionisti di minoranza”.

⁹⁵ R.COSTI, *op. cit.*, p.73 in tal senso l'A. rileva come OPA obbligatoria e contendibilità del controllo, in situazioni come quella italiana, possono muovere nello stesso senso, nella misura in cui l'obbligo di OPA favorisce lo sviluppo del mercato e rafforza la funzione di *corporate governance* del mercato stesso.

Nella disciplina odierna tuttavia questo “prezzo” risulta essere talmente alto da rendere troppo difficile la scalata delle grandi società e, quindi, del tutto teorica anche la protezione offerta ai soci di minoranza. E, cosa ancor più grave, proprio questa assenza di contendibilità rischia di annullare l’incentivo all’afflusso del risparmio sul mercato, ossia “l’unica ragione che giustifica l’obbligo di OPA”⁹⁶.

Una prima proposta di attenuazione della disciplina OPA è quella che prospetta una correlazione più stretta fra soglia fissa e partecipazione che effettivamente attribuisce il controllo della società, così da ancorare le soglie dell’OPA obbligatoria successiva alla partecipazione di controllo ed ampliare l’area dell’esonero dell’obbligo di OPA successiva totalitaria. Con questo sistema si permetterebbero ricambi efficienti, soprattutto in ipotesi non concordate. Alla base di tale suggerimento si pone infatti la considerazione che il pericolo di elusione, e le eventuali fonti di incertezza di una norma che “tenga conto della realtà e che persegua puntuali obiettivi di politica del diritto” siano minori di quelle che derivano da una disciplina, che al contrario, “in nome della certezza, rinuncia a definire in modo corretto la realtà che si accinge a regolare”⁹⁷.

Una seconda soluzione viene invece individuata nella possibilità di lasciare che le singole società definiscano esse stesse soluzioni negoziali al problema, così da consentire un adattamento della disciplina alle specifiche caratteristiche di ciascuna di esse. Difatti, la contendibilità di un’impresa è definibile solo in funzione di numerose variabili, quali, ad esempio, la struttura proprietaria, il grado e il tipo di benefici privati a disposizione di coloro che detengono il controllo e l’importanza degli investimenti specifici di capitale umano. Questa dottrina⁹⁸ si basa quindi sull’assunto che proprio gli

⁹⁶ Sempre R.COSTI, *Idem*, p.75

⁹⁷ *Idem*, p.76 il quale considera come la soluzione da lui proposta realizzi un punto di equilibrio più ragionevole fra l’obiettivo della contendibilità e la necessità-vincolo dello sviluppo del mercato attraverso la possibilità per le minoranze di partecipare alla distribuzione di una parte consistente del premio di maggioranza.

⁹⁸ L.ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell’unione europea*, in Riv. soc., 2010, p. 662 che seppur a favore della autonomia negoziale in tale contesto, non si distacca appieno dalla concezione che vede la previsione di una disciplina legislativa dell’OPA come fondamentale per la piena tutela degli azionisti e del mercato tutto, si veda in tal senso un altro lavoro dello stesso A. *Id.*, *Quale disciplina per le acquisizioni ostili? – Alcuni modelli teorici e la soluzione italiana*, in Merc. Conc. Reg., II, 1999, pp. 182 ss.

azionisti della società siano nella posizione migliore per cogliere il punto di equilibrio ottimale tra queste variabili; essendo, inoltre, principalmente costoro a subire gli effetti negativi di un eventuale eccessivo grado di tutela, in termini di minore frequenza nei trasferimenti del controllo creativi di valore.

In conformità con gli spunti offerti dalla dottrina economica prevalente⁹⁹, la proposta è quella di garantire, da una parte, un maggior grado di autodeterminazione dei soci: generalizzando il principio ricavabile dall'art.107, co.1, lett. b) TUF si riconoscerebbe agli azionisti di minoranza, esterni alla disputa per il controllo, un potere di decidere a maggioranza se, in presenza del superamento di una soglia rilevante, sia per loro preferibile avvalersi della tutela riconosciuta dall'ordinamento oppure rinunciarvi¹⁰⁰. E dall'altra invece un maggior grado di autonomia statutaria nella fissazione della soglia al superamento della quale sorge l'obbligo di OPA totalitaria, eventualmente fissando per legge, oltre che una soglia suppletiva, anche un limite massimo superiore fino al quale ammettere l'“*opting out*”.

In conclusione, seppur si scelga di condividere tale ultimo approccio (quantomeno come ottima base per un'auspicabile futura disciplina, maggiormente rivolta alla

Conforme a tale impostazione volta a garantire più ampi spazi di deroga si poneva anche, tempo addietro, E.BERLANDA, *op. cit.*, pp.890-891

⁹⁹ Teoria, questa, espressa in tali termini da L.ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Il Mulino, Bologna, 2009, p.49 il quale propone anche, al fine di ridurre i costi di transazione, di preveder eventualmente regole di carattere suppletivo, miranti o a recepire le regole statutarie che si suppone sarebbero più diffusamente adottate (*market mimicking rules*) o a indurre tutte le società a segnalare al mercato con chiarezza le regole che ciascuna di esse richiederà di seguire in caso di trasferimento del controllo (*penalty default rules*).

¹⁰⁰ Dal punto di vista operativo L.ENRIQUES, *Ibidem* propone un meccanismo con il quale stabilire che il superamento della soglia faccia sorgere l'obbligo di OPA, sempreché l'operazione non riceva il gradimento di una maggioranza (eventualmente qualificata) degli azionisti di minoranza (la stessa prevista dal combinato disposto tra art. 107, co.1, lett b) TUF e art. 48 Regolamento Emittenti Consob).

Qui bisogna però rilevare come, seppur condividendo appieno la proposta, non sia realmente immaginabile una sua realizzazione e soprattutto una sua efficacia pratica. Infatti, se la decisione circa la deroga dovesse essere adottata dagli azionisti in via preventiva all'offerta, questo comporterebbe una grave perdita in termini di “effetto sorpresa”, con le sue dirette conseguenze sia sull'offerta sia sull'effetto incentivante alla base di tale scelta. Se invece la votazione dovesse avvenire dopo il lancio dell'OPA, e magari dopo il superamento della soglia rilevante, si riscontrerebbe un pericoloso ritorno al passato in termini di certezza, non sapendo l'offerente se la sua offerta dovrà in seguito subire un'integrazione totalitaria.

contendibilità o almeno “neutrale”), se ne possono qui anticipare alcune probabili critiche.

Le principali obiezioni potrebbero, infatti, essere rivolte a rilevare che un margine così ampio lasciato alla libera contrattazione, insieme con gli incentivi dei controllanti ad adottare previsioni statutarie ostili alle acquisizioni, comporterebbero un regime perfino meno favorevole alla contendibilità di quello attualmente in vigore: concedere alla società la libertà di stabilire se e come gli azionisti di minoranza debbano essere protetti nel caso di una disputa per il controllo significherebbe, in realtà, assegnare tale scelta agli azionisti di maggioranza¹⁰¹.

La soluzione a tale questione ci viene però offerta dalla stessa dottrina¹⁰² autrice delle suddette proposte: richiedere una maggioranza qualificata, o una “maggioranza della minoranza” (impostata sullo stampo del procedimento di adesione previsto dal combinato disposto tra l’art. 107, co.1, lett. b) TUF e l’art. 48 del Regolamento Emittenti Consob) come condizione per la decisione sulla deroga da parte della società, eventualmente corredando ciò con un incremento delle disposizioni in materia di pubblicità circa gli assetti proprietari e le misure difensive esistenti. Così facendo si eviterebbero sia la confusione sul mercato circa il grado di contendibilità di ciascuna società, sia gli eccessivi costi di transazione per i potenziali offerenti¹⁰³.

Da ultimo non ci si può qui esimere dal menzionare il recentissimo provvedimento con il quale il nostro legislatore è ulteriormente intervenuto nella regolamentazione della disciplina del trasferimento del controllo allo scopo di “ridurre il rischio di scalate

¹⁰¹ In tal senso la critica sviluppata da B.LIBONATI, *Il ruolo dell’assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in Riv. soc., 2001, p.94

¹⁰² L.ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell’unione europea*, in Riv. soc., 2010, pp. 676-679

¹⁰³ Secondo L.ENRIQUES, *Ibidem* seguendo questa linea le società avranno l’opportunità di optare per un livello di contendibilità più elevato di quello previsto dalle attuali regole europee/nazionali di carattere cogente; divenendo in tal caso maggiormente soggette alle scalate ostili e, come inevitabile risvolto della medaglia, alle pratiche coercitive impiegate in tali contesti. Quest’ultima considerazione non è tuttavia da considerare fonte di un danno assoluto per gli azionisti: essi, infatti, “avrebbero scambiato la protezione dalle pratiche coercitive con una più alta probabilità di acquisizioni e dunque con i vantaggi che ne derivano, tanto direttamente quanto in termini di conseguente maggiore disciplina di mercato per i manager”.

striscianti e dare maggiore trasparenza al mercato”¹⁰⁴. Si tratta dell'art. 13 del D.l. 148 del 2017, convertito con modificazioni dalla Legge n. 72 del 2017, la cosiddetta "norma Anti-Scorrerie". Con tale provvedimento si è intervenuti sulla formulazione dell'art.120 TUF, inserendovi un nuovo comma 4-bis e modificandone il preesistente comma 5 per adattarlo alla nuova lettera.

L'articolo in questione viene ora a prevedere un nuovo obbligo di comunicazione in capo al potenziale *raider* “in occasione dell’acquisto di una partecipazione in emittenti quotati pari o superiore alle soglie del 10 per cento, 20 per cento e 25 per cento del relativo capitale”; laddove tale “partecipazione” deve intendersi riferita alle tre categorie già considerate rilevanti ai fini dell'art.120 TUF: azioni (art. 117 del Regolamento Emittenti), partecipazioni potenziali e altre posizioni lunghe (art. 119, comma 1, del Regolamento Emittenti) e partecipazione aggregata complessiva (art. 119, comma 2 del Regolamento Emittenti).

Una dichiarazione di impatto non superficiale sulla posizione dell'acquirente dovendo essa contenere l'esplicitazione degli obiettivi che esso “ha intenzione di perseguire nel corso dei sei mesi successivi”, che risulta però ancor più incisiva sul piano della *disclosure* ove si consideri che “sotto la responsabilità del dichiarante” si dovranno inoltre indicare: “a) i modi di finanziamento dell’acquisizione; b) se agisce solo o in concerto; c) se intende fermare i suoi acquisti o proseguirli nonché se intende acquisire il controllo dell’emittente o comunque esercitare un’influenza sulla gestione della società e, in tali casi, la strategia che intende adottare e le operazioni per metterla in opera; d) le sue intenzioni per quanto riguarda eventuali accordi e patti parasociali di cui è parte; e) se intende proporre l’integrazione o la revoca degli organi amministrativi o di controllo dell’emittente”. È in questo modo chiaro come tale disciplina investa appieno la disciplina del mercato del controllo: il “*raider*” è ora costretto a rivelare, già al raggiungimento della prima soglia rilevante, i propri propositi in merito all'acquisizione del controllo, dovendo inoltre palesare ai destinatari di tale comunicazione la strategia

¹⁰⁴ In tal senso F.ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2017, p.403 e spec. *sub* nota 24 il quale però nelle more della conversione si riferiva ancora agli obiettivi del solo Decreto legge 148 del 2017.

che intende adottare, nel prosieguo ed a seguito dell'acquisizione (si veda ad esempio la revoca degli organi di controllo), e le eventuali operazioni ad essa preordinate.

Rileva inoltre evidenziare come l'obbligo imposto dalla lettera della norma in analisi abbia particolare riguardo alle “intenzioni” del possessore e come tale sarà perciò importante, ai fini della sua decorrenza, individuare il momento in cui tale intenzione possa considerarsi effettivamente maturata. In tal senso, la dichiarazione deve essere “trasmessa alla società di cui sono state acquistate le azioni e alla Consob, nonché è oggetto di comunicazione al pubblico secondo le modalità e i termini stabiliti con il regolamento della Consob” (quattro giorni in base al disposto del comma 1, dell'art.121 del Regolamento Emittenti); inoltre “se nel termine di sei mesi dalla comunicazione della dichiarazione intervengono cambiamenti delle intenzioni sulla base di circostanze oggettive sopravvenute, una nuova dichiarazione motivata deve essere senza ritardo indirizzata alla società e alla CONSOB e portata alla conoscenza del pubblico secondo le medesime modalità”, facendo questa nuovamente decorrere il termine di sei mesi citato nel primo periodo del comma 4-*bis*.

Infine, a seguito della sopradetta modifica al comma 5 dell'art.120 TUF, alla violazione delle nuove prescrizioni viene estesa la sterilizzazione del diritto di voto per le azioni quotate e gli strumenti finanziari in relazione ai quali sia stata omessa la prescritta comunicazione e sono richiamate, in caso di inosservanza, le disposizioni in punto di sospensione del diritto di voto e di obbligo di alienazione delle partecipazioni eccedenti le soglie indicate, nonché le sanzioni attualmente comminate per le violazioni in materia di informazione societaria e dei doveri dei sindaci, dei revisori legali e delle società di revisione legale.

1.2 Analisi del concetto di “ostilità”

Prima di proseguire con la nostra analisi, è necessario aprire una parentesi circa il significato che il termine “ostilità” assume quando posto in correlazione con lo

strumento dell'offerta pubblica di acquisto. Una puntualizzazione che si rende necessaria in quanto, se fino ad ora la distinzione tra OPA "ostile" e "concordata" ha per noi assunto rilievo solo in funzione del minor o maggior grado di tutela da garantire alla minoranza azionaria, l'intera materia oggetto del nostro successivo studio (si veda *infra* Cap. III) attinente alle "tecniche di difesa" non può trovare altrimenti collocamento se non in un contesto di ostilità.

Nel tentativo di definire tale concetto nessun aiuto ci perviene dalla normativa in materia che in alcuna ipotesi, neanche nel regolamentare "l'armamentario" difensivo delle società bersaglio, si riferisce in tali termini ad un'offerta pubblica di acquisto.

Secondo l'opinione dominante, una connotazione ostile viene individuata in un'OPA quando questa non è preceduta dall'approvazione degli amministratori della società bersaglio¹⁰⁵. Lettura condivisibile in base al fatto che, nonostante la proposta di acquisto di titoli si rivolga e si perfezioni, dal punto di vista contrattuale, direttamente con i titolari di questi, prescindendo quindi da qualsiasi intervento degli amministratori, ciò non significa che questi ultimi rimangano indifferenti a tale offerta, o che essi non abbiano interesse alcuno in relazione ai suoi futuri sviluppi. Al contrario, invece, va considerato come, proprio nell'ipotesi di OPA ostile diretta al controllo, gli amministratori siano i probabili principali destinatari finali di tale evento, al quale di norma segue una ridefinizione delle scelte gestionali ed un conseguente rinnovamento dei componenti dell'organo amministrativo.

Nel tempo, tuttavia, questa spiegazione del fenomeno è stata affiancata da altre versioni, che qui vogliamo citare.

In primo luogo vi è chi ritiene superflua la distinzione tra mancato accordo con gli amministratori e mancato accordo con il "venditore" dell'emittente¹⁰⁶, essendo l'OPA,

¹⁰⁵ In tal senso *ex multis* G.FERRARINI, *Indagine conoscitiva sull'attuazione del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura della VI Commissione – Finanze – Camera dei deputati, seduta del 4 dicembre 2001; R.WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, (diretto da) G.E.COLOMBO e G.B.PORTALE, 10**, UTET, Torino, 1993, p.319; M.LISANTI, *Quale tutela per gli azionisti di minoranza?*, in *Merc. Conc. Reg.*, 2000, p.152

¹⁰⁶ In questi termini sembrerebbe potersi tradurre l'espressione di C. MOSCA, *Commento sub art. 104*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998*, n. 58, Commentario (diretto da) P.MARCHETTI e L.A. BIANCHI, Giuffrè, Milano, 1999, p. 264, secondo

in entrambe tali ipotesi, qualificabile indifferentemente come ostile, data solitamente la sostanziale coincidenza tra i loro interessi, dettata dal fatto che gli amministratori ne sarebbero diretta espressione. In realtà, come precisato dalla dottrina¹⁰⁷, bisogna evitare di incorrere in equivoci nel distinguere tra OPA amichevole o ostile: sebbene per aver successo un'offerta pubblica di acquisto deve trovare il benessere della maggioranza degli azionisti della società bersaglio, ciò che maggiormente rileva è che a seguito del successo dell'offerta e del conseguente trasferimento del capitale in mano al nuovo acquirente "è verosimile che questo usi i suoi diritti di voto per sostituire i vecchi esponenti nel consiglio di amministrazione". È perciò con riferimento a questi ultimi che deve essere tracciata la linea di confine tra offerte concordate e non.

In secondo luogo merita di essere citata, per completezza, la posizione di coloro che, nel constatare la difficoltà di determinare il carattere ostile dell'OPA con riferimento al solo atteggiamento degli amministratori, ne propongono altre definizioni. Questi individuano una possibilità di effettuare tale verifica sulla base dei "corsi di mercato": quanto più essi risultino vicini ai valori oggetto dell'offerta, tanto più essa risulterebbe giudicata con favore e quindi amichevole; al contrario corsi particolarmente distanti e discosti saranno indicativi di un dissenso verso l'offerta, connotandola di ostilità e destinandola ad un probabile insuccesso. A parte le problematiche connesse al fatto che tale analisi, basandosi esclusivamente sugli andamenti del mercato, è particolarmente idonea ad essere influenzata da fattori totalmente estranei al lancio dell'offerta (che la rendono un indice di riferimento poco attendibile), il principale difetto di tale lettura risiede nell'impossibilità di cogliere attraverso di essa le difficoltà relative all'adozione di tecniche di difesa. Queste vanno dispiegate già al momento del lancio dell'OPA e non dopo averne atteso il risultato; essendo per di più sindacabile

cui l'offerta ostile è quella "in cui il trasferimento del pacchetto di controllo non viene concordato con il venditore o pattuito con gli amministratori in carica della società bersaglio". Dobbiamo qui rilevare come non risulti del tutto chiaro se L'A., con il termine "venditore", abbia voluto riferirsi all' "azionista di riferimento" o più in generale alla maggioranza degli azionisti oggetto dell'offerta (a favore di tale ultima lettura sembrerebbe WEIGMANN, *Ibidem*)

¹⁰⁷ R.WEIGMANN, *Idem sub* nota 99

come, nel caso di un'OPA destinata dal principio al fallimento, le tecniche difensive sarebbero quantomeno superflue¹⁰⁸.

In conclusione, va rilevato per completezza rilevato come alcuni ritengano la definizione sopra espressa come “tradizionale”, che stabilisce il carattere amichevole o ostile di un'OPA in riferimento alla posizione degli amministratori, non pienamente esaustiva. Secondo questa dottrina, infatti, sarebbe preferibile adottare un canone che qualifichi in termini di ostilità un'offerta non gradita a coloro che siano situati nella posizione di poterla efficacemente osteggiare, siano essi amministratori od altri soggetti. L'OPA ostile viene così definita come un'offerta tale da dar luogo all'attuazione o all'allestimento di tecniche di difesa, divenendo, in questo modo, la presenza di misure difensive il vero elemento qualificante.

Una definizione, questa, in parte meno accurata di quella principalmente accolta, ma che permetterebbe di tenere conto di situazioni più complesse, come quella italiana, dove l'adozione delle misure di difesa è rimessa in parte agli amministratori ed in parte all'assemblea¹⁰⁹.

1.3 Il comunicato dell'emittente: tra “fondato giudizio” e *factual defense*

Avendo ora individuato il significato del concetto di “ostilità” in relazione ad una offerta pubblica di acquisto, la nostra analisi non può che vertere verso una disamina del cosiddetto “comunicato dell'emittente”¹¹⁰.

¹⁰⁸ In tal senso F.REGALDO, *Le tecniche difensive nelle opa ostili – Riflessioni comparatistiche*, Giappichelli, Torino, 2006, pp. 20-23 il quale cita la lettura del concetto di ostilità espressa in T.BIANCHI, *Opa, difficile dire se è ostile o no*, in *Il Sole 24 Ore*, 23 aprile 1999

¹⁰⁹ In tal senso F.REGALDO, *Idem*, p.21; C.D'AMBROSIO, *Offerta pubblica di acquisto: poteri e responsabilità degli amministratori*, CEDAM, Padova, 2014, p.18

¹¹⁰ Si vedano *ex multis* G. FALCONE, G.ROTONDO, L.SCIPIONE, *op. cit.*, p.110; F.M.MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e scambio*, Giappichelli, Torino, 2014, p. 79 il quale nel commentare l'opportunità offerta dal Regolamento Emittenti di allegare il comunicato al documento d'offerta, rileva come questo “accadrà qualora l'opa è stata concordata con gli amministratori”; R.COSTI, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2016, p.77 il quale considera “amichevole” l'offerta quando venga consigliato di accettarla, ed “ostile” quando venga considerata non vantaggiosa per gli azionisti.

Nel nostro ordinamento l'individuazione di tale comunicato è oggi contenuta nel comma 3, art. 103 del Testo Unico della Finanza, il quale prevede che l'emittente i cui titoli siano oggetto di un'OPA sia tenuta a diffondere “un comunicato contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e la propria valutazione sulla medesima”.

Nella vigenza dell'art. 27, co. 3, della legge n. 149 del 1992, il legislatore aveva stabilito una “mera” facoltà per gli amministratori di fornire il proprio parere sull'OPA, attribuendogli la possibilità di pubblicare un comunicato nel quale esporre ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta, nonché la propria valutazione a riguardo. Veniva inoltre previsto che, laddove gli amministratori si fossero avvalsi di tale facoltà, il comunicato sarebbe dovuto essere sottoposto al preventivo giudizio della Consob, al fine di assicurare la “sufficienza” delle informazioni in esso contenute¹¹¹.

Con un significativo “scarto testuale” rispetto alla disciplina precedente, rinvenibile nella sostituzione della precedente espressione “ha facoltà di pubblicare” con il predicato “diffonde”, detto comunicato viene ora configurato in termini di obbligatorietà, eliminando in radice ogni possibile dubbio interpretativo ed applicativo, in ossequio peraltro agli indirizzi interpretativi sviluppatasi progressivamente in Italia, anche alla luce dell'esperienza comparatistica¹¹².

¹¹¹ Così F.CHIAPPETTA, *Il comunicato dell'emittente*, in AA.VV., *Le Offerte Pubbliche di Acquisto*, (a cura di) M.S.RICHTER Jr., Giappichelli, Torino, 2010, p.100

¹¹² In tal senso *ex multis* M.LAMANDINI, *Commento sub art. 103 TUF*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza*, Commentario (diretto da) G.F. CAMPOBASSO, UTET, Torino, p.884 il quale, inoltre, richiamando CONSOB *Informa n.3 del 18 gennaio 1999*, rileva come questo cambiamento abbia indotto la Consob ad escludere che gli amministratori dell'emittente debbano, pur in assenza di richiesta proveniente da una minoranza qualificata, convocare l'assemblea entro il termine di pendenza per ivi riferire sui contenuti dell'offerta.

Per quanto attiene al panorama comparatistico, la scelta compiuta dal nostro legislatore si allinea a discipline estere che già precedentemente prevedevano questo genere di obbligo, in particolare si fa riferimento *ex multis* all'art. 11 del *Règlement général du conseil des bourses de valeurs* francese, il quale prevede il deposito presso la COB di una “note d'information”, ed alle *Rule 3.1 e 25 del City Code on Takeovers and Mergers* britannico, che a loro volta impongono al board di ottenere un parere indipendente sull'offerta e di inviarlo, assieme al proprio comunicato, a tutti gli azionisti. La disposizione in esame si era dimostrata inoltre conforme al testo dell'art.8 della Proposta di Direttiva CE in materia di OPA (in *Soc., 1996, pp.351 ss.*) il quale, rubricato “obblighi degli amministratori della società destinataria”, recitava a proposito: “gli Stati membri provvedono all'adozione di norme intese ad assicurare che [...] l'organo di amministrazione o di direzione della società destinataria rediga e renda pubblico un documento contenente il suo parere sull'offerta”.

Va infatti rilevato come, già prima dell'emanazione del Testo Unico, parte della dottrina¹¹³ aveva osservato che, nonostante un obbligo di comunicazione non fosse sancito in modo espresso e formale, questo fosse desumibile, quantomeno in via interpretativa, come normalmente esistente in forza del dovere generale degli amministratori di perseguire l'interesse sociale e di intervenire (in questo caso attraverso l'espressione di un avviso) in presenza di fatti significativi suscettibili di incidere sull'andamento sociale e, più in generale, sui sopradetti interessi della società. Altra dottrina aveva inoltre evidenziato l'insufficienza dell'informazione assicurata al pubblico in assenza di tale obbligo, soprattutto nel caso di offerte amichevoli, nelle quali gli amministratori della società emittente avrebbero potuto avere interesse ad astenersi dal fornire notizie sfavorevoli all'offerta, condannando gli azionisti a subire le così definite "congiure del silenzio"¹¹⁴.

Con la nuova disciplina dell'art.103, quindi, il legislatore ha provveduto da un lato ad obbligare *tout court* l'emittente a diffondere un comunicato, e dall'altro a sopprimere la

¹¹³ D.REGOLI, *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Giappichelli, Torino, 1996, pp.71 ss. spec.73. il quale rilevava come fosse "innegabile la configurabilità di un interesse della società alla diffusione del comunicato", non solo in caso di offerte connotate da elementi di illegalità o pericolosi per il benessere sociale, ma anche quando la mancata comunicazione al mercato di informazioni utili ai fini di un giudizio sull'offerta possa pregiudicare la fiducia o l'interesse del mercato in ordine ai titoli della società. Conclude infatti l'A. che la società "ha un evidente interesse ad evitare una disaffezione degli investitori per l'acquisto dei suoi titoli [...]: è quindi in nome di questo interesse sociale che può risultare doverosa la pubblicazione di un comunicato che eviti possibili disorientamenti e reazioni scomposte nel mercato, quali potrebbero essere suggerite dallo "strano silenzio" mantenuto di fronte all'offerta dagli amministratori.

Una posizione che lo stesso A. rinnova e conferma nel suo più recente lavoro *Id., Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo dei soci in pendenza di opa*, in Riv. soc., 2000, p.804 Cfr. R.WEIGMANN, *op. cit.*, pp. 575-576; P.A.SPITALERI, *La disciplina delle offerte pubbliche*, in AA.VV., *Intermediari finanziari, mercati, società quotate*, (a cura di) PATRONI GRIFFI – SANDULLI – SANTORO, Giappichelli, Torino, 1999, p.652 il quale considera tale previsione normativa come indispensabile considerato il nuovo ruolo attribuito ai soci, i quali, non limitandosi più all'apprezzamento del plusvalore offerto, "tengono conto di valutazioni a più ampio raggio, come quelle relative alle prospettive economico-finanziarie e di sviluppo dell'impresa oggetto di takeover".

¹¹⁴ L.ENRIQUES, *Commento sub art. 27*, in R.COSTI (a cura di), *Commentario della legge 18 febbraio 1992, n. 149, Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli*, in Nuove Leggi Civ. Comm., 1997, p.440 secondo il quale l'obbligo si sarebbe dimostrato, al contrario, inutile in caso di offerta "ostile" in quanto gli amministratori manifesterebbero in tali occasioni un proprio interesse a far sapere al pubblico il proprio giudizio negativo sull'offerta; conformi a tale lettura *ex multis* L.G.PICONE, *op. cit.*, p.114 e D.REGOLI, *op. ult. cit., passim*

preventiva approvazione del comunicato ad opera della Consob¹¹⁵, escludendo qualsiasi intervento autorizzativo, o anche solo valutativo, sul comunicato da parte dell'autorità di controllo del mercato mobiliare.

Il comma 5, dell'art.9, della Direttiva OPA ricomprende tra gli obblighi dell'organo di amministrazione della società bersaglio quello di “redige[re] e rende[re] pubblico un documento contenente il suo parere motivato sull'offerta, compreso il suo parere sugli effetti che il suo eventuale successo avrà su tutti gli interessi della società, compresa l'occupazione e sui piani strategici dell'offerente per la società emittente e le loro ripercussioni probabili sull'occupazione ed i siti di lavoro indicati nel documento di offerta [...] comunica[ndo] nello stesso tempo questo parere ai rappresentanti dei lavoratori della società o, in loro mancanza, ai lavoratori direttamente”; con l'ulteriore previsione dell'obbligo di allegare al comunicato un eventuale “parere distinto d[e]i rappresentanti dei lavoratori” quando quest'ultimo venga ricevuto in tempo utile a tale scopo.

¹¹⁵ Un obbligo di preventiva trasmissione alla Consob del comunicato dell'emittente rimaneva tuttavia stabilito al co.2 dell'art.39 del Regolamento Emittenti; riservandosi inoltre la stessa Consob di richiedere eventuali integrazioni al comunicato stesso prima della sua adozione. Tuttavia, nonostante le posizioni contrarie assunte da notabili operatori del mercato in sede di consultazione, anche quest'ultimo è stato successivamente eliminato a seguito della *Delibera n. 18214 del 9.5.2012* sostitutiva del co.4, dell'art.39 Regolamento Emittenti, il quale ora recita: “Il comunicato e gli allegati previsti dal comma 7, lettere a) e b), sono resi noti al mercato entro il giorno antecedente il primo giorno del periodo di adesione e sono trasmessi alla Consob contestualmente alla loro diffusione (corsivo nostro)”. Si vedano in merito il *Documento di Consultazione Consob, Regolamento Emittenti – Regolamento Mercati, Proposte di Modifica 22 Marzo 2012* il quale giustifica tale scelta in tali termini: “[s]ul piano procedurale si propone invece di eliminare, anche al fine di un migliore allineamento con la disciplina comunitaria, l'obbligo di trasmissione preventiva alla Consob del comunicato dell'emittente, essendo al riguardo possibile lo svolgimento di una vigilanza ex post sul contenuto dello stesso. Qualora, infatti, la Consob dovesse riscontrare violazioni delle disposizioni in esame, potrà (oltre ad avviare il procedimento sanzionatorio) richiedere all'emittente la diffusione di un comunicato integrativo di quello già reso pubblico”; e le conseguenti *Osservazioni al Documento di Consultazione del 22 Marzo 2012, 10 Maggio 2012*.

Per l'analisi degli effetti e delle problematiche dovute alle ristrettezze temporali nella vigenza della precedente formulazione del Regolamento Emittenti si vedano *ex multis* L.G.PICONE, *op. cit.*, p.115; F.TROISI, G.VANZANELLI, *Commento sub art. 103*, in AA.VV., *Il Testo Unico della Finanza*, Tomo II, UTET, Torino, 2012, p. 1271 ss.; M.TOLA, *op. cit.*, p.53-54; F.CHIAPPETTA, *Commento sub art. 103 TUF*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, (a cura di) G.ALPA – F.CAPRIGLIONE, CEDAM, Padova, 1998, II, p.960

In sede di recepimento, la normativa nazionale è stata, così, allineata in maniera pressoché letterale a quella comunitaria, attraverso l'introduzione di un nuovo comma 3-bis all'art.103 TUF; il quale prevede appunto che il comunicato dell'emittente “contiene altresì una valutazione degli effetti che l'eventuale successo dell'offerta avrà sugli interessi dell'impresa, nonché sull'occupazione e la localizzazione dei siti produttivi”; che “contestualmente alla sua diffusione, il comunicato [debba essere] trasmesso ai rappresentanti dei lavoratori della società o, in loro mancanza, ai lavoratori direttamente”; e che, infine, “[s]e ricevuto in tempo utile, al comunicato [debba essere] allegato il parere dei rappresentanti dei lavoratori quanto alle ripercussioni sull'occupazione”.

La modifica ha sicuramente ampliato il contenuto del comunicato, il quale non deve più esprimersi unicamente in ordine alla congruità dell'offerta, ma deve ora ulteriormente contenere articolate valutazioni circa i suoi effetti¹¹⁶.

Proprio in merito al contenuto¹¹⁷, va rilevato come la disciplina del TUF non fornisca alcuna indicazione specifica, limitandosi ad indicare che esso debba contenere “ogni dato utile per l'apprezzamento” dell'offerta da parte dei soci e la valutazione da parte del consiglio della stessa e degli effetti di un suo eventuale successo sugli interessi dell'impresa.

Pertanto, nell'analizzare tale strumento, occorrerà fare riferimento all'art. 39 del Regolamento Emittenti Consob¹¹⁸, con il quale, in attuazione al potere attribuitole in base al comma 4, lettera a), dell'art. 103 TUF, l'Autorità di Vigilanza ha provveduto a fornirne una descrizione analitica.

È ormai largamente diffusa in dottrina¹¹⁹ la convinzione che sia necessario fornire una distinzione “fisica” all'interno del comunicato, tra una parte più propriamente

¹¹⁶ In tal senso F.CHIAPPETTA, *Il comunicato dell'emittente*, in AA.VV., *Le Offerte Pubbliche di Acquisto*, (a cura di) M.S.RICHTER Jr., Giappichelli, Torino, 2010, p.101

¹¹⁷ Per una dettagliata, sebbene non attualmente aggiornata, disamina del contenuto del comunicato si vedano *ex multis* F.TROISI, G.VANZANELLI, *Commento sub art. 103*, in AA.VV., *Il Testo Unico della Finanza*, Tomo II, UTET, Torino, 2012, pp. 1265 ss.

¹¹⁸ CONSOB, *Delibera n. 11971*, del 14 maggio 1999 e successive modifiche

¹¹⁹ Questa si fa generalmente risalire a D.REGOLI, *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Giappichelli, Torino, 1996, p.59 il quale ha formulato tale distinzione di riflesso a quella riscontrabile nella redazione del “documento di offerta”.

“oggettiva”, contenente dati ufficiali o comunque informazioni sufficientemente certe e oggettivamente verificabili; ed una parte più marcatamente “soggettiva”, consistente in una “valutazione” motivata dell’offerta stessa, conclusa con un giudizio favorevole o meno. Una suddivisione che, come si vedrà in seguito, assume importanza fondamentale soprattutto nel campo della responsabilità in cui gli amministratori possono incorrere nella redazione del comunicato¹²⁰.

In particolare, per quanto attiene alla sua accezione, sopra definita, “oggettiva”, il comunicato deve indicare: a) i nominativi dei componenti dell’organo amministrativo¹²¹ presenti alla seduta; b) se alcuni amministratori abbiano comunicato di essere portatori di un interesse proprio¹²² o di terzi nell’offerta, specificandone la

Distinzione in seguito adottata *ex multis* da FALCONE, G.ROTONDO, L.SCIPIONE, *op. cit.*, p.112; L.G.PICONE, *op.cit.*, p.121; M.TOLA, *op. cit.*, p.51 la quale ne fornisce una spiegazione in termini di responsabilità; ed in tempi più recenti M.BRESTOLLI, *Commento sub art.103*, in AA.VV., *Commentario all’offerta pubblica di acquisto*, (a cura di) G. FAUCEGLIA, Giappichelli, Torino, 2010, p.50; F.M.MUCCIARELLI, *op. cit.*, p.74

¹²⁰ Si veda *infra* pp. 41 e ss.

¹²¹In CONSOB, *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010, *Allegato 1,30* viene indicato come tali informazioni siano finalizzate ad agevolare il compito dell’Autorità nell’ottenere informazioni, solitamente richieste in sede di istruttoria, relative all’esatta rappresentazione dei membri dell’organo amministrativo e di controllo presenti alla deliberazione per l’approvazione del comunicato.

Si vuole qui inoltre ricordare come, ai fini della nostra analisi si farà riferimento agli amministratori, quali componenti dell’organo gestorio della società che adotti il modello di amministrazione tradizionale. Laddove l’emittente sia organizzato secondo il modello di amministrazione e controllo dualistico, l’art. 103, co.3 TUF prevede che il comunicato dell’emittente sia approvato dal consiglio di gestione e dal consiglio di sorveglianza; il comunicato potrà essere solo “eventualmente” congiunto, in questo modo, non ponendo nessun obbligo in tal senso, si sono lasciati margini per possibili comunicati provenienti sia da uno sia dall’altro organo sociale.

¹²² Fa notare F.M.MUCCIARELLI, *op. cit.*, p.76 *sub* nota 154 come in realtà si potrebbe sostenere che tutti gli amministratori siano portatori di un interesse proprio, in quanto: in ipotesi di OPA ostile, essi sono interessati a mantenere la loro posizione, mentre in caso di OPA concordata essi l’avrebbero negoziata con l’offerente. Rileva però l’A. come non possa essere considerata questa la prospettiva presa in considerazione dall’art. 39, lett. b), del Regolamento Emittenti.

Rilevano inoltre F.TROISI, G.VANZANELLI, *op. cit.*, p.1266 come tale obbligo di comunicazione sia simile a quello previsto *ex art.2391 c.c.* per le s.p.a. in relazione agli interessi degli amministratori, sebbene esteso sia da un punto di vista dei soggetti coinvolti sia dei destinatari di tale comunicazione: quanto al primo, la previsione differisce dall’art.2391 c.c. per il fatto di coinvolgere nell’obbligo anche il consiglio di sorveglianza in considerazione del fatto che il comma 3 dell’art.103 TUF attribuisce anche a loro il potere-dovere di approvare il comunicato; quanto al secondo punto, la differenza sta nell’indirizzare tale obbligo nei confronti del mercato tutto (*ex art.36 Reg. Emittenti*) e non unicamente verso gli stessi amministratori o collegio sindacale (con rilevanza meramente interna).

natura, i termini, l'origine e la portata, ai sensi dell'art. 2391 c.c.; c) i nomi dei dissenzienti¹²³ e degli astenuti, con specifica indicazione delle motivazioni di tali scelte, e se singoli amministratori abbiano partecipato a trattative con l'offerente (una disposizione volta ad assicurare la trasparenza in ordine al comportamento dei membri degli organi di direzione e controllo); d) se l'emittente si sia avvalso del giudizio di esperti nella valutazione (previsione non obbligatoria ma sovente sfruttata ai fini di limitare il rischio di responsabilità civile per gli amministratori); e) qualora l'offerta abbia ad oggetto titoli diversi da quelli previsti dall'art. 101-*bis*, co.3, essendo quindi in grado di incidere sugli assetti di potere della società, gli amministratori devono anche illustrare quale incidenza potrebbe avere il successo dell'OPA sugli "interessi dell'impresa" oltre che sull'occupazione e i siti produttivi (cosiddette "prospettive sociali" dell'OPA)¹²⁴.

¹²³ Va sottolineata a tal riguardo la posizione di F.CHIAPPETTA, *op. ult. cit.*, pp.106 – 107. L' A. rileva come la scelta della Consob di permettere l'esternazione di tale dissenso non appaia del tutto coerente con l'impianto normativo scelto dal TUF. Quest'ultimo, infatti, attribuisce la funzione di emettere il comunicato al "consiglio di amministrazione" nella sua interezza, e non già ai "singoli" amministratori. La previsione viene, inoltre, considerata "affatto eccentrica rispetto ai criteri di normale funzionamento del consiglio di amministrazione", essendo esso governato dal principio di collegialità, la cui operatività determina l'assorbimento delle posizioni personali dei suoi componenti, che finiscono per essere sintetizzate in quella dell'unico organo deliberante. Infine, quindi, nel constatare come la ritrosia, "salda nel nostro diritto societario", ad ammettere rotture verso l'esterno dell'unitarietà del consiglio di amministrazione, abbia fatto rimanere tale previsione di emersione della *dissenting opinion* una scelta del tutto isolata nel panorama legislativo italiano, l'A. conclude che tale diritto avrebbe dovuto essere limitato al caso in cui il consiglio di amministrazione sia citato in giudizio per un'azione di responsabilità nei suoi confronti; avendo in questo caso l'amministratore diritto a fare emergere il proprio dissenso (espresso e fatto risultare a verbale) in forza dell'art. 2392, co.3 c.c.

Posizione in parte condivisa in WEIGMANN, *op.cit.*, pp. 577-578

¹²⁴ Rileva F.MUCCIARELLI, *op. cit.*, p.77 come gli amministratori potrebbero giungere alla conclusione che il successo dell'offerta, sul lungo termine, impoverirà l'impresa nonostante il prezzo offerto sia conveniente per gli azionisti. L'A., peraltro, nel suo lavoro, si chiede se gli amministratori nel redigere tale comunicato debbano tenere in considerazione esclusivamente l'interesse degli azionisti a massimizzare il prezzo di vendita oppure se possano, o se debbano, fondare la propria valutazione avendo riguardo ad altri interessi come quelli dei creditori, dei lavoratori (cd. "stakeholders") o dell'impresa nel suo complesso. Una lettura che, sebbene sembrerebbe confermata dal co. 3-*bis*, dell'art. 103 TUF (il quale dispone che il comunicato debba contenere "una valutazione degli effetti che l'eventuale successo dell'offerta avrà sugli interessi dell'impresa, nonché sull'occupazione e la localizzazione dei siti produttivi"), lo stesso A. giunge a dover abbandonare, in considerazione del fatto che il conflitto tra i sopradetti interessi "potrebbe essere insanabile e gli amministratori non potranno fare altro che prenderne atto, consigliando ai soci di vendere" davanti ad un'offerta vantaggiosa, pur presentandosi, ad esempio, un futuro imprenditoriale negativo (si vedano spec. pp. 74; 75; 78).

Particolarmente rilevanti sono poi gli obblighi di informazione espressi alle lettere e) ed f), dell'art.39 del Regolamento Emittenti, i quali prescrivono che esso debba contenere informazioni relative a “fatti di rilievo non indicati nell'ultimo bilancio o nell'ultima situazione contabile infrannuale”, nonché informazioni “sull'andamento recente e sulle prospettive dell'emittente, ove non riportate nel documento d'offerta”. In merito a tali ultime disposizioni, parte della dottrina¹²⁵ ha in precedenza rilevato

Cfr. F.CHIAPPETTA, *Ibidem*, p.103 che sottolinea come oggi gli amministratori debbano riferirsi nella loro valutazione e debbano estendere il loro dovere di “assistenza informativa a “tutti gli interessi connessi al fare impresa” ed ai loro portatori; l'OPA finisce così per essere riguardata non solo come fenomeno proprio del mercato finanziario, bensì, come “fatto rilevante del complessivo mercato dei beni e dei servizi”.

¹²⁵ Sotto la vigenza della precedente disciplina *ex multis* P.MONTALENTI, *op. cit.*, p. 165 aveva rilevato come, poiché l'offerta non potesse iniziare prima che fossero trascorsi 5 giorni dalla diffusione del documento d'offerta (art.40, co.2 Regolamento Emittenti) ed il comunicato dell'emittente doveva essere trasmesso alla Consob almeno 2 giorni prima della data prevista per la sua diffusione, che doveva avvenire il primo giorno di durata dell'offerta (art. 39, co.2 Regolamento Emittenti), l'emittente disponesse di solo tre giorni per elaborare e trasmettere il comunicato. Un termine considerato “eccessivamente breve” per compiere tutte le operazioni ad esso necessarie.

Una considerazione che, nonostante le modifiche apportate alla disciplina (artt. 37 e 40 Regolamento Emittenti) in seguito alle ordinanze TAR Lazio, 21 ottobre 1999, n.2964 e Cons. Stato, 29 ottobre 1999, n.1924 (in particolare si vedano in questione F. CHIAPPETTA, R. RISTUCCIA, *Ma quando inizia il "gioco dell'opa"?*, in *Giur. comm.*, 2000, II, pp. 21 ss.) abbiano concesso agli amministratori di poter disporre con maggior anticipo di un quadro abbastanza completo dell'offerta, ha continuato a fornire per lungo tempo una base per la critica della disciplina del comunicato (si vedano *ex multis* M.LAMANDINI, *op. cit.*, p.885; F.CHIAPPETTA, *Il comunicato dell'emittente*, in AA.VV., *Le Offerte Pubbliche di Acquisto*, (a cura di) M.S.RICHTER Jr., Giappichelli, Torino, 2010, p.105; A.GUACCERO, *op. cit.*, pp.13 ss.).

Oggi la normativa regolamentare è stata ridimensionata a seguito di una scelta della Consob che, dichiaratamente a fini semplificatori (si veda CONSOB, *Proposte di modifica al Regolamento Emittenti*, 22 marzo 2012 il quale recita: “si propone l'eliminazione dell'obbligo di trasmissione preventiva alla Consob del comunicato che, ai sensi dell'art. 39, l'emittente deve pubblicare prima dell'inizio dell'offerta, semplificando altresì, il contenuto del comunicato (eliminazione dell'obbligo di riportare alcune informazioni comunque reperibili mediante ricorso ad altre fonti)”) è giunta mediante le Delibere n.18241, del 9 maggio 2012 e n.18612, del 17 luglio 2013 ad eliminare l'obbligo di preventiva trasmissione, prevedendo che tale comunicato debba essere fornito alla Consob “contestualmente alla sua diffusione” (co.4, art. 39 del Regolamento Emittenti), anticipando tuttavia la sua diffusione al mercato al “giorno antecedente il primo giorno del periodo di adesione.

Va però rilevato come le scelte così compiute se da un lato permettano agli amministratori di svolgere più agevolmente il loro compito, dall'altro potrebbero portare ad una minor certezza sotto il profilo delle informazioni fornite agli oblati, che verrebbero sottoposte a controllo solo quando già in grado di influenzarne la scelta.

A proposito proprio dei poteri che la Consob può esercitare circa il comunicato, è stato rilevato in dottrina come, a seguito della scelta del legislatore del Testo Unico di non prevedere più alcun potere autorizzativo dell'autorità di vigilanza (a differenza del comma 3 dell'art.27, della L. 149/1992) in merito, la stessa non sembra vantare alcun potere di imporre all'emittente la

come, dati i tempi ristretti a disposizione degli amministratori dell'emittente per la predisposizione di tale comunicato¹²⁶, non si possa assegnare al comunicato una funzione di aggiornamento dei dati contabili a disposizione del pubblico, né ritenere di trasformarlo in una sorta di relazione interinale sulla gestione¹²⁷. Se ne ricava l'impossibilità di addossare all'organo amministrativo dell'emittente un obbligo di acquisire ulteriori elementi conoscitivi¹²⁸, essendo il suo compito solo quello di esprimere un giudizio sull'offerta, maturato sulla base degli elementi già a disposizione. In particolare, considerata la finalità del comunicato (si veda *infra*), la prescrizione deve intendersi riferita a fatti che possano essere di rilievo ai fini dell'apprezzamento dell'offerta, piuttosto che ad un mero aggiornamento di informazioni di qualsiasi natura già messe a disposizione del pubblico¹²⁹: soltanto in questi termini si può ritenere che il comunicato debba correggere tutte quelle informazioni contenute in modo inesatto, o integrare le informazioni del tutto mancanti nel documento di offerta predisposto dall'offerente. Tenuto conto del fatto che, nel caso gli amministratori

modifica dello stesso, né di pretendere l'inserimento di informazioni diverse da quelle previste nell'art.39 del Reg. Emittenti; sempreché il comunicato integri il contenuto minimo ivi richiesto. Nessun controllo di merito od opportunità potrebbe quindi essere esercitato sul contenuto del comunicato, potendo solo valutare se le informazioni comprese siano caratterizzate della chiarezza e significatività necessarie per pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta. Solo in caso contrario potrà chiedere i chiarimenti, le integrazioni e le delucidazioni necessarie; potendo altresì arrivare ad impedire la pubblicazione di un comunicato contenente informazioni contraddittorie, non chiare o poco circostanziate, fino a quando la società non ponga rimedio a tale situazione. In tal senso si vedano F.TROISI, G.VANZANELLI, *op. cit.*, p.1272; M.TOLA, *op. cit.*, p.54

¹²⁶ Per ciò che attiene alla procedura di pubblicazione, tutto ha inizio con la comunicazione di inizio/obbligo di OPA ex art.102 TUF, resa nota all'emittente ed al mercato in base all'art.37 Reg. Emittenti e contenente l'indicazione degli elementi essenziali dell'offerta e delle finalità dell'operazione. Sebbene la redazione del comunicato possa principiare già da questo momento, la sua definitiva pubblicazione non potrà sicuramente avvenire prima di aver avuto compiutamente conoscenza del documento d'offerta in quanto quest'ultimo contiene ulteriori elementi che potrebbero essere necessari per la redazione del comunicato che è inoltre finalizzato proprio a correggere e/o integrare le informazioni contenute nel documento d'offerta (e pertanto presuppone l'analisi preventiva di questo). In realtà va rilevato come sebbene il documento d'offerta debba essere trasmesso "senza indugio" all'emittente solo dopo l'approvazione definitiva della Consob e le eventuali integrazioni, nella prassi "amichevole", una prima bozza viene normalmente fornita all'emittente contestualmente alla consegna alla Consob, anche prima della formale pubblicazione. Cfr. F.TROISI, G.VANZANELLI, *op. cit.*, p.1273

¹²⁷ Così L.G.PICONE, *op. cit.*, p.119 in riferimento ad ASSONIME, *Circolare n.13, 9 febbraio 1999, p.9*

¹²⁸ F.CHIAPPETTA, C.D'AMBROSIO, *Opa e disciplina del procedimento*, in Riv. soc., 2001, p.473, nota 35

¹²⁹ In tal senso D.REGOLI, *Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo dei soci in pendenza di opa*, in Riv. soc., 2000, p.806

venissero meno a quest'ultimo compito, si potrebbe profilare a loro carico una responsabilità per le informazioni lacunose, o sbagliate o addirittura false, diffuse da un altro soggetto sulla loro società¹³⁰. Da ultimo con tali disposizioni sono stati infine superati, con risposta positiva, quei dubbi precedentemente sollevati in merito alla doverosità o meno di corredare il comunicato con quelle informazioni "interne" alla società bersaglio connotate da valenza fortemente prospettica ed evolutiva (cosiddette "*soft information*") idonee a sorregger una scelta motivata e razionale¹³¹.

Nella parte cosiddetta "valutativa" del comunicato, quella, in altri termini, volta a fornire indicazioni di stampo "soggettivo" sull'offerta, gli amministratori dovranno concludere con un giudizio di convenienza per gli azionisti, e, quindi dovranno chiarire, motivando, se, secondo loro, il corrispettivo offerto possa essere considerato congruo. La motivazione diviene così la parte più "delicata" del comunicato, essendo quest'ultima specificamente diretta a spiegare i dati e le informazioni integrative e/o rettificative fornite dagli stessi amministratori della società bersaglio, e ad illustrare i vantaggi e gli svantaggi di una eventuale adesione all'offerta; tale aggiunta non è quindi priva di rilievo, ove solo si consideri che, laddove l'offerta sia valutata "non congrua", il consiglio di amministrazione non potrà più limitarsi al semplice "*just say no*" ma dovrà argomentare le proprie valutazioni¹³².

¹³⁰ WEIGMANN, *op. cit.*, p.576 il quale ritiene si tratterebbe di un'obbligazione risarcitoria che si aggiungerebbe a quella ricadente sull'offerente, quale diretto responsabile delle inesattezze, ma che potrebbe essere fatta valere dagli azionisti, che si ritenessero danneggiati, in forza dell'art. 2395 c.c.

¹³¹ Dubbi riconducibili a M.LAMANDINI, *op. cit.*, p.885. Soluzione riscontrabile *ex multis* in F.TROISI, G.VANZANELLI, *op. cit.*, p.1268; ed in particolare in D.REGOLI, *op. ult. cit.*, p.796 il quale ritiene che l'importante nel comunicato non sia la *hard information*, di cui il mercato è già informato o ha comunque il diritto ad essere informato, ma la *soft information* "depositata nello scrigno di cui solo gli amministratori della società bersaglio hanno le chiavi", ciò di cui l'oblato ha veramente bisogno "se lo si vuole aiutare a rispondere in modo consapevole e razionale al dilemma che l'opa gli scarica addosso"; si veda inoltre P.MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, in Banca borsa tit. cred., 1999, p.164 il quale ritiene che il comunicato non debba ridursi ad un sia pur motivato apprezzamento sui termini economici dell'offerta, ma possa altresì estendersi a giudizi prospettici sulla futura conduzione della società, soprattutto qualora la valutazione sia negativa.

¹³² Analoga motivazione andrà d'altra parte espressa anche nel caso in cui l'offerta sia valutata congrua. In tali termini F. CHIAPPETTA, *op. cit.*, pp. 102; 105 il quale fa notare come, prima dell'introduzione di tale obbligo di motivazione, e in particolare, quando l'emissione del comunicato era rimessa alla discrezionale valutazione del consiglio di amministrazione dell'emittente, esso veniva principalmente utilizzato in presenza di OPA ostili alla stregua di una vera e propria misura di difesa. Esso poteva infatti configurarsi quale espressione della cosiddetta

In conclusione si può riscontrare come, nel suo contenuto, il comunicato abbia il ruolo di riassumere ed esprimere gli esiti di una complessa attività di analisi e valutazione che gli amministratori della società bersaglio sono tenuti a compiere sul contenuto dell'offerta d'acquisto.

E proprio l'evidenziarne questo ruolo ci permettere di comprendere a fondo la stretta correlazione tra la *ratio* di tale strumento, la sua finalità ed i suoi destinatari.

In pendenza di un'offerta pubblica di acquisto, le normali regole, volte ad imporre agli operatori del mercato un'informazione permanente allo stesso, diventano insufficienti davanti alla necessità di fornire agli azionisti elementi chiave di valutazione, per affrontare razionalmente ed adeguatamente le particolari condizioni davanti alle quali vengono posti (“*pressure to tender*” e “*prisoner's dilemma*” su cui *amplius infra* in Cap.III *Parte Prima*)¹³³.

Parte della dottrina¹³⁴ fa così rientrare il comunicato dell'emittente all'interno del dovere di assistenza degli amministratori nei confronti degli azionisti oblati (che si svilupperebbe, in questo caso, sul piano della dialettica informativa), reputando i primi soggetti istituzionalmente idonei a svolgere con la massima efficacia il ruolo di “consulenti informativi *ex lege*” dei secondi.

Tale “consulenza” può ritenersi sviluppata su un duplice piano. In via generale, deve consentire agli oblati di poter disporre dell'informazione aggiuntiva necessaria per una più adeguata valutazione dell'offerta; in via specifica, deve porre quest'ultimi in condizione di valutare se accettare l'offerta ad un prezzo ritenuto coerente con le loro prospettive di investimento, se rifiutare confermando la loro fiducia nelle capacità gestorie degli amministratori della società bersaglio, o, infine, se aderirvi solo

“*Nancy Reagan Defense*”, cioè quella tattica attraverso la quale il consiglio di amministrazione della società bersaglio si oppone alla offerta con un semplice “*just say no*”, in funzione della loro capacità di influenzare la scelta degli azionisti.

¹³³ In tal senso D.REGOLI, *op. ult. cit.*, pp.795 e si veda *supra* nota 124 il quale rileva come per il solo fatto che venga lanciata un'OPA ad un prezzo diverso da quello precedentemente conosciuto dal mercato, rende “di per sé obsoleta e non più affidabile l'informazione fino a quel momento posseduta e prezzata dal mercato su quella società bersaglio”.

¹³⁴ Sempre D.REGOLI, *Idem*, pp. 797; 805 e F.CHIAPPETTA, *op.cit.*, p.102

parzialmente mostrandosi fiduciosi nel nuovo assetto proprietario e manageriale che con il successo dell'OPA potrebbe delinearsi¹³⁵.

La previsione contenuta nel co.3, dell'art. 103 TUF, può così essere ricompresa nel novero di quelle norme finalizzate alla creazione del contesto valutativo dell'offerta, in quanto la formale esternazione della posizione della società bersaglio, oltre a riequilibrare la posizione delle parti direttamente coinvolte nell'offerta¹³⁶, contribuisce a completare la base di conoscenze funzionale a garantire agli oblati la formazione di un "fondato giudizio"¹³⁷.

Infatti, partendo dal presupposto secondo cui una contrapposizione tra flussi informativi generati da interessi opposti (o comunque diversi dato il contesto di ostilità) costituisca la via migliore per un'informazione più corretta ed obiettiva, teoricamente al riparo da manipolazioni, il nostro legislatore ha individuato nell'unione tra documento d'offerta e comunicato dell'emittente lo strumento attraverso il quale fornire agli azionisti quel "compendio informativo necessario" per la formulazione di una scelta in ordine all'operazione proposta¹³⁸.

Va però rilevato come neanche questa disciplina possa essere considerata scevra da possibili distorsioni. Infatti, data la particolare intensità dell'affidamento che il comunicato normalmente genera negli azionisti oblati, si solleva il problema di come garantire che lo stesso rimanga generalmente fedele alla sua funzione; in altri termini,

¹³⁵ F.CHIAPPETTA, *Ibidem*, p.103 il quale ritiene che il comunicato debba permettere al singolo azionista di valutare se l'offerta sia per lui "conveniente" alla luce delle aspettative riposte nell'investimento, operando una comparazione tra elementi soggettivi (noti solo a lui) e informazioni "oggettive", nonché valutazioni che gli amministratori della società *target* sono chiamati a fornire con il comunicato.

¹³⁶ In tal senso L.G.PICONE, *op. cit.*, p.112 secondo il quale nel nostro sistema, grazie a questa previsione, "si è passati da un sistema nel quale la società emittente aveva una posizione passiva e comunque secondaria nel corso di una offerta pubblica di acquisto, ad un sistema nel quale la società bersaglio acquisisce una posizione parzialmente attiva e, comunque, di primaria rilevanza".

¹³⁷ Espressione mutuata da M.TOLA, *op. cit.*, p.48

¹³⁸ Si veda in tal senso CONSOB, *Informa*, n.19, 10 maggio 1999; F.TROISI, G.VANZANELLI, *op. cit.*, p.1264; F.M.MUCCIARELLI, *op. cit.*, p.428, *spec. nota* 42 secondo il quale un confronto dialettico in termini di convenienza dell'offerta avrebbe il pregio di alleviare la *pressure to tender* in capo agli azionisti. Inoltre, secondo R.D'AMBROSIO, *Commento sub artt. 102-112*, in Il testo unico dell'intermediazione finanziaria, (a cura di) C.RABITTI BEDOGNI, Giuffrè, Milano, 1998, p.597 il comunicato ristabilirebbe "parità di posizioni tra l'offerente e l'emittente a beneficio, sotto il profilo informativo, dei portatori dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta".

il punto è come ridurre il rischio di un uso distorto del comunicato da parte degli amministratori della società bersaglio, generalmente rivolto ad un'interessata difesa dell'indipendenza della società¹³⁹.

Le valutazioni in esso espresse, infatti, sebbene non vincolanti, sono dotate di una forte carica persuasiva (la cosiddetta “*moral suasion*”), capace di screditare l'offerta presso l'opinione pubblica, le forze sociali e gli stessi azionisti¹⁴⁰.

In tal senso, si condivide la posizione di quella dottrina che ritiene la differente collocazione del comunicato (in pendenza di un'OPA ostile piuttosto che di un'OPA amichevole) in grado di condizionarne finanche le finalità¹⁴¹. Esso, infatti, a seconda del contesto in cui si sviluppa, può fungere da strumento informativo dei destinatari dell'offerta con scopi tra loro notevolmente diversi: nel caso di natura “concordata” dell'offerta, fungerà soltanto da complemento dell'informazione già fornita con il documento d'offerta, al contrario, nel caso di natura “ostile” dell'offerta, costituirà la prima, quantomeno in termini temporali, delle misure difensive a disposizione della società *target*¹⁴².

Proprio nell'espone le loro valutazioni sull'offerta, gli amministratori possono non soltanto modificare la naturale propensione degli azionisti a cedere le proprie azioni per il solo fatto che il prezzo sia superiore alle quotazioni medie di borsa, ma dispongono altresì di un incisivo strumento di informazione e persuasione in relazione alle delibere che questi ultimi vengano chiamati ad adottare ai sensi dell'art. 104, co.1

¹³⁹ D.REGOLI, *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Giappichelli, Torino, 1996, p.102 e *Id.*, *Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo dei soci in pendenza di opa*, in Riv. soc., 2000, p.809

¹⁴⁰ Per primo in merito R.WEIGMANN, *op. cit.*, p.576; in seguito *ex multis* M.TOLA, *op. cit.*, p.49; L.G.PICONE, *op. cit.*, p.113 secondo il quale sebbene il comunicato non produca effetti immediati sull'operazione di acquisizione, questo avrà “effetti “riflessi” sugli investitori, che guarderanno con interesse le intenzioni degli amministratori della società bersaglio”.

¹⁴¹ G. FALCONE, G.ROTONDO, L.SCIPIONE, *op. cit.* p.112

¹⁴² ASSONIME, *Circolare 9 febbraio 1999, n.13*, p.42; in dottrina *ex multis* R.WEIGMANN, *op. cit.*, p. 567; L.G.PICONE, *op. cit.*, p.113; F.CHIAPPETTA, *op. ult. cit.*, p. 102; D.REGOLI, *op. ult. cit.*, p. 810 il quale rileva come, soprattutto in passato, durante la piena vigenza della *passivity rule*, questo strumento assumeva quasi sempre la connotazione di *factual defense*, una misura per sua natura non soggetta al dovere generale di astensione; ancora E.BERLANDA, *op. cit.*, p.883; G.COTTINO, *Diritto Commerciale, 1, II*, CEDAM, Padova, 1994, p.416

TUF, per autorizzare il compimento di quegli “atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell’offerta”¹⁴³.

L’obbligo di motivare dettagliatamente il loro giudizio di convenienza sull’offerta, oggi contenuto nella lettera c), co.1, art. 39 del Regolamento Emittenti, seppur svolga il ruolo di circoscrivere il rischio sopra esposto, non riesce ad arginare del tutto quelle ipotesi in cui gli amministratori forniscano una valutazione che, anche se ben argomentata sul piano economico, risulti difforme da quello che effettivamente è l’interesse dei soci. Infatti, non dovendo quest’ultimi semplicemente confrontare il prezzo dell’offerta con quello di mercato precedente (il che sarebbe insensato dato che il prezzo dell’offerta è normalmente superiore), ma con le prospettive di guadagno del singolo azionista nell’ipotesi in cui non muti la compagine azionaria (*i.e.* l’OPA fallisca), la valutazione che ne consegue è generalmente complessa ed in parte opinabile¹⁴⁴, al punto da poter facilmente celare eventuali distorsioni.

Di conseguenza, nel nostro ordinamento, in assenza di specifiche previsioni regolamentari¹⁴⁵ volte a garantire l’obiettività della valutazione espressa nel comunicato, la tutela degli oblati di fronte al rischio di una valutazione interessata

¹⁴³ Così letteralmente F.CHIAPPETTA, *Commento sub art. 103 TUF*, in AA.VV., Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, (a cura di) G.ALPA – F.CAPRIGLIONE, CEDAM, Padova, 1998, II, p.962

¹⁴⁴ In tal senso F.M.MUCCIARELLI, *op. cit.*, pp.77-78 il quale, in termini di complessità del comunicato, rileva come questo, oltre ad esprimersi in termini positivi o negativi riguardo alla congruità del prezzo, ben potrebbe fornire un’indicazione alternativa agli azionisti, distinguendo a seconda delle loro prospettive di investimento, ad esempio, consigliando di vendere a chi ha prospettive di breve periodo e di non vendere a chi ha prospettive di lungo periodo.

¹⁴⁵ Si fa qui riferimento a previsioni particolarmente incisive sul piano dell’obiettività che possono essere riscontrate in ordinamenti differenti dal nostro. Ad esempio le *Rules 3.1 e 25 del City Code on Takeovers and Mergers* inglese impongono che la valutazione sull’offerta sia affidata ad un consulente esterno alla società, un’opzione che nel nostro ordinamento viene valutata solo in termini di facoltà (lett. d), co.1, Regolamento Emittenti) e di strumento (la cosiddetta *fairness opinion* sul prezzo rilasciata da un consulente finanziario esterno al consiglio) utilizzato dagli amministratori per sottrarsi al rischio di eventuale responsabilità civile. Un altro meccanismo solitamente adottato sarebbe quello di sottoporre tale comunicato ad un controllo sul suo contenuto, eseguito dall’autorità di vigilanza prima di autorizzare la diffusione al pubblico del comunicato; una scelta che, se in passato era stata perseguita dal nostro legislatore, è stata recentemente abbandonata con la nuova formulazione del comma 4, art.39 del Regolamento Emittenti, il quale prevede una trasmissione del comunicato contestuale alla sua diffusione. Si vedano in merito F.M.MUCCIARELLI, *Ibidem*, p.78; D.REGOLI, *Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo dei soci in pendenza di opa*, in Riv. soc., 2000, p.810; si veda inoltre *supra sub nota 124*

dovrà essere rimessa, in via indiretta, alla disciplina del conflitto di interessi *ex art. 2391 c.c.*, che sembrerebbe trovare applicazione nel caso, particolarmente difficile da provare, in cui tale valutazione rifletta un interesse personale degli amministratori in conflitto con quello della società¹⁴⁶; e, in via diretta, al regime di responsabilità proprio degli amministratori.

Per definire le ipotesi di responsabilità nelle quali gli amministratori possano incorrere, è però per noi necessario riprendere la sopra esposta “partizione” del comunicato.

Infatti, per quanto attiene alle informazioni di natura “oggettiva” (*i.e.* “ogni dato utile per l’apprezzamento dell’offerta”) si ritiene che il necessario inserimento delle stesse nel comunicato faccia sorgere in capo agli amministratori dell’emittente l’obbligo di integrare, rettificare e/o correggere mediante queste il flusso di notizie unilateralmente creato dall’offerente attraverso il documento d’offerta; doverosamente scongiurando l’eventualità che informazioni errate, incomplete od addirittura false possano creare un pregiudizio ai destinatari dell’offerta. Ne consegue che l’inerzia colpevole degli amministratori, violando tale obbligo di tutela, farebbe derivare a loro carico una responsabilità risarcitoria a titolo omissivo *ex art. 2395 c.c.*; azione della quale gli azionisti potranno avvalersi per ottenere ristoro dal danno eventualmente subito a causa dell’inesattezza delle informazioni fornite dall’offerente¹⁴⁷. Al contrario, una responsabilità a titolo commissivo, sempre *ex art. 2395 c.c.*, potrebbe profilarsi nel caso in cui le indicazioni inserite nel comunicato dall’organo amministrativo risultassero in seguito dolosamente o colposamente non veritiere e ciò determinasse un danno in capo agli oblati¹⁴⁸.

¹⁴⁶ D.REGOLI, *Ibidem*, p.811

¹⁴⁷ In tal senso *ex multis* R.WEIGMANN, *op. cit.*, p.576; F.CHIAPPETTA, *op. ult. cit.*, p. 963; M.TOLA, *op. cit.*, p.51

¹⁴⁸ Così F.TROISI, G.VANZANELLI, *op. cit.*, p.1274; F.CHIAPPETTA, *Il comunicato dell’emittente*, in AA.VV., *Le Offerte Pubbliche di Acquisto*, (a cura di) M.S.RICHTER Jr., Giappichelli, Torino, 2010, p.111 secondo l’A. gli azionisti potrebbero agire nei confronti degli amministratori che non abbiano fornito elementi in loro possesso, o che comunque avrebbero dovuto esserlo, se del caso correggendo gli errori in cui è incorso l’offerente stesso nel proprio documento, quando da tali errori ne sia derivato un danno agli azionisti stessi. Sempre secondo l’A., gli amministratori potrebbero essere altresì chiamati in responsabilità laddove vi sia incuria, superficialità o malafede nella valutazione espressa con il comunicato.

La situazione diviene ancor più delicata se si prendono in considerazione quelle informazioni sopra qualificate come “soggettive”. Questo perché nella redazione di tale specifica porzione conclusiva del comunicato, l’organo amministrativo gode di ampi margini di discrezionalità, trovandosi esso a formulare elaborati giudizi prospettici sulla futura condizione della società; particolarmente rilevanti soprattutto nei casi in cui questi assumano una connotazione negativa. La sopra evidenziata capacità degli amministratori di influenzare con il loro giudizi le decisioni degli oblati ed il connesso rischio di sfociare in pressioni di parte, impone così agli stessi di agire con la massima diligenza, attenzione e cura nell’esprimersi sull’offerta. Difatti, se da un lato bisogna escludere che possa venire sindacato il merito¹⁴⁹ delle valutazioni compiute, nei limiti in cui esse contengano giudizi di opportunità e convenienza, dall’altro si aggiunge in capo agli amministratori un’ulteriore ipotesi di responsabilità *ex* 2395 c.c. nei confronti di quegli azionisti che abbiano subito un pregiudizio accettando o rifiutando l’offerta sulla base di valutazioni formulate con incuria, superficialità, fretta o malafede (*i.e.* colpa o dolo).

Sebbene non vi sia pieno accordo in merito, va qui menzionato come parte della dottrina sia giunta a riconoscere anche all’offerente la possibilità di agire contro gli amministratori della società bersaglio, in questo caso *ex* art. 2043, nel caso in cui le valutazioni appena esposte lo abbiano ingiustificatamente indotto a modificare le condizioni d’offerta, in modo a lui maggiormente sfavorevole, o, ancora peggio, siano state l’origine proprio del fallimento della stessa¹⁵⁰.

Le argomentazioni sin qui esposte, circa la responsabilità degli amministratori, vengono tuttavia fortemente ridimensionate, dal fatto che le considerazioni espresse da costoro in termini “soggettivi” siano qualificabili, in sostanza, come “giudizi”; con

¹⁴⁹In tal senso *ex multis* R.WEIGMANN, *op. cit.*, p.577; D.REGOLI, *op. ult. cit.*, p.811; M.TOLA, *op. cit.*, p.53

¹⁵⁰ R.WEIGMANN, *Idem*; L.G.PICONE, *op. cit.*, pp.120-121 *spec. sub* nota 303; F.BONELLI, *Responsabilità degli amministratori di società destinataria di un’opa*, in Riv. soc., 1991, pp.362 ss.; M.TOLA, *Ibidem*, p.51 si veda invece *contra* F.CHIAPPETTA, *op. ult. cit.*, p.111 di questo A. ci sentiamo in parte di condividere la posizione, se non altro, per il quasi-insormontabile onere probatorio al quale l’offerente dovrebbe essere in grado di far fronte. In particolare, per un’analisi maggiormente approfondita sull’argomento, seppure sviluppata sotto la disciplina previgente si veda D.REGOLI, , *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Giappichelli, Torino, 1996, pp.128 ss.

la conseguenza che tale responsabilità possa ravvisarsi, non già per la sola circostanza che essi vengano successivamente smentiti dalla realtà dei fatti, ma esclusivamente qualora sia provato che si sia trattato di valutazioni irragionevoli, infondate, e sostanzialmente mirate a perseguire un interesse personale¹⁵¹.

Una prova tutt'altro che semplice, in quanto, assistendosi rispetto al comunicato dell'emittente (a differenza del caso in cui l'oggetto del giudizio sia il documento d'offerta) ad un'inversione della prova a carico dell'attore, sarà l'eventuale azionista leso a dover provare tanto il danno subito quanto la colpa o il dolo dell'amministrazione nella redazione del comunicato stesso; danno che in questo caso, come rilevato dalla dottrina, dovrà essere diretto "non mediato cioè da un pregiudizio subito dal patrimonio sociale"¹⁵². Viene rilevato infatti come le difficoltà di agire *ex art.* 2395 c.c. sono evidenti ancor più se si osserva che nel caso di specie l'azionista dovrebbe, ad esempio nel caso di comunicato negativo, dimostrare che avrebbe aderito all'offerta se le informazioni/valutazioni riportate nel comunicato fossero state differenti, una prova che pare realisticamente possibile solo nei casi di errori evidenti o valutazioni su presupposti macroscopicamente errati¹⁵³.

In conclusione, è interessante constatare come, proprio queste difficoltà, sommate alle forti capacità del comunicato di generare affidamento negli azionisti, hanno portato parte della dottrina¹⁵⁴ ad affermare la necessità di un regime di responsabilità

¹⁵¹ Così P.MONTALENTI, *op. cit.*, p.164. L'A. esemplifica riportando il caso di una valutazione negativa motivata non già da elementi oggettivi potenzialmente pregiudizievoli per la società e/o per i soci, bensì dalla preoccupazione di essere rimossi dall'incarico dal nuovo azionista di controllo.

¹⁵² C.ANGELICI, *Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità*, in Riv. dir. comm., 2010, I, p. 57 il quale individua in tale caratterizzazione il modo per delimitare, in ipotesi di responsabilità "esterna" degli amministratori, la concentrazione dei rimedi di diritto privato nei confronti dei comportamenti illegittimi degli amministratori nella tutela *ex art.* 2392 c.c.

In giurisprudenza si veda Cass. 28.3.96 n°2850 e Cass. 28.2.98 n°2251

¹⁵³ F.CHIAPPETTA, *op. ult. cit.*, p.111

Conformi anche F.TROISI, G.VANZANELLI, *op. cit.*, p.1275 secondo i quali la responsabilità sarebbe circoscritta ai casi di "acclarata irragionevolezza, infondatezza e sostanziale rispondenza ad interessi personali": in mancanza di elementi probatori in tal senso, la semplice circostanza che tali valutazioni siano successivamente smentite dalla realtà dei fatti sarà irrilevante ai fini della dichiarazione di responsabilità.

¹⁵⁴ D.REGOLI, *Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo dei soci in pendenza di opa*, in Riv. soc., 2000, p.811 nel quale l'A. afferma di voler confermare la posizione da lui già espressa in precedenza in *Id.*, *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Giappichelli, Torino,

differenziata rispetto alla tutela ordinariamente offerta loro dal regime sopra analizzato, che privilegia gli oblati soprattutto sotto il profilo probatorio. In estrema sintesi, questa dottrina individua, nel momento stesso in cui la società bersaglio diffonde per mezzo dei suoi amministratori il comunicato agli azionisti, il sorgere in capo a quest'ultimi di un obbligo di diligenza e perizia dal quale potrà derivare una responsabilità di tipo contrattuale, qualora il contenuto di tale comunicato si riveli essere incompleto o fuorviante. In tal modo l'invocato regime specifico di responsabilità si verrebbe a caratterizzare per la natura contrattuale della responsabilità degli amministratori nei confronti degli oblati, nascente dal loro mancato adempimento agli obblighi imposti dal comma 2, dell'art.1176 c.c., per l'esercizio di un'attività professionale¹⁵⁵.

1996, pp.230 ss. al quale si rimanda per una più approfondita analisi dei problemi sistematici collegati alla fissazione di tale responsabilità in capo agli amministratori.

¹⁵⁵ Il fondamento di questa tesi sta nel ricostruire il *vinculum iuris* dalla cui violazione deriva la responsabilità contrattuale proprio attraverso l'affidamento generato negli azionisti oblati dal comunicato. Mutuando dalla nota tesi dei "rapporti obbligatori senza obbligo di prestazione" (cit. C.CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, in *Le ragioni del diritto*. Scritti in onore di Luigi Mengoni, Tomo I, Giuffrè, Milano, 1995, pp.147 ss.), pare potersi affermare che nel momento stesso in cui la società tramite i suoi amministratori si pronuncia sull'offerta, dopo averne valutato i contenuti con riferimento a dati di cui l'organo amministrativo ha diretta conoscenza in ragione dello *status* professionale dei suoi componenti, fa sorgere correlativamente gli obblighi di diligenza e perizia, che il comma 2, dell'art. 1176, impone per l'esercizio di un'attività professionale.

Fornendo questa spiegazione per la sua teoria D.REGOLI, *Ibidem*, p.812 *spec. sub* nota 44 l'A. rileva come una soluzione di questo tipo per ragioni sistematiche avrebbe richiesto, quanto meno a livello di normativa regolamentare, la previsione di un'espressa assunzione di paternità del comunicato da parte degli amministratori, in modo da aprire la strada all'affermazione di una responsabilità contrattuale degli amministratori *iure proprio*, in qualità di consulenti *ex lege* degli azionisti, non propagabile alla società (come è invece inevitabile ritenere se essi continuano ad essere configurati, ai fini del comunicato, come rappresentanti organici della società).

Cfr. contra G.LEMME, *Opa ostili su società quotate*, Riv. Dir. Comm., 2001, pp. 107-108

CAPITOLO II

PROFILI COMPARATIVISTICI: IL MODELLO NORDAMERICANO

2.1 Profili comparatistici: il modello nordamericano, le *tender offers* e le *poison pills*

Nella prassi statunitense un *takeover* principia solitamente con l'invio di una lettera da parte del *bidder* al consiglio di amministrazione della *target*, la cosiddetta "*bear hug letter*"¹⁵⁶, con la quale, oltre a formulare un'offerta preliminare, si rivolge un invito al *board* della stessa, affinché questo accetti di negoziare con l'offerente in modo tale da poter raggiungere un accordo amichevole.

A seguito di questa fase di "apertura delle trattative" spetta agli amministratori della società bersaglio svolgere le proprie considerazioni circa l'"invito", generalmente culminanti in un rigetto deciso; una scelta quest'ultima accompagnata nella prassi da una sorta di "avvertimento", rivolto dall'offerente al *board*, riguardo la possibilità che il primo avvii una scalata ostile sulla *target* alla quale far seguire la loro sostituzione.

Se però nessuno di questi strumenti riesce a convincere gli amministratori a sedersi al tavolo dei negoziati e l'offerente risulta davvero interessato ad acquisire la *target*, quest'ultimo dovrà finalmente dare inizio alle procedure stabilite proprio per le operazioni di acquisizione dalla Security Exchange Commission (di seguito SEC), inviandole i documenti necessari ad avviare una "*tender offer*" od una "*proxy contest*"; ed

¹⁵⁶ Questa lettera può essere resa pubblica o rimanere riservata. A seconda della scelta del *bidder* essa assume differenti denominazioni; così verrà definita "*grizzly bear hug*" se divulgata o "*teddy bear hug*" se invece mantenuta in privato. La tendenza è quella della divulgazione proprio al fine di esercitare una maggiore pressione sul consiglio di amministrazione.

è specificamente e soltanto a seguito di questi atti che un tentativo di scalata ostile può ritenersi cominciato¹⁵⁷.

Prima dell'invio della “*bear hug letter*” da parte dell'offerente, è inoltre cosa comune che lo stesso compri delle azioni della *target* sul mercato. A questo proposito, in considerazione del fatto che una ampia acquisizione delle azioni di una società quotata potrebbe essere un precursore di una scalata ostile, il §13(d) dell'Exchange Act¹⁵⁸, in combinato con le successive regole attuative promulgate dalla SEC, richiede che “[*who*] is directly or indirectly the beneficial owner of more than 5 per centum of such class¹⁵⁹” debba, entro 10 giorni dall'acquisizione, o nel tempo inferiore stabilito dalla Commissione, “*file with the Commission, a statement containing such of the following information, and such additional information, as the Commission may by rules and regulations, prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors*”. La fonte qui indicata fa riferimento al Modello (“*Schedule*”) 13D, con il quale dovrà essere presentata una istanza pubblica di offerta alla SEC, indicando in particolare, insieme ad altri elementi, il numero di azioni

¹⁵⁷ W. K SJOSTROM Jr., *Mergers and Acquisitions Law*, Lexis Nexis, Denver, 2014, pp.380 ss.

¹⁵⁸ Sezione aggiunta dal Congresso all'Exchange Act come parte dell'emendamento ad esso apportato dal William Act del 1968 “*in response to the growing use of cash tender offers as a means for achieving corporate takeovers*”; e successivamente emendate nel 2010 dalla *Section 929R (“Section 929R”) of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Il Williams Act, e nello specifico la Sezione 13(d) (riguardante l'ipotesi di acquisto da parte di un “*third party bidder*” di stock della *target* sul libero mercato azionario), è stato promulgato per superare il vuoto normativo nella legge sui prodotti finanziari e per richiedere ed ottenere trasparenza (soprattutto a favore degli investitori individuali) quando un detentore inizia ad “*accumulate(ing) large blocks of equity securities of publicly held companies*”. Per molti aspetti esso agisce come una sorta di avvertimento anticipato, segnalando “*every large, rapid aggregation or accumulation of securities, regardless of technique employed, which might represent a potential shift in corporate control*”. In *Re Piper v. Chris-Craft Industries, Inc.*, 430 U.S. 1, 22-25 (1977); *Mosinee Paper Corporation v. Rondeau*, 354 F. Supp. 686, 693-695 (W.D. Wis. 1973); *GAF Corporation v. Milstein*, 453 F. 2d 709, 711 (2d Cir. 1971); *Gearhart Industries v. Smith International, Inc.*, 741 F.2d 707, 713 (5th Cir. 1984); and *Rondeau v. Mosinee Paper Corporation*, 422 U.S. 49, 58 (1975); *CSX Corp. v. The Children's Investment Fund Management (UK) LLP*, 08 Civ 2764 (LAK) (S.D.N.Y. June 11, 2008); *Hemispherx Biopharma, Inc. v. Johannesburg Consolidated Investments*, 553 F.3d 1351 TC-7 (11th Cir. 2017).

Per una più recente analisi in dottrina si veda *ex multis* S.M.LEVY, *Regulation of Securities: SEC Answer Book*, 5th Edition, Wolters Kluwer Legal & Regulatory U.S, 2017, *passim* spec. §7 e §14

¹⁵⁹ Con riferimento al §13 (d)(1):“*any equity security of a class which is registered pursuant to section 12 of this title, or any equity security of an insurance company which would have been required to be so registered except for the exemption contained in section 12(g)(2)(G) of this title, or any equity security issued by a closed-end investment company registered under the Investment Company Act of 1940 or any equity security issued by a Native Corporation pursuant to section 37(d)(6) of the Alaska Native Claims Settlement Act*”

acquisite e le intenzioni poste alla base di questa operazione; data la sua incisività e l'estensione della *discovery* ivi richiesta, questa istanza viene spesso considerata il primo atto ad indicare la volontà dell'offerente di proseguire in una scalata ostile¹⁶⁰.

A questo punto, e come anticipato in precedenza, l'offerente ha due possibilità di scelta circa la tecnica da utilizzare per ottenere il controllo: una "*tender offer*" o una "*proxy contest*"

Una "*tender offer*" nel contesto delle *Mergers & Acquisitions* (da ora *M&A*) è essenzialmente una operazione attraverso la quale il *bidder* acquisisce una società quotata mediante un acquisto di *stock* sul mercato, una vera e propria sollecitazione generale rivolta a tutti gli azionisti della società avente ad oggetto la vendita delle loro azioni all'acquirente.

Se l'affare è amichevole, l'acquirente e la *target* negozieranno un accordo di acquisizione che specifichi i termini dell'offerta ed i meccanismi di esecuzione del *deal*. In pratica, in caso di concordia tra le due parti, i consigli di amministrazione sia dell'offerente che dell'acquisita approveranno formalmente un documento contenente l'accordo, questo verrà ufficialmente firmato da entrambi e, al termine di queste operazioni, l'offerente preparerà e formulerà una istanza alla SEC con il modello prestabilito per la comunicazione del lancio di un'offerta pubblica (*i.e. Schedule TO*) allegando i relativi documenti contenenti la *disclosure* circa le condizioni finali dell'offerta.

Al contrario, in un contesto di ostilità, l'offerente si troverà di fronte alla necessità di aggirare l'ostacolo posto dal parere contrario del consiglio di amministrazione. Per fare ciò, lo strumento prediletto è quello di rivolgersi direttamente agli azionisti, con un'offerta solitamente atta ad acquisire almeno la maggioranza delle azioni. In questo particolare caso, infatti, il *bidder* ha la possibilità di raggiungere comunque il suo scopo in quanto la cessione della partecipazione (in inglese "*Stock purchase*") è l'unica forma di accordo di natura acquisitiva che, secondo la scelta compiuta dal legislatore nordamericano, non richiede l'approvazione del *board* della *target* od il voto degli *shareholders*; ogni azionista della società bersaglio è così chiamato, in tale situazione, a

¹⁶⁰ W. K SJOSTROM Jr., *op. cit.*, p.382

decidere individualmente circa l'opportunità di aderire all'offerta o meno¹⁶¹. Questo genere di acquisto può avvenire in contanti (“*cash*”), fornendo in cambio titoli partecipativi della società offerente, o anche attraverso una combinazione dei due metodi. Se al termine di questa operazione sufficienti azionisti aderiscono all'offerta, l'offerente diviene l'azionista di maggioranza della *target* e, in quanto tale, può procedere come di consueto a rimuovere il consiglio di amministrazione “ostile” rimpiazzandolo con suoi elementi di fiducia. Compiuta anche questa ultima operazione, il neo-eletto consiglio di amministrazione è ora libero anche di deliberare una eventuale “*second-step merger*”¹⁶² tra la *target* ed una sussidiaria dell'offerente per effettuare il cosiddetto “*squeeze out*” di tutti quegli azionisti che non abbiano voluto aderire all'offerta; trasformando a sua volta la *target* in una sussidiaria totalmente sotto il controllo del *bidder*.

Il secondo strumento a disponibilità del *bidder* concerne l'avvio di una “*proxy contest* (o *fight*)”, la cosiddetta “guerra delle deleghe”.

In questa variante l'offerente ha come scopo quello di prendere il possesso del consiglio di amministrazione della *target*, facendo eleggere suoi uomini di fiducia fino a raggiungere la maggioranza dei “*board seats*”; il vantaggio nascente da questo *modus*

¹⁶¹Le due principali forme di *deal* nelle M&A sono l’“*Asset Purchase*” (Cessione d’azienda) e lo “*Stock Purchase*”(Cessione di Partecipazioni). Solo per il secondo l’approvazione del *board* non è tecnicamente richiesta, in quanto nel Model Business Corporation Act (in seguito MBCA: un set/modello di leggi preparato dal *Committee on Corporate Laws of the Section of Business Law of the American Bar Association*, seguito da 24 Stati e utilizzato come standard per la *US Corporate Law*), contrariamente alla prima forma, non è prevista alcuna specifica regolamentazione della procedura di *deal* sviluppato con questa struttura.

¹⁶² È da notare come questa sia solo una possibilità ed una eventualità, non essendo tenuto il *bidder* a compiere questa ulteriore operazione; ma eliminare i rimanenti azionisti dalla *target* fornisce all'offerente molta più flessibilità circa gli sviluppi della *target* in quanto non dovrà preoccuparsi dei “*fiduciary duties*”(si veda *infra*) dovuti da un azionista di maggioranza agli azionisti di minoranza. In altre parole, se l'offerente non effettua lo *squeeze out* si troverà a dover assicurare agli altri azionisti che tutte le operazioni compiute tra lui o una sua controllata e la *target* siano “*on an arm-length basis*” (independenza delle parti coinvolte nella trattativa) o rischierà di essere chiamato in causa dagli azionisti per un *breach* dei suoi *fiduciary duties*.

Inoltre T.H. MAYNARD, *Mergers and Acquisitions: Cases, Materials and Problems*, Wolters Kluwer, NY, 2009 p.373 fa notare come l’emanazione del *Sarbanese – Oxley Act of 2002* abbia aumentato la propensione a “*taking the publicly traded company private*” con lo scopo di evitare il carico derivante dal dover ottemperare ai nuovamente maggiorati obblighi di disclosure richiesti dal *Sarbanese – Oxley Act*, dalla *Rule 13e-3 SEC* e le altre regole correlate (si veda ad esempio il caso *SEC v. Carter Hawley Hale*, 760 F.2d 945 (9th Cir. 1985)), dal NYSE e dal NASDAQ Stock Exchange Market.

operandi è quello di rendere nuovamente disponibili tutte le opzioni di *deal*¹⁶³ in quanto il consiglio di amministrazione, divenuto in questo modo “amichevole”, non cercherà più di opporsi all’acquisizione. In altre parole, se la “guerra di deleghe” verrà completata con successo si potrà assistere ad una vera e propria trasformazione dell’affare da ostile in amichevole.

Va qui rilevato come la denominazione di questa variante, definita appunto “*proxy contest*”, derivi direttamente dalla condizione in cui versano le società quotate nordamericane, nelle quali il voto della grande maggioranza degli azionisti viene esercitato proprio attraverso le deleghe.

Perciò prima della successiva elezione del consiglio di amministrazione, l’offerente invierà agli azionisti della società bersaglio materiali informativi, solitamente esponenti i suoi piani e la sua futura volontà imprenditoriale, con lo scopo di persuaderli a fornire le loro deleghe di voto in favore della lista di amministratori presentata dallo stesso. Ciò significa che in concomitanza con l’elezione del consiglio di amministrazione gli azionisti riceveranno due *set* di materiali informativi, quello della *target* e quello del *bidder*, entrambi coinvolti in una sorta di “campagna politica” volta ad indurre l’utilizzo delle deleghe di voto a favore della propria lista.

Nel caso in cui l’offerente non avesse intenzione di attendere la successiva elezione annuale del consiglio di amministrazione, potrebbe comunque lanciare una “guerra di deleghe”, in questo caso però, maggiormente aggressiva in quanto volta ad ottenere i voti favorevoli a rimuovere l’attuale consiglio ed immediatamente eleggerne uno

¹⁶³ Oltre alle principali forme precedentemente indicate nella *nota 6* nel sistema americano troviamo: il *Direct Merger*, *Share Exchange*, ed il *Triangular Merger*. In particolare P.V.LETSOU, *Corporate Mergers and Acquisitions*, Aspen Publishers, NY, 2006, p.10 definisce quest’ultima come una *fusion* dove “*the acquirer creates a subsidiary and then either merges the target into the subsidiary (a “forward” triangular merger) or merges the subsidiary into the target (“reverse” triangular merger), with the shareholders of the target receiving, cash, securities of the acquirer or a combination of both. The decision as to whether to use the forward or reverse method depends on whether there is some reason, such as ownership or franchises, permits, licenses, or contract rights, for preserving the target entity. The triangular merger retains the main benefit of ordinary mergers – the acquisition of control over the target’s assets and liabilities by operation of law (i.e., without the need for executing separate instruments of transfer for the assets acquired and the liabilities assumed as in the sale of assets transaction) – but generally avoids some of the burdensome corporate law formalities – voting rights and appraisal rights for shareholders of the acquirer, which is not, itself, a formal party to the merger.*”

nuovo; oppure, potrebbe cercare di ottenere unicamente un consenso scritto dagli azionisti, al fine di raggiungere il medesimo scopo direttamente mediante l'operato di questi ultimi e senza intervenire in prima persona nell'elezione. Entrambe le opzioni sono infatti percorribili, il discrimine nella scelta si fonda esclusivamente sulla rigidità della regolamentazione dello Stato dove è stata costituita la società e sulla struttura di quest'ultima.

La sollecitazione delle deleghe è regolata dalla SEC, e, per la maggior parte dei casi, le stesse regole che si applicano ad una società bersaglio quotata nell'atto della sollecitazione delle deleghe nei confronti dei suoi stessi azionisti si applicano anche all'offerente ostile¹⁶⁴.

Per lo svolgimento di questa operazione l'offerente avrà sicuramente bisogno di accedere alla lista degli azionisti della *target*, cosicché egli vi possa comunicare in maniera diretta. Questa questione viene affrontata in particolare dall' Exchange Act alla Rule 14a-7, anche conosciuta come la "*divulge or mail rule*". La regola pone la *target* di fronte ad una scelta: o fornire all'offerente la lista degli azionisti, oppure inviare lei stessa a questi ultimi il materiale informativo fornitole dall'offerente; comprensibilmente la scelta ricade nella maggior parte dei casi sulla seconda opportunità, in quanto, in questo modo, la *target* si assicura la possibilità di conoscere in anticipo cosa l'offerente stia inviando ai suoi azionisti. Infine, come accennato in precedenza, la legge dello Stato di costituzione gioca un ruolo importante anche circa l'opportunità per il *bidder* di accedere alla lista di azionisti della *target*. La maggior parte degli "*state corporate law statutes*"¹⁶⁵ garantiscono infatti agli azionisti (si ricorda che

¹⁶⁴ Perciò, per esempio, l'offerente dovrà preparare ed inviare alla SEC una "*preliminary proxy statement*" che include le stesse informazioni base contenute in quella della *target* (il *bidder* otterrà queste informazioni dalla documentazione pubblica della *target*) ed in più dovrà fornire una giustificazione del perché gli azionisti della *target* dovrebbero scegliere la lista di amministratori da lui presentata, e un piano sul futuro della *target* nel caso in cui la sua offerta venga accolta.

¹⁶⁵ Per esempio la Delaware General Corporation Law al §220 prevede che: "(b) Any stockholder, in person or by attorney or other agent, shall, upon written demand under oath stating the purpose thereof, have the right during the usual hours for business to inspect for any proper purpose, and to make copies and extracts from:

(1) The corporation's stock ledger, a list of its stockholders, and its other books and record [...]" ed una previsione simile è riscontrabile anche nel §16.02 del Model Business Corporation Act.

l'offerente a sua volta è un azionista della società *target* poiché come di prassi avrà già acquisito azioni della stessa sul mercato prima di iniziare la "guerra di deleghe") il diritto di accedere e verificare i libri ed i registri della società, e tra i documenti a cui può avere accesso ed ottenere copia un azionista è prevista proprio la tanto fondamentale "*shareholder's list*".

Avendo fin qui analizzato i due modelli disponibili in tema di *takeover*, va a questo punto rilevato come le forti deficienze delle cosiddette "*pure*" *proxy fights* (i.e. non affiancate da un'offerta), originate dalla difficoltà di convincere al voto investitori generalmente disinformati o disinteressati e dai troppi costi necessari per rimpiazzare il *board* che ridurrebbero l'appetibilità dell'operazione, hanno nel tempo portato al riconoscimento delle *tender offers* quali strumenti privilegiati e dominanti nel contesto delle scalate; ciò comportando che le principali "*defensive tactics*", ed in particolare le cosiddette "*poison pills*", emblema dell'approccio adottato oltreoceano in materia, siano state rivolte a salvaguardare la *target* proprio da quest'ultime¹⁶⁶.

È importante però evidenziare come l'offerente debba fornire e specificare un "*proper purpose*" per poter esaminare tali documenti. Proprio il §220 sopra menzionato definisce questo scopo come "*a purpose reasonably related to such person's interest as a stockholder*" e utilizzare questa lista in connessione con un contesto di "guerra di deleghe" è stato generalmente considerato rientrante in questa definizione. Si veda *ex multis: Hatleigh Corp. v. Lane Bryant, Inc., 428 A.2d 350 (1981)*

¹⁶⁶ In realtà la recente evoluzione delle *tactics*, diretta verso la salvaguardia della *target* anche dalle *proxy fights* che potrebbero minarne la stabilità dall'interno impedendo ogni intervento difensivo del *board*, è giunta fino quasi ad inibire anche questo strumento di scalata (Si si veda *infra sub* nota 192 per l'analisi degli odierni sviluppi delle *poison pills* al fine di contrastare proprio le *proxy fights*); un esempio che ha comportato una vasta discussione in merito è l'istituto dello "*staggered board*" (i.e. l'elezione "scaglionata" dell'organo amministrativo), una modifica dello statuto pre-offerta che comporta la suddivisione dell'elezione del *board* in almeno due *tranche*, cagionando all'offerente almeno un anno di attesa durante il quale dover tenere aperta l'offerta aspettando una eventuale riuscita della guerra di deleghe. È stato così puntualizzato da molti come una società che adotti sia *poison pills* che lo *staggered board* sia pressoché impermeabile ad ogni tentativo di scalata, e come tale, data la ormai assodata legittimità delle pillole, parte della dottrina si sta schierando per la "delegittimazione" del secondo strumento.

I principali fautori di tale processo possono essere considerati proprio i creatori dello "*Harvard Law School Shareholder Rights Project*" L.A. BEBCHUK e S.HIRST. Si vedano in merito L.A. BEBCHUK, A.COHEN, *The Costs of Entrenched Boards*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 78, pp. 409-433, 2005 i quali rilevano che: "*staggered boards, which a majority of U.S. public companies have, substantially insulate boards from removal in either a hostile takeover or a proxy contest. We find that staggered boards are associated with an economically meaningful reduction in firm value (as measured by Tobin's Q). We also provide suggestive evidence that staggered boards bring about, and not merely reflect, an economically significant reduction in firm value*".

Volendo in questo senso concentrare la nostra analisi su questo strumento, va qui preliminarmente rilevato come il termine “*tender offers*” non trovi una sua definizione né all’interno degli *statutes*¹⁶⁷ né in alcun regolamento della SEC: nel modello nordamericano il compito di darne una definizione è stato invero lasciato alle corti.

Il caso pressoché univocamente riconosciuto quale riferimento al fine di fornire una chiarificazione in merito a questo termine è il caso *Wellman v. Dickinson*¹⁶⁸. Pronunciandosi in merito a quest’ultimo la corte ha fornito i presupposti per la formulazione di un test, il cosiddetto “*eight-factor test*”, necessario per verificare se una transazione costituisca o meno una *tender offer*. Gli otto fattori così individuati dalla *U.S. District Court for the Southern District of New York* sono: 1. una sollecitazione attiva e diffusa rivolta ad azionisti di un emittente quotata 2. la sollecitazione in questione deve essere effettuata per una percentuale significativa dei titoli dell’emittente 3. l’offerta di

Inoltre si vedano *ex multis* P. A. GAUGHAN, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings.*, N.Y.,1996 pp. 153 ss.; A. FLEISCHER, Jr, A. R. SUSSMAN, *Takeover Defense (VI Ed.)*, New York 2000, pp.10-1 ss.

Va infine rilevato come negli ultimi anni, data l’ormai quasi insormontabile capacità inibitoria raggiunta dalle misure *anti-takeover*, l’adozione delle *proxy fights* sia tornata ad essere preferita (soprattutto se in concomitanza di un’offerta) quali strumenti di attacco meno “conclamati” e più difficilmente arginabili.

Si vedano in merito *ex multis* L.A. BEBCHUK, O.HART, *Takeover Bids Vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control*, ECGI - Finance Working Paper No. 04/2002, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 336 i quali coniugando l’analisi giuridica con quella economica riscontrano nello strumento misto nato dall’unione tra *proxy fight* e *tender offer* il mezzo più incisivo per portare a compimento un *takeover*. Si vedano inoltre M.D. CAIN, J.E. FISCH, S.J. GRIFFITH, S.D. SOLOMON, *How Corporate Governance Is Made: The Case of the Golden Leash*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 164, p. 649, 2016 i quali nell’analizzare l’istituto innovativo del *golden leash* vengono a legittimare le *proxy fights* come nuovo strumento prediletto nei tentativi di scalata, decretando la cessazione delle ostilità per le *tender offers* divenute ormai quasi unicamente oggetto di negoziazione.

¹⁶⁷ Il Congresso ha deliberatamente scelto di non definire il termine in analisi, dichiarandosi consapevole della “*almost infinite variety in terms of most tender offers*” affidando così alle corti ed alla SEC la “*flexibility to define the term*”.

Cfr. Full Disclosure of Corporate Equity Ownership in Corporate Takeover Bids: Hearings on S. 510 Before the Subcommittee on Securities of the Senate Committee on Banking and Currency, 90th Cong., 1st Sess. 18 (1967) (statement of Manuel Cohen, Chairman, SEC), quoted in Hanson Trust v. SCM Corp., 774 F.2d 47 (2d Cir.1985).

¹⁶⁸ 475 F. Supp. 783, 823-24 (S.D.N.Y. 1979), *aff’d on other grounds*, 682 F.2d 355 (2d Cir.1982), *cert. denied*, 460 U.S. 1069 (1983).

Per i problemi relativi alla definizione del fenomeno e la successiva applicazione di tale metodo si vedano ad es.: *Kennet Copper Corp. v. Curtiss-Wright Corp.*,584 F.2d 1195 (2d Cir.1978); *SEC v. Carter Hawley Hale*, 760 F.2d 945 (9th Cir. 1985); *Hanson Trust v. SCM Corp.*, 774 F.2d 47 (2d Cir.1985).

acquisto è fatta ad un prezzo maggiorato (“*premium*”) rispetto al prevalente prezzo di mercato 4. non negoziabilità dell’offerta 5. l’offerta è volta all’acquisizione di un numero predefinito di titoli, spesso con precisa indicazione del numero massimo di questi che si vuole acquisire 6. l’offerta è limitata ad un dato contingente temporale 7. gli oblati sono soggetti ad una pressione volta a persuaderli a vendere i loro titoli 8. annunci pubblici circa un “*purchasing program*” attinente alla *target* emittente precedono o accompagnano una rapida accumulazione di un ampio ammontare dei titoli dell’emittente. Non essendo i fattori sopra menzionati richiesti contemporaneamente affinché una offerta possa essere considerata come *tender*, le decisioni delle corti, susseguitesesi nel tempo su questo argomento, sono connotate da forte variabilità nella loro considerazione circa il peso da attribuire a ciascun fattore, facendolo principalmente dipendere dagli eventi e dalle circostanze che accompagnano ogni singola transazione; nonostante questo, in genere, essendo questi fattori riscontrabili *in toto* in una tipica acquisizione di una società quotata mediante la tecnica dell’acquisto di partecipazioni (“*stock purchase*”), solitamente, le parti coinvolte nell’operazione tendono semplicemente ad attenersi *ex-ante* alle regole relative alle *tender offers* o, al contrario, in caso di coinvolgimento giudiziale per mancato rispetto di quest’ultime, tentano di dimostrarne *ex-post* l’assenza di alcuni dei fattori tra i più importanti.

Va rilevato però come alcune corti¹⁶⁹ abbiano introdotto e applicato un ulteriore e diverso metodo d’esame, il cosiddetto “*totality of the circumstances test*”, rispetto al quale

¹⁶⁹ Si veda ad es. *Hanson Trust PLC v. SMC Corp.*, 774 F.2d 47 (2d Cir.1985) nella quale la Corte sostenne che una rapida acquisizione in blocco, privatamente negoziata, relativa al 25% delle rimanenti azioni invendute della *target*, non configurasse una *tender offer*, sebbene ciò fosse avvenuto appena in seguito alla rinuncia da parte dell’acquirente ad una offerta precedentemente pubblicizzata.

Si vedano in merito anche *ex multis* T.L. HAZEN, *Securities Regulation*, American Bar Association Publishing, Chicago, 2011, *passim*; L.D. SODERQUIST, T.A. GABALDON, *Securities Regulation*, Foundation Press, New York, 2011, p.388 ss.

Merita inoltre una menzione un altro test elaborato dalla Corte Distrettuale del Massachusetts nel caso *SG Securities, Inc. v. Fuqua Inv. Co.* (D. Mass. 1979), meno utilizzato dei primi due in quanto solitamente considerato “*vague and difficult to apply [...], is largely subjective and made in hindsight based on an ex post facto evaluation [...]*” (cfr. *SEC v. Carter Hawley Hale*, 760 F.2d 945 (9th Cir. 1985)), il quale manifesta la presenza di una *tender offer* nel caso in cui ci sia una intenzione pubblicamente annunciata dall’acquirente di acquisire un “blocco” di azioni della *target* con lo scopo di acquisirne in seguito il controllo, ed una conseguente rapida acquisizione da parte dell’acquirente di “grandi blocchi” di azioni della *target* tramite il mercato libero e tramite negoziazioni private.

la corte deve considerare se, in assenza della *disclosure* e delle particolari procedure richieste dalle regole sulle *tender offers*, gli oblati si troverebbero in carenza delle informazioni necessarie affinché possano prendere una decisione sufficientemente informata circa l'offerta.

Sebbene non ne fornisca una precisa definizione, tuttavia, il *Securities Exchange Act* del 1934 all'interno del §14 garantisce una regolamentazione di questo tipo di offerte attraverso un insieme di norme volte ad imporre al *bidder* il soddisfacimento di specifici requisiti.

L'offerta ha il suo inizio nella data in cui l'offerente per la prima volta pubblica, invia od offre agli azionisti gli strumenti necessari per aderire all'offerta (Rule 14d-2)¹⁷⁰.

In riferimento al periodo dell'offerta, viene imposto all'offerente di tenerla aperta per almeno 20 giorni lavorativi. Inoltre, il periodo d'offerta deve rimanere aperto per almeno 10 giorni lavorativi a seguito di ogni cambiamento effettuato dall'offerente nel quantitativo di titoli della *target* che si offre di acquistare o nel corrispettivo che si offre di pagare.¹⁷¹

¹⁷⁰ Per come inizialmente promulgata nel 1979, la regola prevedeva che, una volta annunciata la *tender offer*, l'offerente avrebbe avuto 5 giorni lavorativi per iniziare la procedura o rinunciare ad essa.

A quel tempo veniva considerato un "annuncio d'offerta" ogni dichiarazione che avesse incluso 1. L'identità dell'offerente 2. L'identità della *target* 3. L'ammontare e la classe dei titoli richiesti 4. Il prezzo offerto. Questo, tuttavia, comportava un peso significativo per l'offerente, proprio per il fatto di dover presentare ed inviare tutta la documentazione relativa all'offerta entro soli 5 giorni da ogni annuncio.

Per questo nel 2000 la SEC decise di emendare la regola, da un lato eliminando il riferimento ai 5 giorni lavorativi, richiedendo soltanto che l'offerente iniziasse la procedura in un "*reasonable amount of time*", ma dall'altro fornendo una definizione più ampia di "*public announcement*", ora intesa come ogni comunicazione orale o scritta da parte dell'offerente o di ogni persona autorizzata ad agire per suo conto, che sia ragionevolmente designata a, o abbia l'effetto di, informare il pubblico od i detentori dei titoli in generale circa la *tender offer*.

¹⁷¹ Securities Exchange Act Rules 14e-1(a) e (b). Questa e le altre e successive regole inserite tramite emendamento dal Congresso nel §14(d) del Securities Exchange Act sono state inserite con il dichiarato scopo (si veda *H.R.Rep.No.1711, 90th Cong., 2d Sess.(1968)*) di alleviare la pressione normalmente patita dagli azionisti della *target* a seguito del lancio di un cosiddetto "*Saturday Night Special*", fornendogli una "*full ad fair disclosure*". Questo tipo di offerta "*cash*" lanciata da un *bidder* nella posizione di "*unrelated third party*" - quindi non in possesso di titoli della *target* e come tale precedentemente non soggetto ad obbligazioni di *disclosure* o a *fiduciary duties* nei confronti degli altri azionisti - non solo, solitamente, coglieva il management della *target* "*off guard*", lasciandogli un breve lasso di tempo per potersi organizzare nella ricerca di una offerta migliore o per notificare agli azionisti qualsiasi considerazione circa la bontà dell'offerta, ma rendeva

L'offerta deve essere aperta a tutti i possessori di titoli, senza possibilità per l'offerente di escludere nessuna categoria di partecipanti e, inoltre, ciascun oblatore deve poter cambiare intenzione e ritirare la sua adesione all'offerta in qualsiasi momento durante il periodo di apertura della stessa¹⁷².

Ulteriori e ancora più incisive regole vengono poste riguardo il prezzo dell'offerta. Nel caso in cui l'offerta venga "*oversubscribed*", con ciò intendendosi l'ipotesi in cui le adesioni siano superiori ai titoli che il *bidder* è disposto a comprare, lo stesso dovrà comprare i titoli *pro-rata* da ciascun azionista aderente basandosi sul numero di titoli offerti¹⁷³. Inoltre, particolarmente importante è la circostanza in base alla quale l'offerente dovrà pagare a tutti gli azionisti aderenti all'offerta il prezzo più alto, od il cosiddetto "*best price*"¹⁷⁴, pagato dallo stesso ad altri possessori di titoli ugualmente aderenti; regola che risulta particolarmente invasiva nelle ipotesi in cui l'offerente si trovi a dover alzare il prezzo al fine di incentivare l'adesione alla sua offerta da parte di un maggior numero di azionisti, avendo invece alcuni di essi già aderito precedentemente ad un prezzo inferiore.

In conclusione, per quanto riguarda gli obblighi di *disclosure*, ad ogni soggetto che effettui una *tender offer* relativa ad un ammontare di titoli superiore al "5% of any class of registered equity security" è fatto obbligo di inviare una dichiarazione alla SEC contenente le stesse informazioni richieste dal sopraesposto §13(d), ogni altra informazione

impossibile agli azionisti compiere una scelta informata circa l'adesione all'offerta data la situazione di scarso accesso alle informazioni in cui erano posti ed il limitato frangente di tempo per il quale l'offerta rimaneva aperta ("*typically over a weekend*" da cui la sua denominazione). Proprio per questo gli azionisti della *target*, solitamente "*passive investors*" con scarsa conoscenza dei "*day-by-day business affairs*" della *target*, venivano posti in una condizione di alta vulnerabilità alle cosiddette "*high pressure sale tactics*" di un offerente che solitamente, offrendo un premio di acquisto superiore al prezzo di quotazione e ponendo la regola "*first come, first accepted*", generava uno "*stampede effect*" negli oblati timorosi di vedersi rigettare la propria adesione quando ormai l'acquisto era comunque già andato in porto. Si vedano *ex multis*: T.H. MAYNARD, *op. cit.*, p. 373; C. HILL, B. JM QUINN, S. DAVIDOFF SOLOMON, *Mergers and Acquisitions*, Law Theory and Practice, West Academic Publishing, St. Paul MN, 2016 p.116 ss.

¹⁷² Securities Exchange Act Rules 14d-7 e 14d-10(a)(1)

¹⁷³ Securities Exchange Act Rule 14(d)(6).

¹⁷⁴ Securities Exchange Act Rule 14d-10(a)(2). Cfr. M. VENTORUZZO, *Takeover Regulation as a Wolf in Sheep Clothing: Taking U.K. Rules to Continental Europe*, 11 U. Pa. J. Bus. & Emp. L., 2008, p.135 nel quale l'autore, riportando un concetto espresso in un precedente lavoro di J. Armour e D. Skeel, evidenzia come gli effetti della "*best price rule*" finiscano in alcuni casi per equipararsi con quelli della *mandatory bid* europea.

ulteriore richiesta dai regolamenti della SEC¹⁷⁵, e di includere nelle pubblicizzazioni e negli inviti tutte le informazioni che la SEC gli possa richiedere. Inoltre, il *bidder* deve inviare alla SEC¹⁷⁶ una “*Tender Offer Statement*” con il Modulo TO “*as soon as practicable on the date of the commencement of the tender offer*” (Rule 14d-3). Una copia di questo modulo deve inoltre essere inviata alla *target*¹⁷⁷, allo *stock exchange* dove la società in questione è quotata ed ad ogni altro eventuale offerente concorrente. L'elemento chiave del modulo è l'“*offer to purchase*”, la quale risulta il principale strumento di informazione per gli azionisti della *target*. Questo documento include l'identità ed il background delle parti; i termini materiali della transazione; precedenti accordi tra le parti; le fonti e l'ammontare dei fondi dell'offerente, incluso un sommario del piano finanziario; una dichiarazione asseverata dell'offerente riguardo la sua consistenza finanziaria e la sua capacità di portare a compimento l'offerta. L'idea alla base di questo documento è quella di fornire agli azionisti una informazione sufficiente circa l'opportunità di aderire o meno all'offerta¹⁷⁸. Nello stesso giorno in cui invia i documenti alla SEC all'offerente

¹⁷⁵ La regolamentazione della SEC circa la *disclosure* richiesta per una *tender offer* consiste collettivamente della *Regulation 14D*, *Regulation 14E* e *Rule 13e-4*. Le prime due attinenti ad una offerta lanciata da un “*third-party bidder*” e la seconda attinente ad una offerta lanciata dalla stessa emittente al fine di riacquistare le proprie azioni.

Per ulteriori e più recenti miglioramenti a tale disciplina si faccia inoltre riferimento al *Regulation of Takeover and Security Holder Communications, Securities Act Release No.34-42055, 64 Fed. Reg. 61,408 (1999)*

¹⁷⁶ Questa normalmente entro pochi giorni informa l'offerente della eventuale necessità di revisionare i suoi documenti di offerta. Di ogni modifica all'offerta conseguente a questa revisione devono sempre essere informati anche gli azionisti della *target*. L'offerente non è autorizzato a chiudere l'offerta fino a quando la SEC non ha autorizzato definitivamente la sua documentazione di offerta. L'autorizzazione generalmente giunge prima del termine del periodo di offerta così da non tenere sospesa l'operazione.

¹⁷⁷ Anche in questo caso come in quello delle *proxy fights* (*vd. supra*), dovendo l'offerente inviare tutta la necessaria documentazione agli azionisti della *target*, quest'ultima viene posta davanti ad una scelta, riguardo l'eventualità di dover fornire all'offerenti tutte le informazioni relative agli indirizzi ed ai contatti attraverso i quali poter raggiungere i suoi azionisti oppure dover inviare essa stessa tale documentazione per evitare che il *bidder* possa procurarsi una così rischiosa fonte di informazione (Rule 14-5)

¹⁷⁸ T. L. HAZEN, J. W. MARKHAM, *Mergers, Acquisitions and Other Business Combinations, Cases and Materials*, Thomson West, St. Paul, 2003, p.439 si chiedono “*what does a shareholder, in deciding whether to tender his or her shares, really needs to know?*”. La questione viene analizzata sotto due diversi punti di vista. Il primo riguarda il caso delle offerte “*cash*”, qui gli autori facendo riferimento al caso *Prudent Real Estate Trust v. Johncamp Realty, 599 F.2d 1140 (2d Cir.1979)* ed al successivo articolo di commento redatto da *Borden & Weiner, An Investment Decision Analysis of Cash Tender Offer Disclosure, 23 N.Y.L.S.Rev.553 (1978)* arrivano alla conclusione che a seconda del tipo di offerta, “*any and all*”- solitamente seguita entro un anno da un “*freeze out*”- oppure solo parziale - con cambio del controllo - l'informazione agli azionisti sarebbe dovuta essere da un

è inoltre richiesto di pubblicare le informazioni riguardanti una “*cash tender*” su di un “*newspaper with national circulation*” (Rule 14d-4), mezzo ormai desueto ma ancora in pratica in quanto le regole non sono ancora state aggiornate rispetto all’impatto oggi assunto dalle pubblicazioni *on-line*.

Avendo così analizzato la disciplina che il modello nordamericano ha riservato alla *tender offer*, possiamo ora volgere lo sguardo alle cosiddette “*defensive tactics*”. Strumenti di difesa di cui la società *target* dispone nel momento in cui diviene soggetto passivo di un tentativo di scalata, o predisposti ancora prima di esso, allo scopo di impedire, disincentivare o cercare di trarre il maggior vantaggio possibile dall’acquisizione del controllo da parte dell’offerente.

È stata ormai da tempo posta in risalto¹⁷⁹, una contrapposizione fra modelli denominati “europeo-continentali”, in cui più di sovente troverebbe spazio l’utilizzo di cosiddette “barriere”, difese idonee ad escludere a priori un qualsiasi attacco alla società interessata o, comunque, a ridurre in modo notevole la probabilità di una scalata, ed il sistema che si sta analizzando, maggiormente orientato all’utilizzo delle “strategie” difensive o “difese” nell’ottica di massimizzare il valore dell’investimento azionario nella società bersaglio (per una più approfondita analisi circa questi aspetti si veda *infra* in questo capitolo §2.3).

lato meramente “*rudimentary*” ed invece dall’altro sufficientemente completa per valutare il background e la situazione finanziaria dell’offerente; facendola oscillare in funzione del reale interesse dell’azionista. Il secondo punto di vista riguarda le offerte di “*exchange*” di titoli azionari, qui la iniziale difficoltà riscontrata era quella di garantire una completa informazione agli azionisti al riparo dalla applicazione della “*gun jumping doctrine*” contenuta nel *Williams Act of 1933* la quale vietava all’offerente di diffondere informazioni al pubblico prima di avere effettuato una dichiarazione di volontà ufficiale alle autorità competenti.

Per risolvere tale conflitto la SEC ha successivamente emanato la Rule 165 (come parte del *Regulation of Takeover and Security Holder Communications, Sec. Exch. Act Rel. No. 34-42055, 70 S.E.C. Docket 2229, 1999 WL 969596 (SEC Oct. 22, 1999)*) con la quale permette di fornire informazioni agli azionisti anche precedenti all’apertura ufficiale dell’offerta. A seguito di questo intervento le due forme di offerta sono ormai sullo stesso piano per ciò che concerne l’informazione. Si veda anche T.H. MAYNARD, *op. cit.*, p.375

¹⁷⁹R.J. GILSON, *The Political Ecology of Takeovers: Thoughts on Harmonizing the European Corporate Governance Environment*, in K.J. HOPT, H. KANDA, M.J. ROE, E. WYMEERSCH, S. PRIGGE (edited by), *Comparative Corporate Governance – The State of Art and Emerging Research*, Oxford 1998, pp. 49 ss.

Si veda il §2.3 per una disamina comparatistica circa l’approccio della legislazione italiana in argomento e per la visione della nostra dottrina in materia.

Queste ultime, strumenti volti non soltanto a disincentivare il lancio o la prosecuzione della *tender offer*, ma, come già indicato, anche mirate al miglioramento delle condizioni dell'offerta nonché alla presentazione di offerte concorrenti, sono suscettibili di essere utilizzate sia in maniera preventiva (*“pre-bid”*) che successiva (*“post bid”*) rispetto alla emissione di una offerta.

E proprio alla prima tra le due categorie, l'ipotesi *“pre-bid”*, appartengono le principali e più note tra tali strategie, i *“piani di attribuzione dei diritti agli azionisti”*, meglio conosciute come *“poison pills”*.

L'invenzione delle *“pillole avvelenate”*, da molti, al tempo come oggi, considerate come un punto di svolta nella disciplina delle tecniche di difesa a disposizione della target¹⁸⁰, deve essere fatta risalire al 1982. Queste vennero sviluppate per la prima volta da Martin Lipton e dai suoi colleghi presso lo studio legale Watchen Lipton Rosen & Katz, che le utilizzarono prima nella difesa di *El paso Electric* contro *General American*

¹⁸⁰ Si vedano *ex multis* C. HILL, B. JM QUINN, S. DAVIDOFF SOLOMON, op. cit., p.443 i quali affermano che l'introduzione delle pillole avvelenate come strumenti di difesa *“changed everything”* ed inoltre fanno notare come la recente diminuzione nella adozione delle *poison pills* all'interno delle società (*“only 6% of S&P 1500 had a poison pill in effect as on December 20,2015”*) sia fuorviante circa l'importanza che questi strumenti hanno nella realtà; in quanto il *board* di ciascuna società quotata ha la capacità di adottarne una in un minimo frangente di tempo senza bisogno dell'approvazione degli azionisti. Citando J.C. COATES IV, *Takeover Defense in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence*, Texas Law Review, Vol. 79, No. 2, December 2000 gli autori affermano che quanto detto in precedenza significa che *“every such company has a “shadow” poison pill which can be quickly implemented”*. Essi inoltre attribuiscono la responsabilità circa la diminuzione nell'adozione delle *poison pills* alla crescente pressione dell'attivismo degli *shareholders “governance activists”*; i quali premono perché gli ostacoli alle acquisizioni societarie vengano sensibilmente ridotti, persuadendo molte compagnie a rimuovere le pillole avvelenate. Sulla questione si vedano in particolare R.J.GILSON, B.S.BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, Foundation Press, NY, Supplement 2003-2004, p.60; C.E.SIMON & COMPANY, *Corporate Anti-Takeover Defenses: The Poison Pill Device*, Clark Boardman Callaghan, New York, 1997, passim nel quale la continua e costante adozione delle *“poison pill”* da parte delle società Americane, viene considerata un conferma del fatto che queste rimangono *“one of the best defensive tactics that a public company can adopt to deter an unwanted takeover”*. Da notare invece *contra* A. FLEISCHER, Jr, A. R. SUSSMAN, *Takeover Defense* (VI Ed.), New York 2000 § 5.02 pp. 5-17 ss. i quali definiscono tale strumento come un *“deterrent but not panacea”* basando la loro affermazione principalmente sul fatto che un società *target* difesa tramite *poison pills*, se può dirsi al sicuro da una *tender offer*, non può fare lo stesso nei confronti di una *proxy contest* in quanto *“pills are generally non triggered by a raider’s proxy solicitation”*.

Oil ed ancora, in seguito, nel 1983 durante la scalata di *Brown Foreman* ai danni di *Lenox*.¹⁸¹

Il vantaggio che le *poison pills* dovevano fornire alla società bersaglio era quello di permettergli di adottare una strategia difensiva realmente effettiva, che aveva il suo principale punto di forza nel riuscire a costringere l'offerente ostile a dover contrattare con il *board* della società bersaglio a meno di non voler vedere la sua *tender offer* bloccata. Forzando il *bidder* verso una negoziazione con la *target*, questo strumento aveva la capacità di riallocare il potere di prendere decisioni durante la pendenza di una offerta ostile, spostandolo dagli azionisti verso i *managers*.

La riuscita di questa riallocazione dell'autorità trovava il suo fondamento in un meccanismo che rendeva l'acquisizione delle azioni della *target* da parte dell'offerente, sopra una certa soglia, proibitivamente costosa, se non impossibile, senza l'approvazione del consiglio di amministrazione¹⁸². Questo meccanismo richiedeva che venisse fissato un livello di partecipazione (solitamente tra il 10% ed il 20%), oltrepassato il quale, la pillola veniva attivata ("*triggered*") e l'acquirente subiva una

¹⁸¹*Brown-Forman Distillers Corp. v. Lenox, Inc.*, 83 Civ. 2116 (D.N.J. June 20, 1983).

Brown Foreman era il quarto più grande fabbricante di distillati degli Stati Uniti (tra i suoi marchi Jack Daniels, Martel, Korbelt) ed incassava annualmente circa 900 milioni di dollari. Lenox era un grande produttore della Cina, e le sue azioni venivano scambiate, al NYSE, a circa 60\$ l'una. Brown Foreman, ritenendo tali azioni sottovalutate, offrì 87\$ per ogni azione di Lenox. Un prezzo 20 volte più alto del guadagno per-share dell'anno precedente (4,13\$) e quindi un'offerta molto attraente e difficile da contrastare. Martin Lipton suggerì che Lenox offrisse ad ogni azionista comune un dividendo costituito da azioni privilegiate ciascuna delle quali convertibile in 40 azioni di Brown Foreman, laddove questa avesse acquisito il controllo. Tali azioni sarebbero state utili per difendersi dal takeover e, se convertite, avrebbero sostanzialmente diluito la posizione diazionista al 60% di Brown Foreman.

In seguito la validità di queste tattiche fu asserita nella nota sentenza in *Moran v. Household Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985) e con *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986) fu definitivamente confermata.

¹⁸² Si vedano ad esempio *Unitrin Inc. v. Am. Gen. Corp.*, 651 A.2d 1361, at 1381 (Del. 1995) nella quale viene affermato che "[w]ithout the approval of a target's board, the danger of activating a poison pill renders it irrational for bidders to pursue stock acquisitions above the triggering level" e *Gaylord Container Corp.*, 753 A.2d 462, 481 (Del. Ch. Jan. 26, 2000) nel quale la Chancery Court afferma: "the primary purpose of a poison pill is to enable the target board of directors to prevent the acquisition of a majority of the company's stock through an inadequate and/or coercive tender offer. The pill gives the board leverage to negotiate with a would-be acquirer so as to improve the offer as well as the breathing room to explore alternatives to and examine the merits of an unsolicited bid"

pressoché immediata “diluizione¹⁸³” del suo potere nella società bersaglio; a sua volta questa “diluizione” si otteneva attribuendo agli azionisti della *target* diritti speciali (da cui la meno conosciuta denominazione italiana del fenomeno in “piani di attribuzione dei diritti agli azionisti”), per l’acquisto o la vendita di azioni in condizioni di favore o preferenza, nel contesto o come risultato di una scalata ostile.¹⁸⁴

La prima generazione¹⁸⁵ di queste misure comprendeva le cosiddette “*flip-over*” pills, le quali avevano come principale intento quello di ottenere un aumento dei costi relativi ad una “*second-step merger*”, parte di una cosiddetta “*two-step transaction*”. Durante la fusione la pillola garantiva agli azionisti della *target* il diritto di ottenere i titoli

¹⁸³ FLEISCHER, Jr, A. R. SUSSMAN, *Takeover Defense (VI Ed.)*, New York 2000, §5.04, p.5-58 dove gli autori rimarcano come “*the threat of dilution created by a flip-over rights plan was clearly a major disincentive to an attempt to acquire a 100% equity interest in a target company other than on a negotiated basis*”, e siccome nel contest del 1980 si riteneva che una acquirente, che avesse fatto ricorso alla leva finanziaria, necessitasse il possesso dell’intera compagnia per poter godere dell’accesso illimitato ai suoi proventi ed ai suoi *asset* e far fronte al debito, si credeva che i *flip-over rights plans* avrebbero avuto un forte impatto sulla volontà dei *raiders* di scalare la società. Cfr. D. CHOPER, J.C. COATES, R.J. GILSON, *Cases and Materials on Corporations*, Aspen Publishers, New York, 2004, p.905

¹⁸⁴ F.M. SBARBARO, *Appunti in tema di scalate e tattiche difensive nell’ordinamento statunitense*, Eurilink, Roma 2012, pp. 46 ss.

¹⁸⁵ Per una completa ed approfondita analisi sull’evoluzione del fenomeno si veda . FLEISCHER, Jr, A. R. SUSSMAN, *op. cit.*, § 5.04 pp. 5-37 – 5-65. Va inoltre evidenziato come in dottrina non vi sia piena convergenza sulla successione temporale delle “tipologie” di pillole. Alcuni tendono ad attribuire la paternità di tali strumenti ad un altro sistema, chiamato “*preferred stock plan*”, il quale sarebbe stato appunto connotato da un’offerta, rivolta ad ogni azionista comune, di azioni privilegiate convertibili in altrettante azioni dell’acquirente in caso di takeover. Tale configurazione fu però abbandonata appena dopo un biennio, a causa di un duplice ordine di svantaggi nell’utilizzo di pillole così strutturate. In primo luogo, l’emittente poteva riscattare tali diritti solo dopo un esteso periodo di tempo, il quale poteva risultare in eccesso anche di 10 anni rispetto alla sua intervenuta necessità. Un secondo riguardava il fatto che essi avessero un immediato impatto sfavorevole sul bilancio. Questo perché quando un analista valutava la leva finanziaria della società, le azioni privilegiate venivano solitamente computate nel debito di lungo periodo, così rendendo la società maggiormente indebitata e soggetta a rischio agli occhi degli investitori.

Ex multis FLEISCHER, Jr, A. R. SUSSMAN, *op.cit.*, *passim*; P. A. GAUGHAN, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings.*, Wiley, N.Y., 1996 – 2010, *passim*; C.E.SIMON & COMPANY, *Corporate Anti-Takeover Defenses: The poison pill device*, Clark Boardman Callaghan, NY, 1997, p. 1-38 ss.; T.L. HAZEN, *op. cit.*, p.259.

Contra C. HILL, B. JM QUINN, S. DAVIDOFF SOLOMON, *op. cit.*, *passim*; W.J.CARNEY, *Merger and Acquisitions, Cases and Materials*, Foundation Press, NY, 2000, *passim*; L.D. SODERQUIST, T.A. GABALDON, *op.cit.*, p.421: le quali ricostruzioni ci sentiamo di condividere per il fatto che la diffusione di tale metodo di difesa viene comunemente fatta risalire al 1985, “*in the mid-1980s*”(ad esempio si veda il grafico a p.158 di P. A. GAUGHAN, *op. cit.*), periodo in cui i *preferred stock plans* erano già stati notoriamente superati dalla adozione delle *flip-over poison pills*.

dell'acquirente ad un prezzo fortemente scontato (fino anche al 50% del prezzo di mercato) a meno che quest'ultimo non avesse ritirato l'offerta.

Il punto debole di questa prima conformazione delle misure di difesa risiedeva nel fatto che il diritto di acquisto sarebbe emerso solo nel caso in cui, avendo già conseguito con successo una scalata ostile, l'acquirente avesse voluto proseguire attraverso una successiva fusione allo scopo di attuare un "freeze-out" dei soci dissenzienti. Per questo, acquirenti realmente determinati, o nei piani dei quali non rientrava una *second-step merger*, non subivano l'effetto deterrente di tali strumenti, i quali venivano aggirati semplicemente non procedendo con la successiva fusione¹⁸⁶; oppure altrimenti attendendo che la società abbandonasse la sua resistenza e ritirasse tali diritti per permettere la *merger*, prendendo atto della ormai inevitabile nuova situazione di controllo in mano al *raider*.

Questa ed altre¹⁸⁷ notevoli complessità nell' utilizzo dello strumento, per come inizialmente configurato, portarono ad una sua evoluzione e riformulazione in termini di maggiore flessibilità.

Vennero ideate le cosiddette "flip-in poison pills". Questa innovazione era principalmente diretta a far fronte alle difficoltà, manifestatesi in precedenza, nell'ipotesi in cui il *bidder* non fosse intenzionato ad acquisire il 100% della *target*, individuandone la soluzione in una inversione nell'oggetto del diritto.

¹⁸⁶ Per esempio nel 1985 Sir James Goldsmith acquisì la maggioranza di controllo della Crown Zellerbach, nonostante quest'ultima avesse posto a sua difesa una *poison pill*. Si veda E.N.BERG, *Crown Defeat Casts Pall On Poison Pill Defense*, N.Y. Times, July 27, 1985. Cfr. C. HILL, B. JM QUINN, S. DAVIDOFF SOLOMON, *op. cit.*, p.444; FLEISCHER, Jr, A. R. SUSSMAN, *op. cit.*, § 5.04 pp. 5-58; P. A. GAUGHAN, *op. cit.*, 2002, p. 171

¹⁸⁷ Tra i casi più noti che servirono ad evidenziare i difetti della *flip-over pill* si vedano *Duman v. Crown Zellerbach Corp.*, 107 F.R.D. 761 (N.D. 111. 1985) con *Crown Zellerbach Corporation Rights Plan*, No. 85 C 3286 (N.D. 111. 1985) e *The Amalgamated Sugar Co. v. NL Industries Inc.*, 644 F. Suppl. 1229 (S.D.N.Y. 1986); *injunction pending expedited appeal granted*, No.86-8062 (2d Cir. Aug. 8,1986), *later proceedings* 825 F.2d 634, *cert. denied*, 484 U.S. 992.

Inoltre FLEISCHER, Jr, A. R. SUSSMAN, *op. cit.*, § 5.04 pp. 5-58 rimarcano come il fatto che il *bidder* avesse oltrepassato la soglia fissata, e quindi *triggered* la *pill*, comportasse che i diritti concessi agli azionisti divenissero "non redeemable"; rendendo così la società incapace di venderli a qualcun altro, in quanto anche quest'ultimo avrebbe fatto scattare le soglie della pillola, e quindi così comportando una forte restrizione nella flessibilità delle scelte adottabili dalla *target*.

In un qualsiasi momento antecedente l'offerta, la società attribuisce agli azionisti dei diritti, solitamente attraverso dei dividendi ed in forma di *warrants*, che consentono a questi ultimi, ad eccezione fatta per l'offerente e le sue controllate (i cui diritti di acquisto, a seguito del superamento della soglia, divengono "void"), di acquistare azioni, ad un prezzo deliberatamente in condizione di notevole inferiorità rispetto a quello di mercato, ed in un periodo di tempo limitato; tuttavia, a differenza di quanto accadeva con la precedente configurazione, non si tratta più di azioni della società *bidder*, bensì di azioni della *target*. In questo modo, quando i diritti vengono attivati, questi diventano una cosiddetta "in the money" option¹⁸⁸, un incentivo economico molto forte nei confronti degli azionisti, volto a persuaderli ad esercitare tali diritti diluendo drasticamente la partecipazione che il *bidder* va via via acquisendo.

In altri termini, queste *pills* furono disegnate con il preciso obiettivo di diluire la partecipazione nella *target* indipendentemente dal fatto che l'acquirente procedesse con la fusione tra le due società; si dimostrano così particolarmente efficaci contro i *raiders* interessati ad acquisire una influenza di controllo sulla società sebbene non acquisendone la maggioranza. Infatti, soprattutto nelle grandi compagnie nordamericane, dove la maggior parte degli *shareholders* posseggono solo una piccola percentuale del flottante, la posizione di controllo può essere raggiunta anche con una partecipazione inferiore al 51%; proprio in questi casi, i "flip in rights" hanno la capacità

¹⁸⁸ Solitamente lo scopo di diluizione si può realizzare attraverso una massiccia emissione di nuove azioni, di buoni di sottoscrizione delle stesse o altri strumenti simili.

C. HILL, B. JM QUINN, S. DAVIDOFF SOLOMON, *op. cit.*, p.445 ci offrono un ottimo esempio di come questo strumento funzioni. Il piano in analisi è quello dell'*Allergan Common Stock*, che recita: "[Upon a triggering event,] each holder of a Right, other than Rights that are or were acquired or beneficially owned by the Acquiring Person [the person acquiring more than a specified percentage of Allergan stock] (which Rights will be thereafter void), will thereafter have the right to receive upon exercise that number of shares of Common Stock having market value of two times the then current Purchase Price of one Right". Assumendo che i titoli dell'emittente vengano scambiati per 50\$/share, prima dell'attivazione dei diritti, un azionista della *target* poteva comprare 10 azioni di tale società a 500\$, mentre a seguito di tale evento potrà acquistarne il doppio allo stesso prezzo, essendo così fortemente incentivato ad esercitare tali suoi diritti [(Purchase Price of Right*2)/Current price of Allergan Common Stock = Number of Shares of Allergan Stock Purchasable]. A queste condizioni un acquirente che fosse in possesso dell'11% delle azioni vedrebbe la sua partecipazione diluita fino allo 0.6%, situazione che nessun operatore razionale vorrebbe si verificasse, rendendo così la pillola uno strumento realmente effettivo.

di rendere questo genere di acquisizione molto costosa, disincentivandone il tentativo¹⁸⁹.

Per quanto attiene ai profili pratici, la *poison pill* viene adottata con una decisione del *board*, che non necessita dell'approvazione degli azionisti¹⁹⁰ sulla base del suo generale potere di emettere nuove azioni, con la quale vengono a questi ultimi attribuiti "*rights*" che si collegano ad ogni *share*. I termini del suo funzionamento sono specificati in due documenti: il primo è un "*certificate of designation*", da allegare all'atto costitutivo della società, il quale stabilisce le condizioni fondamentali per l'esercizio di tali diritti; il secondo è invece un "*indenture agreement*", stipulato tra la *target* e una banca fiduciaria che individua i termini applicabili al momento in cui i diritti vengono attivati. Ogniqualevolta ci si riferisce ad una *poison pill*, quindi, ci si riferisce a tali due documenti.

I diritti così attribuiti tuttavia permangono in uno stato di quiescenza. Infatti, affinché tali diritti possano essere esercitati, essi necessitano di un cosiddetto "*triggering event*" che li attivi. Generalmente quest'ultimo viene individuato principalmente in due ipotesi: o nella stessa proposizione di una *tender offer*, oppure nella accumulazione di una certa partecipazione azionaria (tipicamente individuata tra il 10 ed il 20%), da parte di un soggetto che la abbia ottenuta in assenza dell'approvazione da parte della maggioranza degli amministratori della *target* eletti prima di tale evento, il quale viene così ad essere definito "*Acquiring Person*" (ed a subire una contestuale inibizione statutaria dei diritti di acquisto ottenuti in qualità di azionista della *target*). Il processo si conclude attraverso il conseguente *re-pricing* dei titoli connessi a tali diritti, ad un prezzo fissato in precedenza, calcolato affinché costituisse un incentivo economico volto ad attrarre gli azionisti all'acquisto del nuovo capitale azionario e quindi alla diluizione della partecipazione dell'aspirante acquirente.

È inoltre tipico di questi *plans*, prevedere in capo al consiglio di amministrazione della *target* il potere di riscattare tali diritti in cambio di un importo nominale minimo. Questo riscatto può essere esercitato in ogni momento, prima del *triggering event* e, dopo di

¹⁸⁹ P. A. GAUGHAN, *op. cit.*, 1996, p. 157

¹⁹⁰ A. FLEISCHER, Jr, A. R. SUSSMAN, *op. cit.*, p. 5-9 e p. 5-116. Si veda ancora *Moran v. Household Inc.*, 500 A.2d. 1351 - 1352 (Del. 1985) dove i giudici della Supreme Court Delaware fecero risalire tale diritto alle Sezioni 151 e 157 del DGCL.

questo, solo entro un brevissimo lasso di tempo (solitamente 10 giorni), scaduto il quale i diritti diventano *non redeemable*¹⁹¹. In realtà sovente accade che gli amministratori inseriscano all'interno del piano una clausola, cosiddetta "*window*"¹⁹², che gli permette di esercitare il riscatto anche a seguito della scadenza dei sopradetti termini; un esempio ne è il loro potere di poter dichiarare una certa persona come *Non Acquiring Person*, nonostante la sua crescente acquisizione di partecipazioni azionarie, permettendogli di rimanere indenne agli effetti della *pill*.

Conseguentemente a questa previsione, una *flip-in poison pill* costituisce un forte deterrente per i potenziali scalatori ostili, con il non celato fine di obbligarli a dover negoziare¹⁹³ con il *board* della società bersaglio per poter evitare l'operatività della pillola; ed inoltre un forte incentivo verso ogni acquirente ad adottare una strategia amichevole nei confronti degli amministratori, piuttosto che tentare una *tender offer* costosa e probabilmente infruttuosa.

Testimone della loro straordinaria efficacia sia il fatto che da quando furono inventate ed iniziate ad adottare, e nonostante la loro diffusione, ancora fino ad oggi, le *flip-in*

¹⁹¹ In *Amalgamated Sugar Co. v. NL Industries*, 644 F. Supp. 1229 (S.D.N.Y. 1986) la U.S. District Court del Distretto Sud di New York ha sanzionato un piano compilato secondo la legge del New Jersey, apparentemente basandosi (sebbene in maniera parziale) sul fatto che il board aveva erroneamente evitato di riscattare i diritti prima di un'acquisizione che li aveva resi non più riscattabili.

¹⁹² L'utilizzo di questo espediente è stato criticato in quanto considerato da alcuni incoraggiante verso il *raider* ad oltrepassare la soglia di attivazione della pillola, per poi in seguito fare pressione sul consiglio di amministrazione affinché questo eserciti il riscatto dei diritti relativi alla pillola. Cfr. A. FLEISCHER, Jr, A. R. SUSSMAN, *op. cit.*, p. 5-95.

Inoltre se da una parte la "*window*" permette alla società di rimuovere gli effetti della pillola per permettere una operazione amichevole, cosiddette "*white knight transactions*", dall'altra permette ad un *bidder*, che abbia preso il controllo del *board* tramite il successo di una *proxy fight*, di eliminare tale difesa (in quanto le *poison pills* non sono in grado di evitare che il *bidder* lanci una *proxy fight*, proprio per difendersi da tali eventualità fu ideata la difesa denominata "*staggered board*", per la quale si rimanda ad una più approfondita letteratura). Si è quindi cercato di trovare dei possibili rimedi interni a tale vuoto nella conformazione delle *pills*, e ne sono stati individuati due: le "*Dead and Slow hand provisions*". Il primo permette che una pillola venga rimossa solo se a farlo sono dei *managers* che si trovavano già in carica al momento dell'adozione della stessa. Il secondo impedisce al *board* neo-eletto di neutralizzare la pillola per un determinato periodo di tempo (tipicamente sei mesi). La validità e l'adottabilità di queste misure subisce però delle variazioni presso le diverse corti e giurisdizioni. Cfr. W. K. SJOSTROM Jr., *op. cit.*, p.394; R.J.GILSON, B.S.BLACK, *op. cit.*, p.277

¹⁹³ In *Re Unitrin Inc. v. Am. Gen. Corp.*, 651 A.2d 1361, at 1381 (Del. 1995) : "[w]ithout the approval of a target's board, the danger of activating a poison pill renders it irrational for bidders to pursue stock acquisitions above the triggering level"

poison pill siano state “attivate” una sola volta. Fu nel 2010 quando *Versata Enterprises Inc.* volontariamente superò le soglie di *triggering* della pillola adottata da *Selectica Inc.*, al deliberato fine di poter poi successivamente ricorrere alla giustizia e tentare di ottenere l’invalidazione della decisione degli amministratori della *target*, che avevano permesso che la pillola si attivasse, ottenendo, invece, dalla *Delaware Supreme Court*, un’ulteriore conferma della legittimità¹⁹⁴ del meccanismo di difesa così adottato.

2.2 Segue: i “*fiduciary duties*” e la loro applicazione nel contesto di *takeover*

Nella gestione degli assetti societari, come nell’adozione delle misure di difesa, il sistema nordamericano¹⁹⁵ ha riservato una elevata autonomia all’organo amministrativo. Un chiaro esempio di questa scelta sono proprio le *poison pills*, da noi

¹⁹⁴ *Versata Enterprises Inc. v. Selectica Inc.*, 5 A.3d 586 (Del. 2010).

Per quanto attiene alla validità ed alla legittimità di tale misura di difesa, l’analisi giurisprudenziale ha superato l’applicazione empirica delle stesse. Subito dopo la loro prima adozione, le Corti del Delaware si sono pronunciate circa numerose controversie che coinvolgevano l’adozione di *flip-in poison pills*. Si vedano *In Re: Henley Group, Inc. v. Santa Fe S. Pac. Corp.*, C.A. No.959 (Del. Ch. Mar. 12, 1988); *BNS Inc. v. Koppers Co.*, 683 F. Supp. 458 (D. Del. 1988); *MAI Basic Four, Inc. v. Prime Computer, Inc.*, C.A. No.10428 (Del. Ch. Dec. 20, 1988); *Grand Metro, plc. v. Pillsbury Co.*, 558 A.2d 1049 (Del. Ch. 1988); *Doskocil Cos. v. Griggy*, C.A. No. 10095 (Del. Ch. Oct. 7, 1988); *Facet Enters., Inc. v. Prospect Group, Inc.*, C.A. No. 9746 (Del. Ch. Apr. 15, 1988).

Se non si riscontra alcuna decisione in Delaware che abbia messo in discussione la validità di tali previsioni, allo stesso tempo, però, non si riscontra nemmeno alcun caso che abbia analizzato le “*flip-in*” con un sufficientemente elevato grado di approfondimento. Altre Corti hanno sostenuto che i diritti di “*flip-in*” non sono da considerarsi *ultra-vires*: *Gelco Corp. v. Coniston Partners*, 652 F. Supp. 829 (D. Minn. 1986), *aff’d in part and vacated in part*, 811 F.2d 414 (8th Cir. 1987); o in altro modo proibite dalla legge statale: *Georgia-Pac. Corp. v. Great N. Nekoosa Corp.*, 727 F. Supp. 31 (D. Maine 1989). In altri stati, le Corti hanno deciso casi in cui erano coinvolte previsioni di “*flip-in*” senza pronunciarsi

sulla loro validità: *ex multis Coast Fed. Sav. & Loan Ass’n v. Culverhouse*, No.89-1998-CA-01 (Fla. Cir. Ct. July 28, 1989).

¹⁹⁵ La disposizione di maggior importanza ed impatto in materia la riscontriamo nel §141(a) della Delaware General Corporation Law che afferma proprio che: “[t]he business and affairs of every corporation [...] shall be managed by or under the direction of a board of directors” rimarcando il fatto che le corti debbano giudicare con significativa deferenza verso le azioni dei *directors* e le decisioni da questi assunte.

Inoltre C. HILL, B. JM QUINN, S. DAVIDOFF SOLOMON, *op. cit.*, p. 469 evidenziano come questa “*delegation of plenary authority to the board of directors*” abbia una forte implicazione nella allocazione del potere tra azionisti ed amministratori e nell’assegnare a questi ultimi un ruolo ben definito nel contesto di *M&A*.

analizzate in precedenza, nella quale disciplina, ai fini della loro predisposizione e della successiva distribuzione dei diritti agli azionisti, non è richiesta l'approvazione degli *shareholders* ma è sufficiente una deliberazione del *board*.

Quello che qui interessa rilevare è come, ciò che si viene in questo modo a creare sia un tipico rapporto di *agency*, od una cosiddetta “*fiduciary obligation*”, tra un soggetto titolare di un diritto di proprietà (nel nostro caso la società) e colui che ne assume i compiti di gestione (gli amministratori); con il correlativo obbligo per quest'ultimo di tutelare al meglio gli interessi del primo¹⁹⁶.

Nel contesto societario poi, questo genere di rapporti assume delle connotazioni particolarmente complicate.

I *managers* per tutelare l'interesse loro attribuito in gestione sono generalmente chiamati a far uso di poteri caratterizzati da elementi di forte discrezionalità. Inoltre, l'attività da essi svolta è connotata dalla necessaria assunzione di iniziative particolarmente audaci, solitamente connesse ad investimenti ad alto rendimento, ulteriormente aggravata dall'urgenza di dover generalmente compiere tali scelte con particolare tempestività. Tutto ciò comporta l'inevitabile assunzione di rischi, derivanti per un verso da condizioni economiche significativamente avverse, e per l'altro dal dover agire, in molti casi, senza poter attendere le opportune informazioni, per evitare i danni, eventualmente maggiori, che potrebbero derivare da un ritardo in alcune scelte.

Queste condizioni richiederebbero un delicato, e quanto mai complesso bilanciamento di poteri ed oneri nel rapporto di *agency*. Infatti, sebbene sia necessaria una chiara regolamentazione circa la responsabilità degli amministratori che permetta di prevenire, o sanzionare, eventuali violazioni nel loro adempimento al rapporto fiduciario, d'altra parte si dovrebbe evitare di introdurre regole particolarmente

¹⁹⁶ F.M. SBARBARO, *op. cit.*, p.11 rileva che: “l'imposizione di tali doveri è quindi una conseguenza necessaria dell'obbligo di tutelare al meglio gli interessi della società e trova fondamento, originariamente, in quell'idea di affidamento su cui si fonda la nozione di *trust*”. Cfr. R.W.HAMILTON, R.A.BOOTH, *Corporations*, Thomson West, St.Paul, 2006, p.571 i quali sottolineano come gli amministratori non possano essere considerati pienamente dei *trustees* in quanto “*they are not automatically liable for consequences of actions wich exceed their powers, [...] the area of their discretion and judgement is considerably great[er], [...] [they] may entry into transactions with the corporation under some circumstances*”.

rigorose che finirebbero per comportare soluzioni in contrasto con l'interesse sociale, in quanto incentiverebbero i *managers* ad evitare rischi che sarebbe invece opportuno correre¹⁹⁷.

Ed è proprio per ovviare a tali difficoltà che nel sistema nordamericano è stato introdotto il concetto di "*fiduciary duties*"¹⁹⁸, espressione dell'obbligo stabilito per i *corporate directors* di agire con "*care*" and "*loyalty*"¹⁹⁹, in accordo con le linee guida stabilite dagli *statutes* federali, statali e dalle decisioni delle corti; pena la loro responsabilità in rapporto alle loro azioni od inadempienze.

Gli obblighi degli amministratori nei confronti della società possono essere così raggruppati in due vaste categorie²⁰⁰: un "*duty of care*" ed un "*duty of loyalty*".

¹⁹⁷ In *Re Gagliardi v. Trifoods International, Inc.*, 683 A.2d 1049, 1052-53 (Del. Ch. 1996) nella quale controversia, l'allora Chancellor Allen spiegava proprio in questa maniera la *ratio* della cosiddetta *business judgement rule*: "*Corporate directors of public companies typically [...] enjoy (as residual owners) only a very small proportion of any "upside" gains earned by the corporation on risky investment projects. [...] Given the scale of operation of modern public corporations, this stupefying disjunction between risk and reward for corporate directors threatens undesirable effects. Given this disjunction, only a very small probability of director liability based on "negligence", "inattention", "waste", etc., could induce a board to avoid authorizing risky investment projects to any extent! Obviously, it is in the shareholders' economic interest to offer sufficient protection to directors from liability for negligence, etc., to allow directors to conclude that, as a practical matter, there is no risk that, if they act in good faith and meet minimal proceduralist standards of attention, they can face liability as a result of a business loss."*

¹⁹⁸ In *Re Alpert v. 28 Williams St. Corp.*, 63 N.Y. 2d 557, 568-69, 473 N.E.2d 19, 25-26, 483 N.Y.S.2d 667, 673-74 (1984) nelle more del quale la New York Court of Appeals descrive i *duties* ed afferma che: "*directors are cast in the fiduciary role of "guardians of the corporate welfare" [...] all corporate responsibility must be discharged in good faith and with "conscientious fairness, morality and honesty in purpose" [...] candor and good and prudent management of the corporation"*

Inoltre EASTERBROOK F.H., FISCHER D.R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge (MA)-Londra, 1991, p.98 evidenziano come l'adozione di questi strumenti di responsabilità sia sorta in funzione del fatto che per gli investitori, generalmente interessati solo all'aumento della loro singola partecipazione azionaria più che alla politica di ogni società in cui investono, fosse "*too cost[ly] to contract for every contingency*"; esprimendo con questo la tipica difficoltà nascente in ogni rapporto di agenzia circa la impossibilità di poter contrattualizzare ogni rischio.

¹⁹⁹ Si veda ad esempio quanto affermato circa le "*legal obligations of directors*" dal Committee on Corporate Law dell' American Bar Association nel "*Corporate Director's Guidebook*", secondo il quale: "*The baseline legal standard for director conduct is that each director must discharge director duties in good faith and in a manner that the director reasonably believes to be in the best interests of the corporation. This standard encompasses a "duty of care" and a "duty of loyalty."*

²⁰⁰ In *Re Cede&Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 367 (Del.1993), decisione poi modificata in 636 A.2d 956 (Del.1994) che afferma: "*[d]uty of care and duty of loyalty are the traditional hallmarks of a fiduciary who endeavors to act in the service of a corporation and its stockholders [...] each of these duties is of equal and independent significance"*

Il “*duty of care*” impone agli amministratori di agire in buona fede ed “*on an informed basis*” nell’adozione di scelte riguardanti il *business* della società che gestiscono. Una gestione che deve essere connotata da “*good faith*” e “*reasonable care*”, quel *quantum* di diligenza che si ritiene debba adottare un’“*ordinarily prudent person*”²⁰¹ che eserciti quel tipo di attività professionale (“*in a like position [...] under similar circumstances*”). Questo include la responsabilità di supervisionare ogni attività compiuta dalla società, partecipando alle assemblee del consiglio di amministrazione, richiedendo sempre che vengano fornite adeguate informazioni (“*duty of inquiry*”) in base alle quali adottare le proprie decisioni, revisionando con cura la documentazione a loro disposizione o loro fornita da terzi, ed attraverso un controllo ed una vigilanza (“*duty of monitor*”) costante del *management* societario in generale²⁰²; in ogni caso conducendo il loro operato “*in a manner [t]he[y] reasonably believe[s] to be in the best interests of the corporation*”.

²⁰¹ Il riferimento è ai §8.30(a), §8.30(b) e §8.31 del Revised Model Business Corporation Act (da qui RMBCA), per come emendato nel 1998. Il nuovo §8.30(a) si occupa ora della responsabilità degli amministratori in generale, mentre la disciplina circa il *duty of care* è stata riservata interamente al (b). Quest’ultimo non fa più riferimento a una “*ordinarily prudent person*” ma semplicemente ad una “*person in a like position*”. L’*Official Comment to RMBCA, 53 Bus. Law. 157, 165 (1997)* riferisce come questo cambio sia stato dovuto al fatto che la precedente accezione portava con sé un certo “*negligence standard*”, che si è voluto rimuovere per evitare una inutile confusione con tale concetto. L’aver introdotto “*under similar circumstances*” è volto ad enfatizzare che la misura della responsabilità del singolo amministratore varia a seconda delle responsabilità a lui attribuite, le sue qualifiche e la natura e complessità della stessa società. Inoltre mentre “*skill*” o “*diligence*” non vengono più esplicitamente richiesti in quanto considerati troppo tecnici ed oramai assorbiti nel termine *care*, al contrario, la *good faith* è un elemento ulteriore di cui l’operato dei *managers* deve sicuramente connotarsi; richiedendo che questi agiscano onestamente evitando azioni volte ad avvantaggiarli personalmente a danno della società. Infine il §8.31 stabilisce gli *standards* generali per la “*directors liability under Model Act*”, in particolare, seppur il suo scopo principale non fosse quello di codificare la *Business Judgement Rule*, “*its principal elements relating to personal liability issues are embedded in [this] section*”.

Cfr. E. BRODSKY, M.P. ADAMSKI, *Law of Corporate Officers and Directors – Rights, Duties and Liabilities*, Thompson Reuters, 2016, p. 14

²⁰² F.M. SBARBARO, *op. cit.*, p.15 rileva come “[e]mblematico, in tal senso è *Francis v. United Jersey Bank* (87 N.J. 15, 432 A.2d 814 (1981)). Il caso riguardava un’attempata signora che, dopo la morte del marito, aveva continuato ad occuparsi della gestione della società senza la dovuta attenzione e senza accorgersi che i figli “*began to draw ever larger sums (still characterizing them as loan) that greatly exceeded profits*”, al punto che la società fu costretta a dichiarare bancarotta. I giudici, osservarono che, sebbene la signora fosse una semplice casalinga con funzioni di amministratore “*as an accommodation to her husband and son*”, non si era, tuttavia, mai preoccupata di fare il benché minimo tentativo per liberarsi da tale situazione che è comunque fonte di responsabilità, giacché “*directors are under a continuing obligation to keep informed, [...] to attend board meetings [...] to assure that bookkeeping methods conform to industry custom and usage [...] to sometimes call for more than mere objection and resignation*”. I giudici, in *Francis*, nel ritenere la responsabilità della disattenta amministratrice, individuano gli estremi della condotta diligente in

L'evoluzione della giurisprudenza delle corti ha dimostrato come la regolamentazione di questo *duty* necessiti di principi che presiedano esclusivamente al controllo della regolarità del processo decisionale e non anche i suoi risultati; una decisione, seppur correttamente assunta, non sempre riesce a procurare un vantaggio per la società. Ed è per questo che generalmente si ritiene che la *fiduciary obligation* in capo agli amministratori sia una obbligazione di mezzi più che di risultato.

In questo contesto, la considerazione che una decisione possa essere non irragionevole pur avendo prodotto un pessimo risultato ed il fatto che l'interesse possa essere perseguito applicando ai *managers* un criterio di responsabilità meno rigoroso ha indotto l'affermarsi della *Business Judgement Rule* quale regola di *default*, spostando in questo modo l'accento dalla ragionevolezza della decisione alla razionalità della stessa²⁰³.

Qualunque sia il risultato, economico o gestionale, di una scelta assunta dal *board*, al ricorrere di alcune circostanze individuate dagli *statutes*, ma soprattutto dalla giurisprudenza delle corti, gli amministratori non possono essere considerati responsabili delle perdite arrecate alla società.

Quando si parla di *Business Judgement Rule* ci si riferisce ad uno "*standard of judicial review for director conduct*"²⁰⁴. Tale regola si basa sulla presunzione²⁰⁵ che le *business decisions*

un comportamento prudente ed attento ai compiti che una carica di tale natura ordinariamente richiede."

²⁰³ In tali termini F.M.SBARBARO, *I fiduciary duties nel quadro delle scalate ostili*, Eurilink, Roma, 2017, pp.36 ss.

²⁰⁴ *Proposed MBCA §8.31 Official Comment*, 53 *Bus. Law.*, p.174; *In Re Yost v. Early*, 589 A.2d 1291, 1298 (Md. Ct. Spec. App.), cert. denied, 596 A.2d 628 (Md.1991); *Moran v. Household Int'l Inc.*, 490 A.2d 1059, 1076 (Del. Ch.), *aff'd*, 500 A.2d 1346 (Del.1985).

Per un'analisi di tale concetto all'interno del nostro ordinamento si veda G.BERTOLOTTI, *Poteri e responsabilità nella gestione di società in crisi: allerta, autofallimento e bancarotta*, Giappichelli, Torino, 2017, pp.145 ss. secondo il quale la protezione apportata all'operato dell'organo di controllo da parte di siffatta regola riesce ad evitare che "la combinazione del fattore rischio di commissione di errori e del rafforzamento del dovere di protezione del patrimonio per tutelare gli interessi dei creditori e degli altri *stakeholders*" finisca inevitabilmente per "far scegliere ai gestori azioni prudenti con scarsa probabilità di profitto".

²⁰⁵ Le corti hanno frequentemente affermato come tale presunzione in favore dei *directors* non sia "*merely a defense*" (*ex multis*: *Washington Bancorp. v. Said*, 812 F. Supp. 869, 881 (W.D. Tex. 1995)) ma una "*powerful*" (*ex multis*: *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* ("Technicolor II"), 634 A.2d 345, 361 (Del.1993)), "*strong*" (*ex multis*: *Tabas v. Mullane*, 608 F. Supp. 759, 766 (D. N. J. 1985)), and "*substantive*" (*ex multis*: *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* ("Technicolor III"), 663 A.2d 1156, 1162 (Del.1995) *rule of law*).

vengano assunte dal *board* “*on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company*”. In altre parole, ai giudici viene impedita una revisione sostanziale nel merito di una decisione degli amministratori attinente agli affari della società, sul presupposto che essi siano: 1. in una posizione migliore dei giudici per decidere circa la convenienza dell'affare, 2. abbiano agito nell'interesse della società ed 3. in buona fede²⁰⁶.

L'attore che voglia portare in giudizio una *business decision* dovrà, quindi, assumersi l'onere di confutare l'applicazione di tale regola “*providing the evidence that directors, in reaching their challenged decision, breached any one of the triads of their fiduciary duty – good faith, loyalty or due care*”²⁰⁷. Solo nel caso in cui riuscisse a fornire tale genere di prova, l'operato del *board* diverrebbe oggetto di valutazione da parte del giudice, con una inversione della prova in capo agli amministratori, i quali avranno, solo a quel punto, l'onere di

Per la lunghissima serie di casi in cui questo meccanismo presuntivo è stato ripetutamente confermato si veda D.J. BLOCK, N.E. BARTON, S. A. RADIN, *The Business Judgement Rule – Fiduciary Duties of Corporate Directors*, Aspen Law & Business, NY, 1998, p.20

²⁰⁶ La *rationale* sottintesa all'utilizzo della *business judgement rule* è stata spiegata nel corso del tempo mediante l'utilizzo di cinque argomenti. Primo, le corti, nella consapevolezza della fallibilità umana, riconoscono che anche amministratori “*disinterested, well intentioned, [and] informed can make decisions that, in hindsight, [are] improvident*” e causare alla società “*to lose large amounts of money*”; evitando così di scoraggiare individui competenti a svolgere i compiti di *direction* per paura della *liability* (In *Re Washington Bancorp v. Said*, 812 Supp. 1256, 1267-68 (D.D.C. 1993); *Weiland v. Illinois Power Co. Fed. Sec. L. Rep. (CCH) §95,747 – 98,589; et alia*). Secondo, questa regola, lungi dal voler disincentivare decisioni eventualmente profittevoli ma ugualmente rischiose, riconosce “*risk and uncertainty*” come elementi connaturati all'attività di gestione mirando a permettere agli amministratori di agire “*decisively and with relative freedom from a judge's or jury's subsequent second guessing*” (In *Re Air Line Pilots Ass'n v. UAL Corp.*, 717 F. Supp. 575, 582 (N.D. 111. 1989) *et alia*). Terzo, evita che le corti rimangano invischiate in “*complex corporate decision-making that courts are ill-equipped to perform*”; e cosa ancora più importante, riconosce che “*directors are, in most cases, more qualified to make business decisions than are judges*” (In *Re International Ins. Co. v. Johns*, 874 F.2d 1447 (11th Cir. 1989) *et alia*). Quarto, assicura che siano i *managers* e non gli *shareholders* a condurre la società, in quanto, se si assicura a questi ultimi la possibilità di ottenere “*frequent judicial review*”, il risultato sarebbe quello di “*transfer the ultimate decision-making authority from the board to any shareholder who is willing to sign a complaint*”. Cfr. M. P. DOOLEY, *Two Models of Corporate Governance*, in *Bus. Law.*, 1992, n.48., p. 470; In *re Waltuch v. Commodity Servs., Inc.*, 833 F. Supp. 302, 306 (S.D.N.Y. 1993).

Da ultimo, va considerato che in ogni caso “*unhappy shareholders can always vote the directors out of office*” (In *Re Hilton Hotels Corp. v. ITT Corp.*, 978 F. Supp. 1342, 1351 (D. Nev. 1997)).

²⁰⁷ *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345 (Del.1993, decision modified on reargument, 636 A.2d 956 (Del.1994))

dimostrare “*the entire fairness of the transaction*”²⁰⁸, in termini di *fairness to shareholders* e *fair price*.

Va però rilevato come il rapporto tra *Business Judgement Rule* e *duty of care*, e quindi la sua applicazione, non è sempre stato chiaro, e tutt’ora non lo è completamente²⁰⁹, tanto che alcuni, nelle more della sua evoluzione, avevano addirittura proposto l’abolizione di quest’ultimo²¹⁰ dubitando della sua reale efficacia.

Fu la decisione della Delaware Supreme Court in *Smith v. Van Gorkom*²¹¹ a ridare al *duty of care* nuova importanza come fonte concreta di responsabilità, giungendo i giudici a condannare gli amministratori per aver adottato una “*uninformed decision*”, secondo una riformulazione del concetto di violazione della *reasonable care* in termini di “*gross negligence*” (i.e. colpa grave). La scelta di adottare la colpa grave come *standard* è un riflesso proprio degli obiettivi sottesi all’applicazione della *Business Judgement Rule*, ed è volta a fornire agli amministratori un margine d’azione entro cui questi possano agire e rischiare senza doversi preoccupare di alcun “*judicial second-guess*”; individuandosi ipotesi di responsabilità esclusivamente nella violazione delle più evidenti regole di comportamento²¹². Inoltre, in risposta alle crescenti preoccupazioni derivanti

²⁰⁸ *Id.* at 346-347

²⁰⁹ In tal senso si vedano *ex multis* R.W.HAMILTON, R.A.BOOTH, *op. cit.*, p.574; E.BRODSKY, M.P. ADAMSKI, *op. cit.*, p.56

²¹⁰ Si tratta in particolare di K. E. SCOTT, *Corporation law and the American Law Institute Corporate Governace Project*, in *Stan. L. Rev.*, 1983, n. 35, p. 927 il quale rilevava come: “*the differences between the duty of care and the duty of loyalty are so fundamental that the latter should be strengthened and the former abolished*”

²¹¹ *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, 46 A.L.R.4th 821 (Del.1985)(overruled by, *Gantler v. Stephens*, 965 A.2d 695 (Del.2009)) (*en banc*): “[D]irectors liability is predicated upon concepts of gross negligence [...] and gross negligence is also the proper standard for determining whether a business judgement reached by a board of directors was an informed one for purpose of overcoming the business judgment rule presumption”.

Si evidenzia inoltre come in questa decisione la corte abbia riconosciuto alla colpa grave un tratto superiore a quello di tutti gli altri elementi possibilmente presenti nella condotta degli amministratori, prevalendo anche su un’eventuale azione in buona fede, infatti questo fu l’unico caso in cui degli amministratori vennero condannati nonostante la “*transaction [was] not involving any personal gain, self-dealing or claim of bad faith*”.

²¹² *In Re Tomczak v. Morton Thiokol, Inc.*, [1990 *Transfer Binder*] *Fed. Sec. L. Rep. (CCH) §95,327 at 96,585 (Del. Ch. Apr. 5, 1990)* dove i giudici definiscono il termine di *gross negligence*, nel contesto di corporate, come: “*reckless indifference to or a deliberate disregard of the whole body of stockholders or actions which are without bounds of reason*”.

Va infine sottolineato come, sebbene le decisioni delle corti del Delaware siano generalmente assunte come principale punto di riferimento della *corporate law* nordamericana, l’applicazione

dall'accrescimento delle possibilità di *directorial liability* che l'applicazione del sopradetto principio ha comportato, alcuni Stati hanno adottato leggi che permettono alle società di limitare la responsabilità dei propri amministratori, senza tuttavia arrivare quasi mai ad escluderlo del tutto e generalmente comportando soltanto una restrizione del controllo ad ipotesi determinate²¹³.

La seconda categoria riguarda gli obblighi attinenti al “*duty of loyalty*”, un dovere di lealtà “*undivided and unqualified*” degli amministratori nei confronti della società al servizio della quale agiscono. Questo si fonda sulla posizione di *trust* e *confidence* di cui essi godono e della quale ad essi non è permesso abusare al fine di “*profit personally at the expense of the corporation*”²¹⁴.

Il *duty of loyalty*, in alcuni casi chiamato anche “*duty of fairness*”, si concentra così sulla responsabilità degli amministratori di evitare o, quando questo non fosse completamente possibile, sottoporre a controllo le situazioni di conflitto di interessi che possono sorgere durante la loro gestione della società.

Il conflitto di interessi può assumere per gli amministratori diverse forme. Si può verificare, ad esempio, in casi di “*self-dealing*”, transazioni tra società e *managers* nelle quali si corre il rischio che questi ultimi, avvantaggiandosi della loro posizione privilegiata, portino la società ad un cosiddetto “*overpay*”; casi di “*corporate opportunity*” nei quali gli amministratori, venuti a conoscenza di una buona opportunità di *business* nello svolgimento delle loro funzioni, la sfruttino a loro personale vantaggio (“*usurpation*”), con il rischio di causare alla società una *profits loss* nel caso in cui non ne mettano a parte anche quest'ultima; ed infine un caso di “*competition*”, dove gli amministratori, sfruttando le informazioni a loro disposizione, intraprendano una

del parametro qui esposto è soggetto a variazioni applicative, seppur molte volte lievi, dalla giurisprudenza degli altri Stati. Si vedano in merito D.J. BLOCK, N.E. BARTON, S. A. RADIN, *op. cit.*, pp. 132 ss.

²¹³Per una rassegna delle varie legislazioni statali e delle forme di limitazione rispettivamente adottate si veda E.BRODSKY, M.P. ADAMSKI, *op.cit.*, da §2:9 a §2:11.

²¹⁴Si fa qui riferimento al caso *Guth v. Loft, Inc.*, 23 Del. Ch. 255, 5 A.2d 503, 510 (1939), deciso dalla Delaware Supreme Court ed ancora oggi considerato come *seminal benchmark* della disciplina del *duty of loyalty*. A conferma di questo se ne veda una più recente applicazione ad esempio in *Pfeiffer v. Toll*, 989 A.2d 683, 695-697 (Del. Ch. 2010); *Kahn v. Kolberg Kravis Roberts & Co., L.P.*, 2011 WL 2447690 (Del.2011)

nuova attività nello stesso settore della società a cui appartengono potenzialmente causandole perdite nei ricavi.

Queste ed altre situazioni, nelle quali gli interessi personali degli amministratori nella transazione sono particolarmente evidenti, non sono però da considerare direttamente come fonti di atti invalidi²¹⁵. In tal senso, già da tempo la giurisprudenza delle Corti ha evidenziato come ciò che rileva davvero ai fini del rispetto del *duty of loyalty* non sia l'assenza di qualsiasi forma di interesse degli amministratori nelle operazioni societarie, riconoscendo come questi “*are not inherently detrimental to a corporation*”²¹⁶, ma che questo interesse non risulti mai confliggente con quello della società e non faccia mai venir meno la buona fede nel loro operato.

In altre parole, il problema principale sta nel delineare quando vi sia un conflitto di interessi o quando, invece, nonostante la qualifica rivestita dagli amministratori la negoziazione che li vede coinvolti non ne sia stata influenzata in alcun modo. L'analisi circa la *fairness* dell'operazione non può quindi prescindere da quella delle circostanze in cui essa si è svolta, e per di più, nelle ipotesi di transazioni nelle quali sono coinvolti interessi degli amministratori, la *Business Judgement Rule* non trova mai diretta applicazione. Ne consegue che gli *interested directors* non godranno più di alcuna presunzione circa il fatto che le loro azioni siano appropriate e nell'interesse della società e, in caso di giudizio, avranno l'onere di provare che “*the transaction [...] is fair*

²¹⁵ Così il *Corporate Director's Guidebook*, 49 Bus. Law., American Bar Association, 1994, p. 1243 dove si afferma che: “*In themselves, conflicts of interest are not inherently improper. It is the manner in which an interested director and the board deal with a conflict that determines the propriety of the transaction and of the director's conduct*”. *Id.* in *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1134, 1148 (Del. Ch. 1994), *aff'd*, 663 A.2d 1156 (Del.1195) (“*Technicolor III*”) *Cfr.* W.K. SJOSTROM, Jr., *op. cit.*, p.443 il quale riporta un parere rilasciato nel 2013 da Vice Chancellor Laster sul *duty of loyalty*, nel quale esso descrive il processo seguito dalla Delaware corporate law per verificare il rispetto dei *duty* da parte degli amministratori, e come nel caso di interessi degli amministratori nell'operazione la *Business Judgement Rule* ceda il posto al più invasivo “*standard of review*”.

²¹⁶ *In Re Oberly v. Kirby*, 592 A.2d 445, 467 (Del.1991) *quoted in Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (“*Technicolor III*”), 663 A.2d 1156, 1170 (Del. 1995)

*to the corporation*²¹⁷” per non vedersi invalidare quanto compiuto e non essere sottoposti ad azioni di “*rescission*” o “*restitution*”²¹⁸ .

Ci sono però alcune ipotesi nelle quali il conflitto di interessi è sempre escluso e la *Business Judgement Rule* torna ad applicarsi appieno. Volendo fornire un esempio, una transazione compiuta ad un cosiddetto “*fixed price*”, un prezzo di listino o di mercato, fugge ogni possibile dubbio circa l'eventualità che la presenza di interessi degli amministratori nell'operazione abbia cagionato alla società il pagamento di un prezzo ad essa sfavorevole. Da questo punto di vista risulta però ancora più incisiva una eventuale approvazione dell'operazione da parte del soggetto principalmente interessato alla *loyalty*: la società stessa²¹⁹. Infatti, nelle ipotesi in cui le “*interested director transactions*” siano state oggetto di *disclosure* ed abbiano ottenuto l'*approval* da parte dei “*disinterested shareholders*” o anche degli altri “*disinterested directors*”, non soltanto il conflitto di interessi verrà escluso *tout court*²²⁰ ma potrà essere anche sanato con una

²¹⁷ Per come le corti dei diversi Stati hanno affrontato l'argomento si vedano ad esempio *U.S. v. Skeddle*, 940 F. Supp. 1146 (N.D. Ohio 1996); *Lynch v. Patterson*, 701 P.2d 1126, 1131-1132 (Wyo.1985); *Terrydale Liquidating Trust v. Barness*, 611 F. Supp. 1006, 1017 (S.D. N.Y. 1984); *Shlensky v. South Parkway Bldg. Corp.*, 19 Ill. 2d 268, 166 N.E.2d 793, 800(1960)

²¹⁸ Così F.M. SBARBARO, *op. cit.*, p.19 ed E.BRODSKY, M.P. ADAMSKI, *op.cit.*, p. 115; Cfr. per una lettura italiana della questione M.A.EISENBERG, *Obblighi e responsabilità degli amministratori e dei funzionari delle società americane*, in Giur.Comm., 1992, I, p. 632.

In particolare in giurisprudenza si veda il caso *Pepper v. Lipton*, 308 U.S. 295, 60 S. Ct. 238, 84 L. Ed. 281 (1939) nel quale la Supreme Court ha fissato uno standard, frequentemente richiamato in seguito dalle corti statali, secondo il quale giudicare le prove circa la *fairness* dell'operazione fornitegli dagli amministratori: “*the burden is on the director [...] not only to prove the good faith of the transaction, but also to show its inherent fairness from the viewpoint of the corporation and those interested therein, [...] the essence of the test is whether or not under all the circumstances the transaction covers the earmarks of an arm's length bargain*”.

²¹⁹ *In Re Kirby*, 592 A.2d 467 nella quale i giudici giungono ad affermare che “[t]he key to upholding an interested [director] transaction is the approval of some neutral decision-making body [...] [w]hen a board of director's loyalty is questioned, [courts therefore ask whether the conflict] has deprived stockholders of a neutral decision-making body”; decisione poi citata in *Technicolor III*, 663 A.2d 1170 e *Williams v. Geier*, 671 A.2d 1368, 1379 n°23 (Del.1996)

²²⁰ Cfr. N. P. BEVERIDGE, Jr., *The Corporate Directors' Fiduciary Duty of Loyalty: Understanding the Self-Interested Director Transaction*, in De Paul L.Rev., 1992, n. 41, pp.659-62 il quale evidenzia come: “[t]he fiduciary cannot represent both himself and his principal or beneficiary. Validation of the transaction then requires (1) a full disclosure by the fiduciary of his conflict of interest and any material information he may have about the transaction, and (2) informed consent by or on behalf of the principal or beneficiary”.

Questa regola è stata infatti codificata da alcuni stati mediante l'adozione di *statutes* con lo scopo di “[to] provide [a] safe harbour for corporate boards to prevent director conflict of interest from voiding corporate action” (*Cede&Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 367 (Del.1993)).

approvazione successiva; facendo di nuovo ricadere l'onere della prova circa la "unfairness" dell'operazione sull'eventuale attore che voglia portare in giudizio gli amministratori, trovandosi quest'ultimo nella medesima situazione sopra espressa in relazione al *duty of care*²²¹.

Per ciò che attiene all'oggetto della nostra analisi, è proprio nel contesto delle tattiche difensive in risposta ad un *hostile takeover* che i *duties* sopraesposti assumono una particolare importanza, essendo l'armamentario difensivo espressione di un probabile contrasto tra la volontà degli amministratori, solitamente interessati a non procedere al passaggio del *corporate control*, e la eventuale diversa volontà degli azionisti, interessati, al contrario, ad aderire ad un'offerta per loro vantaggiosa²²².

Lo sviluppo dei parametri di legittimità dell'operato degli amministratori nell'adozione delle tattiche difensive ha assunto, nel modello nordamericano, natura preminentemente giurisprudenziale; e come tale, ha conosciuto nel corso degli anni un notevole mutamento negli orientamenti prevalenti, dovuti al tentativo di trovare soluzioni di compromesso tra le numerose posizioni assunte in materia, e nondimeno alle pressioni esercitate sulla giurisprudenza dai gruppi di potere in ambito societario.

Ad esempio la Delaware General Corporate Law ai §144(a)(1), (2) e (3) propone tre alternativi metodi per eliminare il sospetto di conflitto di interessi da transazioni compiute col contributo di *interested directors*; prevedendo che le azioni della società non vengano invalidate quando, nonostante la presenza di *self-interest*, quest'ultimo venga: (1) *disclosed and approved by a majority of disinterested directors*, (2) *disclosed and approved by shareholders* od infine (3) *the contract or transaction is fair as to the corporation as of the time it is authorized, approved or ratified, by the board of directors, a committee or the shareholders*. Si veda inoltre il RMBCA §§8.30, 8.60-63.

²²¹ Il *plaintiff* dovrà dimostrare che una maggioranza dei *directors* della società abbiano mancato in disinteresse o indipendenza o che non abbiano agito in buona fede. Inoltre "[is] required to prove proximate causation and damages and/or the necessity of injunctive relief" (*ex multis Stegemeier v. Magness, 1996 Del. Ch. LEXIS 122, *13-14, 1996 (Del. Ch. 1996)*)

²²² In particolare si veda F.M. SBARBARO, *op. cit.*, pp. 21-25 il quale vuole dimostrare come "nel contesto di un

corporate takeover i fiduciary duties sono dovuti direttamente ai soci" ed attraverso una rassegna delle principali decisioni giurisprudenziali in materia arriva ad affermare che: "[p]are, allora, non improbabile ipotizzarsi come,

nell'intervento diretto dell'amministratore nella decisione di vendere da parte dell'azionista si possa ravvisare un contatto di sapore negoziale, tale da giustificare la responsabilità diretta. E così i doveri fiduciari, che pur di norma vincolano il fiduciario alla sola società, nelle particolari ed eccezionali fattispecie in cui gli amministratori, in virtù della loro funzione, assumono (finanche non volendo) un ruolo determinante nella modificazione della sfera giuridica del socio, estendono la loro efficacia e la relativa tutela anche in capo al singolo soggetto azionista".

Fino alla metà del 1980 era posizione comune tra le corti di affermare che se l'adozione delle tattiche era motivata da un *"business purpose"* (ad esempio salvaguardare le esistenti *business policies* o *strategies*), questa diveniva immune da *review* giudiziario in quanto protetta dalla presunzione della *Business Judgement Rule*; al contrario invece, tale decisione doveva essere invalidata quando si fosse riuscito a dimostrare che il *board* aveva agito con l'intento primario di perpetuare o consolidare la propria carica, costringendo i giudici ad abbandonare ogni presunzione ed dover tornare a valutare l'*entire fairness* dell'operazione²²³.

La necessità di comporre i contrasti sorti in capo alle corti circa l'applicazione di questo criterio, le numerose critiche²²⁴ da quest'ultimo subite e l'avvento delle neo-formulate *poison pills*, portarono la *Supreme Court of Delaware* ad imporre una evoluzione nel modo di analizzare l'adozione delle tattiche difensive.

Nella nota sentenza *Unocal*²²⁵ si affermò che le decisioni attinenti alla adozione di misure di difesa dovessero essere sottoposte ad un *"enhanced scrutiny"*, un'indagine

²²³ *In Re Cheff v. Mathes, Sup. Co. Del. 199 A.2d 548 (1964)* da tutti considerata la *precursor* della sentenza *Unocal* in quanto per la prima volta si era richiesto ai giudici di verificare le reali intenzioni del *board* prima di concedergli di godere della presunzione della *business judgement rule*. Si vedano inoltre: *Panter v. Marshall Field&Co., 646 F.2d 271 (7th Cir.1981)*; *Gearhart Industries, Inc. v. Smith International, Inc., 741 F.2d 707 (5th Cir.1984)*; *Hilton Hotels Corp. v. ITT Corp., 962 F.SUPP. 1309 (D.Nev.1997)*

²²⁴ *Ex multis* in W.J.CARNEY, *Controlling Management Opportunism in the Market for Corporate Control: An Agency cost Model*, in *Wis. L. Rev.* 385, 1988, p.427 l' autore afferma: "[t]hat approach allowed managers to use the most powerful defensive weapons [...] as long as they could plausibly claim that investor welfare may be threatened [...] Because that claim could nearly always be made, the Delaware courts seemed to be closing their eyes to question of management disloyalty".

Si vedano inoltre R.W.HAMILTON, R.A.BOOTH, *op. cit.*, p.787 i quali criticano questo metodo basandosi sull'assunto che ogni transazione è passibile di essere "travestita" da *"proper business purpose"* mentre il suo vero scopo è l'*"entrenchment"*.

Infine per un'approfondita analisi del contesto storico in cui questa decisione si è inserita si veda T.H. MAYNARD, *Mergers and Acquisitions: Cases, Materials, and Problems*, Wolters Kluwer, NY, 2009, p.517

²²⁵ *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985)*. Questa sentenza, e soprattutto il metodo di analisi che ne deriva, viene spesso definita come un *"middle ground"*, una necessaria via di compromesso tra coloro che sostenevano la legittimità delle tattiche difensive, e ne auspicavano una piena riconduzione sotto la *Business Judgement Rule*, e quanti invece si battevano affinché queste venissero bandite (sostanzialmente *raiders* ed alcuni *scholars*); si permise l'adozione delle misure difensive, ma se ne impose una analisi intensiva e caso-per-caso. Il nuovo *enhanced duty*, richiesto dal *test Unocal* al *board* che volesse adottare delle difese, ed il controllo maggiorato vennero poi giustificati nella stessa sentenza sulla base dell'*"omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders"*.

chiaramente più dettagliata rispetto al passato circa i motivi che avevano spinto gli amministratori ad adottare tali misure. Questo nuovo *standard* funzionava da “*preliminary review*”, con lo scopo di analizzare le motivazioni del *board* e la ragionevolezza delle loro azioni; il trattamento di particolare rispetto (“*deference*”), solitamente accordato alle decisioni degli amministratori, veniva quindi sospeso davanti all’adozione unilaterale di una tattica difensiva, e soltanto in base a quanto questa indagine rilevava, la corte tornava ad applicare la *Business Judgement Rule* o, al contrario, adottava l’“*entire fairness standard*”, con le sopradette differenze sostanziali circa l’onere della prova e conseguenze considerevoli sull’esito della controversia²²⁶.

Il cosiddetto “*Unocal Test*” che ne è derivato si compone di due passaggi fondamentali: “*two prongs*”, che devono essere soddisfatti affinché la *Business Judgement Rule* torni ad applicarsi.

Il primo (“*reasonableness test*”) è volto a verificare se gli amministratori avessero basi sufficienti e ragionevoli per sostenere l’esistenza di un pericolo per la *corporate policy and effectiveness*. I giudici dovranno quindi valutare se, nel decidere di adottare misure difensive, il *board* si sia realmente informato e se la decisione sia effettivamente stata il risultato di una attenta valutazione dell’offerta ostile e delle varie altre opportunità di azione disponibili. Nel fare questo la corte prenderà in considerazione, come particolari punti di riferimento, l’ammontare di tempo entro il quale la decisione è stata presa, una verifica circa la *neutrality* e l’*independence* del *board* e un eventuale utilizzo da parte di quest’ultimo di *expert advisors*²²⁷; con lo scopo finale di verificare che i *directors* avessero

Uno standard riaffermato dalla Corte del Delaware in numerose altre decisioni, *ex multis*: *Moran v. Household International, Inc.*, 500A.2d 1346 (Del.1985); *Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del.1986); *Gilbert v. El Paso Co.*, 575 A.2d 1131 (Del.1990); *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 131 (Del.1995)

²²⁶ Nel caso in cui questo test dovesse avere esito negativo questo “*does not ipso facto invalidate the board’s actions*”, ma fa nascere in capo agli amministratori un onere di dimostrare la *fairness* dell’adozioni di tali misure di difesa, com ein ogni altro caso in cui la *business judgement rule* non trova applicazione. In *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 131, 1377 n°18 (Del.1995). Inoltre per il confronto “*Business Judgement Rule Versus Fairness*” si vedano D.J. BLOCK, N.E. BARTON, S. A. RADIN, *op. cit.*, pp.32 -39

²²⁷ In A. FLEISCHER, Jr, A. R. SUSSMAN, *op. cit.*, §3.03 [A], [1]-[5]

“some basis for believing a proper corporate purpose was served by implementation of the defensive measures²²⁸”.

Il “*second prong*” (“*proportionality test*”), invece, viene soddisfatto quando la risposta difensiva degli amministratori si dimostri ragionevolmente²²⁹ proporzionata in relazione alla “minaccia” a cui la società è sottoposta; e ciò “*requires an evaluation of the importance of the corporate objective threatened, alternative methods for protecting that objective, [and] impacts of the “defensive” action*”²³⁰”. Le corti quindi cercheranno di verificare, ad esempio, se le misure difensive, viste in relazione alla natura dell’offerta e dell’offerente, abbiano permesso alla società di rimanere indipendente, di rimanere integrata col sistema di mercato nel quale è inserita, o, nel caso in cui sia stata venduta²³¹, se le decisioni del

²²⁸In *Shoen v. Shoen*, 804 P.2d 787, [Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) §96,683 (Ariz. App. 1990); In *Re Anderson, Clayton Shareholders Lit.*, 519 A.2d 680 (Del. Ch. 1986); In *re RJR NABISCO, Inc., Shareholders Lit.* 556 A.2d 1070 (Del.1989).

Rilevano D.J. BLOCK, N.E. BARTON, S. A. RADIN, *op. cit.*, pp.662-681 come gli elementi di una *tender offer* generalmente presi in considerazione dalle corti nel ritenere il *first prong* dell’*Unocal Test* soddisfatto sono riconducibili a cinque in particolare: 1.Coercion (si ritiene che una offerta “*two tier*” o “*front end loaded*”, rivolta a meno del totale dell’azionariato di una società sia una *coercitive measure* in quanto sicuramente volta a generare un effetto *stampede* probabilmente dannoso per gli interessi degli azionisti) 2.*Price Inadequacy* 3.*Insufficient Time or Information to Assess Price Adequacy* 4.*Failure to Provide Shareholders an Option to Remain Equity Holders* 5.*Corporate Culture* (il possibile irreversibile cambiamento delle basi su cui si fonda la natura storica della società).

²²⁹ Proprio il concetto di *reasonableness* è uno degli elementi portanti della seconda parte dell’*Unocal test*. Avendo le corti affermato nelle successive sentenze *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 131, 1377 n°18 (Del.1995) e *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*, 651 A.2d 1361 (Del.1995) che “*a court applying enhanced scrutiny should be deciding whether the directors made a reasonable decision, not a perfect decision*”, lo *standard* così fissato fornisce agli amministratori la sopra discussa “*latitude in discharging its fiduciary duties [...] when defending against perceived threats [...] and the concomitant requirement is for judicial restraint*”; intendendosi con questo lo spazio di azione necessario agli amministratori per poter legittimamente esercitare la propria attività di gestione senza il timore di una successiva intrusione da parte dell’organo giudiziale.

²³⁰ In *Paramount Communications Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140, 1154 (Del.1990) (quoting and affirming *Paramount Communications Inc. v. Time Inc.*, [1989 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) §94,514 – 93,283 (Del. Ch. July 14,1989)).

²³¹ In caso di vendita della società il *leading case* in questione è *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del.1986) questa è la prima decisione che abbia stabilito l’obbligo del board di ottenere, in determinate circostanze, il prezzo più alto obiettivamente disponibile per i soci. In tale caso gli obblighi degli amministratori cambiano, la società si trova nel c.d. “*Revlon mode*”, e alcune tattiche difensive, le quali sarebbero legittime se la società si trovasse nello *Unocal mode*, potrebbero, in questo contesto, integrare un *breach of fiduciary duty*.

board in merito alle difese abbiano procurato o facilitato il *best available deal* per gli *shareholders*.

Inoltre, questo secondo elemento impone una ulteriore verifica attinente all'incisività della misura di difesa sulla capacità e possibilità degli *shareholders* di poter, in ogni caso, valutare e scegliere liberamente in merito alla loro adesione all'offerta. Sempre in *Unocal*, infatti, la sopracitata corte ha affermato che il *board* “*does not have unbridled discretion to defeat any perceived threat by any Draconian means available*²³²”, intendendosi con tale concetto la necessità che le corti sanzionino ogni adozione di misure di difesa che abbia totalmente usurpato la possibilità per gli azionisti di ricevere una *tender offer*²³³.

Ed è proprio quest'ultimo concetto di “mezzo draconiano” che ha permesso all'analisi giurisprudenziale delle misure difensive di adattarsi ai cambiamenti del mercato e delle misure stesse, arrivando a foggare il *test Unocal* per come applicato oggi.

Verso la prima metà degli anni novanta l'adozione di misure di difesa era ormai un concetto non più innovativo, comunemente accettato nell'ambito delle corti di *corporate law*. Fu sempre la Supreme Court of Delaware, con la sentenza *Unitrin*²³⁴, a fornire un pieno riconoscimento a questo storico mutamento delle circostanze nel mercato societario, attraverso una revisione dell'ampiezza dei principi che guidavano il *proportionality review* richiesto dall'*Unocal test*. La corte in questione riconobbe l'adozione di misure di difesa, per proteggere la società ed i suoi azionisti, come pienamente rientrante nel concetto di *duty of care* a quale il *board* è soggetto. D'altra parte però, riconfermò anche la precedente affermazione contenuta in *Unocal* secondo la quale gli amministratori non avrebbero una discrezione assoluta nello scegliere come fronteggiare il *takeover*, dovendo, al contrario, evitare mezzi definiti “*draconian*”, definendo come tali solo quei mezzi di difesa “*which are either preclusive or coercive*²³⁵”. Sempre tale giurisprudenza, infine, considerando come “*preclusive or coercive*” solo quelle misure di difesa che impedivano in via assoluta, ad una maggioranza di azionisti, di

²³² *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 955 (Del. 1985)

²³³ Si veda inoltre *Moran v. Household Int'l Inc.*, 490 A.2d 1059, 1076 (Del. Ch.), *aff'd*, 500 A.2d 1353 - 1354 (Del.1985)

²³⁴ *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d (Del.1995)

²³⁵ *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d at 1387 (Del.1995)

aggirare la difesa e sostituire gli amministratori, ad esempio, attraverso una *proxy contest*, finì per circoscrivere sensibilmente il campo delle difese sproporzionate, provocando un aumento rispetto al passato delle possibilità di *reasonable response*. In altre parole, la tattica non doveva essere mirata a forzare gli azionisti a rinunciare all'offerta o ad impedire del tutto all'offerta di andare avanti; con la conseguenza che il *board* poteva quindi agire per parificare la sua posizione con quella del *bidder*, ed in un certo senso, anche a proprio vantaggio, ma non poteva giungere sino ad imporre un risultato sbilanciato totalmente in suo favore²³⁶.

Unitrin, pertanto, ridusse lo spettro di efficacia dell'*Unocal test* entro la semplice verifica dell'eventualità in cui una elezione del board, successiva o contemporanea all'offerta, “*would either be mathematically impossibile or realistically unattainable*”²³⁷ a causa dell'adozione di una determinata tattica difensiva; potendo la corte, solo in questo caso, accogliere l'azione contro il *board*.

Si è così giunti ad affermare che “[i]f a defensive measure is not draconian [...] because it is not either coercive or preclusive, the *Unocal proportionality test* requires the focus of enhanced judicial scrutiny to shift to ‘the range of reasonableness’” e se la decisione del *management* rientra anche in quest'ultima accezione allora la corte “*must not substitute its judgement to the board's*” dovendo rigettare la domanda dell'attore. In pratica, il *management*, rifugiandosi nella possibilità di un'elezione di contrasto, che non sia, quindi, matematicamente o realisticamente esclusa dalla tattica difensiva, troverebbe sempre la protezione della

²³⁶ Così R.W.HAMILTON, R.A.BOOTH, *op. cit.*, p.789.

Per un'analisi più approfondita circa la legittimità dello strumento delle *poison pill* nello specifico si vedano: *Moran v. Household Int'l Inc.*, 490 A.2d 1059, 1076 (Del. Ch.), *aff'd*, 500 A.2d 1353 - 1354 (Del.1985); *Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del.1986); *Paramount Communications Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140, 1154 (Del.1990) (quoting and affirming *Paramount Communications Inc. v. Time Inc.*, [1989 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) §94,514 – 93,283 (Del. Ch. July 14,1989)).

In dottrina *ex multis* C. HILL, B. JM QUINN, S. DAVIDOFF SOLOMON, *op. cit.*, pp. 495 ss.-516 ss.; A. FLEISCHER, Jr, A. R. SUSSMAN, *op. cit.*, §3.03 [B]-[2]-[a]; E.BRODSKY, M.P. ADAMSKI, *op. cit.*, pp. 253 ss. e spec. §6:7; D.J. BLOCK, N.E. BARTON, S. A. RADIN, *op.cit.*, pp.853 ss. e 1091 ss.; T.H. MAYNARD, *op. cit.*, pp.531-541;

²³⁷ R.W.HAMILTON, R.A.BOOTH, *ibidem*, pp. 1388-89.

*Business Judgement Rule*²³⁸; avendo per questa via la giurisprudenza americana affidato ai *managers* un potenziale difensivo, ad oggi, sostanzialmente illimitato.

2.3 Dalla *freedom* alla *passivity*: cause ed effetti di due opposti approcci

Le particolari condizioni realizzatesi con riguardo agli assetti proprietari, l'entità e l'afflusso dell'investimento sul mercato mobiliare e le caratteristiche del diritto processuale statunitense sono solo una parte di quel processo che ha reso tale ordinamento, fino ad oggi, un terreno di coltura irripetibile e particolarmente adatto allo sviluppo di multiforme tipologie di conflitti.

In entrambi gli ordinamenti italiano e nordamericano quello del conflitto di interessi degli amministratori è, sotto ogni profilo, il primario e principale problema da affrontare in punto di regolamentazione delle misure di difesa.

Da questo si potrebbe congetturare una, seppur lieve, vicinanza in termini di presupposti²³⁹. Tuttavia, questa convinzione trova una celere smentita nel momento in cui si cerchi comprendere quale sia l'interesse posto alla base del conflitto nei due differenti approcci. In altre parole, sebbene si possa facilmente percepire la contrarietà ad un generico interesse "sociale" di atti del *board* volti a tentare di profittare del contesto di *takeover* a proprio vantaggio, la situazione si complica notevolmente quando si voglia indagare circa il significato che i due ordinamenti rispettivamente attribuiscono al concetto stesso di "sociale".

²³⁸ Così F.M.SBARBARO, *op. cit.*, pp.116-117 il quale, in particolare nel contesto dell'adozione di *poison pills* si dimostra critico verso l'evoluzione giurisprudenziale *post-Unocal* in quanto "La Corte di Moore/Wallace, pur consapevole del fatto che "*Delaware Courts have recognized that at some point, the failure to redeem a poison pill can constitute a fiduciary breach*", seguendo l'orientamento di Unitrin, ha dato importanza esclusiva alla disponibilità della "*proxy machinery*", come unico vero parametro per risolvere il dilemma sul riscatto della pillola. La "promessa di Unocal", resa dalla corte in Moran, - di una "*fiduciary accountability*" per l'uso di una pillola in risposta ad una offerta attuale - è stata in tal modo vanificata."

²³⁹ Sulla possibilità di qualificare diversamente le sfumature del problema di *agency* in un modello ad azionariato diffuso rispetto ad uno ad azionariato concentrato si vedano i ragionamenti compiuti da M.VENTORUZZO, *op. cit.*, p.531

Tutta la questione, ed in particolare, la scelta da perseguire in tema di soluzione del conflitto di interessi ruota proprio intorno a questa difficile qualificazione; e proprio da questa deriva la disparità nei punti di partenza delle discipline statunitense ed italiana.

Non si intende certo in questa sede affrontare l'annosa disputa²⁴⁰, tutt'oggi non ancora sopita, circa la corretta determinazione della nozione di "interesse sociale"; è però quanto mai necessario accostarcisi, seppur solo brevemente, per comprendere fino in fondo le ragioni della sopra detta disparità.

Basti qui menzionare la principale contrapposizione in tema, tra la nozione "istituzionalistica" e la nozione "contrattualistica" dello stesso²⁴¹.

Aderire alla prima vuol dire considerare l'interesse sociale in termini di interesse della "società in sé"²⁴², distinto e separato da quello dei soci, con la conseguenza di impedire la possibilità di ricondurre l'eventuale adozione di misure di difesa al novero della contrarietà all'interesse sociale; in questo senso, una difesa posta in essere dagli

²⁴⁰ *Ex multis* T. ASCARELLI, *Sulla tutela delle minoranze nelle società per azioni*, in *Dir. prat. comm.*, I, 1932, p. 3; nonché G. MINERVINI, *Sulla tutela dell'interesse sociale nella disciplina delle delibere assembleari e di consiglio*, in *Riv. dir. civ.*, 1956, p. 332 ss.; A. MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958, p. 725 ss.; nonché, naturalmente, P. G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Giuffrè, Milano, 1964, *passim* e P.G.JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. Comm.*, 2000, pp. 795 ss. In tema di *corporate objective* nell'ambito dell'ordinamento statunitense *cfr.* M. YAN, *The corporate objective revisited: part I*, in *Bus. L. Rev.*, 1, 2017, p. 14 e *Id. The corporate objective revisited: part II*, in *Bus. L. Rev.*, 2, 2017, p. 55.

In particolare per un'analisi più attuale della disputa si veda G.BERTOLOTTI, *Poteri e responsabilità nella gestione di società in crisi - Allerta, autofallimento e bancarotta*, Giappichelli, Torino, 2017, pp.92 ss. secondo il quale il concetto di interesse sociale farebbe parte dei "misteri della religione giuscommerzialistica" ed avrebbe determinato "lo scisma fra i fautori della tesi istituzionalistica [...] e i fautori del contrattualismo", quest'ultima considerata la "tesi allo stato prevalente fra gli studiosi" ma accolta solo da "una parte minoritaria della giurisprudenza", in quanto quest'ultima "di là dalle dichiarazioni di principio" finisce per "fare aderire le sue pronunce" alla tesi istituzionalistica.

²⁴¹ Per una disamina degli effetti dell'adesione a tali tesi si veda G.LEMME, *Opa ostili su società quotate*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2001, p.106 il quale considerando l'estremizzazione di entrambe le tesi come diretta a "risultati inaccettabili", giunge a prospettare una tesi "intermedia" in base alla quale gli amministratori debbano tutelare l'interesse della società, in quanto "dinamicamente determinato dall'interesse della maggioranza", ma nel contempo, in quanto "volto a prevenire sia abusi da parte di questa sulla minoranza, che deviazioni dall'interesse generale alla corretta amministrazione della società".

²⁴² In tema P. G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Giuffrè, Milano, 1964, pp. 13–83; T. ASCARELLI, *Sui poteri della maggioranza nella società per azioni e alcuni loro limiti*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1950, p. 190 ss., A. MIGNOLI, *op.cit.*, p. 748

amministratori sarebbe, in sé, “neutra nei confronti dell’interesse della società”²⁴³, poiché lesiva del solo azionista, quale titolare dello strumento finanziario oggetto dell’offerta, bene che rientra nel suo patrimonio distinto da quello sociale²⁴⁴.

Al contrario nell’identificare l’interesse sociale con quello del singolo socio, generalmente rivolto alla massimizzazione del valore delle azioni in suo possesso, la *defensive tactic*, nella sua connotazione volta a scoraggiare la massimizzazione del valore per il socio, non può più uscire esente da un giudizio di conflittualità con l’interesse della società.

Ne deriva, da una parte, il modello statunitense caratterizzato, quantomeno in linea di massima (anche in tale contesto la discussione è pienamente aperta), da una visione “istituzionalista”²⁴⁵, nel quale si è portati a considerare gli amministratori quali deputati a svolgere una auspicata funzione di mediazione e temperamento dei vari interessi intitolati alla società, con la conseguenza di giustificare il ruolo decisivo che sono in grado di esercitare in un momento critico della vita della impresa sociale, quale quello costituito dal tentativo da parte di un terzo di acquistarne il controllo²⁴⁶. E dall’altra l’approccio continentale “tipico”, volto all’inquadramento endosocietario di questo conflitto tra interessi, rappresentato in maniera emblematica dalla scelta dei legislatori di chiamare in causa l’assemblea²⁴⁷ in qualità di antidoto alle possibili deviazioni del contesto di *takeover* (come, d’altra parte, sebbene in altra misura, ne è emblematica la regola di passività).

²⁴³ M. GATTI, *La società target in pendenza di offerta pubblica di acquisto*, in Giur. Comm., I, 2000, p. 650

²⁴⁴ In tal senso F.M.SBARBARO, *I fiduciary duties nel quadro delle scalate ostili*, Eurilink, Roma, 2017, p.23

²⁴⁵ Si vedano C.SALOMAO FILHO, M. STELLA RICHTER Jr., *Note in tema di offerte pubbliche di acquisto, ruolo degli amministratori ed interesse sociale*, in Riv. Dir. Comm., 1993, p.133 secondo i quali nella concezione americana di interesse sociale, “per quanto discussa e tutt’altro che monolitica”, deve necessariamente ricomprendersi “qualcosa di altro rispetto all’interesse dei soci (e poi alla maggioranza di essi)”. Gli AA. utilizzando la visione della società quale “punto di incontro di diverse *constituencies*” arrivano a considerare “non azzardato” attribuire al modello americano una visione di stampo istituzionalista.

²⁴⁶ *Ibidem*, p.134

²⁴⁷ Si veda P. G. JAEGER, *L’interesse sociale rivisitato (quarant’anni dopo)*, in Giur. comm., I, 2000, p. 805 secondo il quale : “il conflitto tra l’interesse a contrastare l’offerta e quello a lasciare che essa si sviluppi senza intralci, interessi ai quali non si può negare la qualifica di interessi sociali, si risolve in base alla regola maggioritaria, sia pure qualificata”.

In altre parole, ad una decisa diffidenza delle normative continentali nei confronti delle operazioni difensive, tradizionalmente sottoposte alla rigidità della *passivity rule*, ora pur mitigata dai recenti interventi, fa eco una giurisprudenza statunitense che, in buona sostanza, protegge, ancora oggi, le *defensive tactics*²⁴⁸.

Il risultato di quanto ora esposto ci permette di comprendere come, quando si tratta di disciplinare i conflitti di interessi tra amministratori e società, due modelli di regolamentazione si vengono a fronteggiare²⁴⁹, a ciascuno dei quali appartengono rispettivamente gli ordinamenti sopra citati.

Un primo approccio consiste nel vietare che le decisioni siano prese dai consiglieri in conflitto e, nella presunzione che in un cambio di controllo vi sia un'ampia probabilità che tutti questi ugualmente lo siano, nell'esigere l'approvazione da parte dei soci per ogni atto straordinario di gestione. Questo modo di ragionare si basa sul presupposto in base al quale se l'offerta è rivolta agli azionisti, è giusto che siano proprio coloro a scegliere, prima individualmente e poi come parti di un consesso collegiale²⁵⁰, se favorirla o contrastarla.

²⁴⁸ Si veda R. ROMANO, *A Guide to takeovers: theory, evidence and regulation*, in *European Takeovers. Law and Practice*, (a cura di) K. J. HOPT, E. WYMEERSCH, Londra, 1992, pp. 3 ss.; J. G. HILL, *Takeovers, poison pills and protectionism in comparative corporate governance*, ECGI Law Research Paper n. 168, agosto 2010; G. FERRARINI, G. P. MILLER, *A simple theory of takeover regulation in the United States and Europe*, ECGI Law Working Paper n. 139, ottobre 2009. Interessante è poi l'analisi di F.M.SBARBARO, *op. ult. cit.*, p.24 il quale nell'evoluzione della giurisprudenza americana in tema di *fiduciary duties* una sorta di convergenza verso un inquadramento endosocietario del fenomeno conflittuale, avvantaggiata dalla diffusione della moderna concezione che porta alla valorizzazione dello *shareholder value*, e che potrebbe portare ad un avvicinamento (seppur solo teorico) tra gli ordinamenti in analisi.

²⁴⁹ In tal senso R.WEIGMANN, *Le difese contro le offerte pubbliche di acquisizione*, in *Trattato delle società per azioni*, (diretto da) G.E.COLOMBO e G.B.PORTALE, 10**, UTET, Torino, 1993, pp. 568-570

²⁵⁰ Si veda in tal senso M.TRONCOSO REIGADA, *Razionalità ed efficienza delle misure anti-opa*, in *Cont. Imp. Europa*, 2009, p.332 secondo il quale il fondamento di questo dovere va riscontrato nell'idea che "sono gli azionisti, e non i *manager* (i quali gestiscono soltanto interessi al di fuori della società), quelli che devono provocare il successo o il fallimento dell'offerta, perché sono loro i proprietari e non questi ultimi". L'A. infine, pur partendo dalla considerazione secondo la quale "nemmeno l'assemblea generale della società *target* ha, in linea di principio, nulla da poter dire", in quanto l'OPA, quale offerta destinata ai singoli azionisti, "non è un atto corporativo sul quale debbano pronunciarsi gli azionisti in forma collegiale", giunge a concludere nel senso che, comunque, "la convocazione di un'assemblea generale può contribuire a ridurre i problemi di un'azione collettiva che gli azionisti oggetto di un'offerta affrontano individualmente".

Il secondo approccio, al contrario, muovendo dall'idea che non sia facile distinguere anticipatamente le offerte vantaggiose da quelle dannose per la società, preferisce lasciare agli amministratori la libertà di difendersi dagli attacchi ritenuti nocivi²⁵¹ per l'interesse sociale, reputandoli nelle condizioni migliori per decidere, date la loro posizione e le loro conoscenze privilegiate sulla *target*. La condizione di conflitto di interessi, in cui potrebbero versare i *managers*, pone tuttavia il problema di saggiare la "ragionevolezza"²⁵² delle tecniche difensive adoperate dagli stessi al fine di verificarne la commisurazione al pericolo temuto; questione la cui risoluzione viene affidata ad un controllo giudiziale fondato sulle ordinarie regole sul conflitto di interessi e sulla azione di responsabilità per violazione dei doveri di diligenza e lealtà nella gestione.

Di conseguenza, seguendo la prima impostazione (quella prescelta dal nostro legislatore) si mira a prevenire i conflitti in radice bloccando le iniziative degli amministratori, ma, per ottenere questo risultato in sé benefico, si sovvertono le normali competenze degli organi sociali, rimettendo all'assemblea quelle decisioni che altrimenti spetterebbero agli amministratori²⁵³; accettando invece la soluzione

Inoltre F.M.MUCCIARELLI, *Combinazioni aziendali e passivity rule*, Banca borsa, tit. cred., 2000, pp. 225-227 considera questo approccio, odiernamente adottato dal legislatore italiano, quale una "sfumatura" della tesi di matrice neoclassica che, postulando la "perfetta efficienza e desiderabilità allocativa dei mercati dei capitali", esalta il valore "disciplinare" delle *tender offers* nel valorizzare a pieno il capitale degli investitori oltre che nel sanzionare amministratori inefficienti. Da ciò deriverebbe la necessità di "lasciar fare al mercato", imponendo una piena inattività alla società bersaglio, seppur mitigata dalla presenza della *choice assembleare*, in modo che siano gli azionisti a scegliere ciò che loro più conviene.

²⁵¹ Rileva F.M.MUCCIARELLI, *Ibidem*, p.227 come questa tesi proceda dall'individuazione di una serie di ipotesi di acquisizioni che, pur venendo accolte dagli azionisti in quanto per loro convenienti, risultano economicamente inefficienti, oppure vengono svolte al solo fine speculativo di smembrare l'impresa sociale. Cfr. G.SICILIANO, *La regolamentazione dei trasferimenti del controllo e delle acquisizioni di società quotate*, in Studi in materia di Opa, Quaderni di finanza Consob, n°24, 1998, pp.11 ss.

²⁵² In tal senso *ex multis* M.A.EISENBERG, *Obblighi e responsabilità degli amministratori e dei funzionari delle società nel diritto americano*, in Giur. Comm., I, 1992, p.636 il quale evidenzia la disciplina di responsabilità, particolarmente stringente e restrittiva, alla quale sarebbero sottoposti i poteri ed i doveri dei *managers* della *target*, nel senso che il giudice sarà chiamato a valutare se il comportamento costituisce "una ragionevole risposta tenuto conto di tutte le circostanze del caso".

²⁵³ R. WEIGMANN, *op. cit.*, p. 570; F.M. MUCCIARELLI, *op. cit.*, p.223 secondo il quale seguendo questa regola, dal momento del lancio di un *takeover bid* tutti gli "atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta" divengono di competenza dell'assemblea, anche quando sono decisioni qualificabili come atti di gestione e quindi "normalmente rientranti tra le ordinarie attribuzioni degli amministratori". L'A. rileva inoltre come questa norma si distingua dalle altre norme volte ad attribuire all'assemblea poteri in merito ad atti di gestione, in quanto la

alternativa (tipica dell'ordinamento statunitense, nel quale tutte le competenze gestorie spettano ordinariamente ai *directors*) si lascia immutato il meccanismo dell'ordinario agire sociale, ma si sollecita uno scrutinio da farsi caso per caso, della correttezza degli atti²⁵⁴.

Non essendo questa la sede idonea per analizzare le questioni di opportunità che possono accompagnare la scelta dell'uno o dell'altro approccio alle OPA ostili (a riguardo si veda *infra* Cap. III §3.1), risulta, al contrario, oggetto del nostro interesse comprendere le conseguenze e le differenze in termini di sviluppo della disciplina interna al nostro ordinamento che l'adesione ad uno dei modelli sopraesposti, piuttosto che all'altro, ha comportato.

A questo scopo, è necessario compiere una premessa classificatoria riguardo le misure di difesa adottabili in pendenza di *takeover*, un esercizio che ci sarà utile soprattutto nel proseguo della nostra analisi, quando ci troveremo ad affrontare nel particolare le singole categorie di strumenti di difesa (*infra Parte Seconda* Cap. III).

La contrapposizione concettuale più comunemente riscontrabile nella dottrina statunitense, oltre che di adozione principale nel nostro ordinamento, è quella che, rifacendosi ad un criterio definibile come "cronologico", distingue tra difese "preventive" e difese "successive"; una scelta mediante la quale si suddividono le tattiche adottate "in anticipo" e a prescindere da una *unsolicited takeover bid* dalle tattiche che vengono azionate in "risposta" a un'offerta effettivamente presentata.²⁵⁵ Accanto

competenza trasferitale viene individuata non in relazione a determinate tipologie di atti bensì "con un criterio "teleologico", incentrato sugli effetti pratici dell'operazione". Cfr. A.PAVONE LA ROSA, *Le attribuzioni dell'assemblea delle s.p.a in ordine al compimento di atti inerenti la gestione sociale*, in Riv. soc., 1997, p. 1 ss.

²⁵⁴ R.WEIGMANN, *Ibidem*.

Per il modello di regolamentazione nordamericano, volto a scongiurare il conflitto di interessi tramite un controllo giudiziario successivo sul rispetto dei *fiduciary duties* da parte del *board* si veda *supra* il § 2.2 di questo capitolo.

²⁵⁵Così *ex multis* F.M.SBARBARO, *op. cit.*, p.53 il quale preferisce definirle come difese "anticipate" e difese "contestuali"; Cfr. E.DESANA, *Opa e tecniche di difesa*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale n°250, Giuffrè, Milano, 2003, pp. 131 ss. la quale rileva come, in relazione a tale classificazione, appaia necessario individuare con precisione il momento esatto a partire dal quale trova applicazione la disciplina prevista da ciascun ordinamento per l'adozione di tecniche di difesa successiva.

Particolarmente interessante è l'analisi di R.WEIGMANN, *op. cit.*, p.591 secondo il quale le prime "destano maggiori sospetti" sia in quanto "frutto di decisioni affrettate", sia in quanto essendo "di

a questa, va evidenziata la proposta di una parte della dottrina comparatistica²⁵⁶ di un'ulteriore criterio di selezione, questa volta operante non in funzione temporale ma in relazione alle finalità della difesa, che si basa sulla distinzione tra le cosiddette "barriere" contro le OPA e le "strategie difensive"; è in ogni caso opportuno precisare come, a detta della medesima sopradetta dottrina, questa distinzione (a differenza della prima) non vada intesa in modo rigido, "sia per la labilità dei confini tra i due tipi di difese che per l'inevitabile ricorrenza di entrambi i tipi (sebbene con intensità molto diversa) nei vari sistemi"²⁵⁷. E quest'ultimo rilievo circa la labilità dei confini distintivi di questa classificazione trova, appunto, conferma se si considera il fatto che, mentre le barriere vengono essenzialmente ad appartenere unicamente al novero delle difese poste in essere prima del lancio di un'OPA, le strategie possono essere sia "preventive" che "successive".

In base a tale ricostruzione potremmo definire "barriere" quelle difese idonee ad escludere a priori un qualsiasi attacco alla società interessata o, comunque, a ridurre notevolmente le probabilità di una scalata. Quanto a tali strumenti va, peraltro,

fronte alla concreta minaccia" aumenta "la probabilità che l'interesse personale degli amministratori a mantenere la carica prevalga su quello degli azionisti" ad ottenere vantaggi dall'offerta in pendenza; per quanto attiene a quelle che l'A. definisce quali "tecniche difensive generali", il rischio che possa prevalere l'interesse confliggente dell'organo di gestione si verrebbe attenuando essendo quest'ultime adottate "in tempi pacifici" e con "serena meditazione" ma soprattutto, data la loro incidenza sull'assetto dell'azionariato o sullo statuto della società, "coinvolgendo necessariamente i soci nell'approvazione"; ma si veda invece *contra* R.LENER, A.TUCCI, *La nuova disciplina delle OPA e i poteri della Consob*, in *Soc.*, 5, 2004, p.553 secondo i quali proprio quest'ultime sarebbero invece le più pericolose "per il fatto di essere adottate in un momento in cui non è pendente un offerta e, dunque, i soci esterni potrebbero non percepire "l'effetto *anti-takover*" della decisione che si accingono ad assumere".

Per la dottrina americana *ex multis* P.L.DAVIES, *The Regulation of Defensive Tactics in the United Kingdom and the United States, in European Takeovers. Law and Practice*, (a cura di) K.J. HOPT, E. WYMEERSCH, Londra, 1992, p. 203, p. 199 (*The regulation of post-bid defenses*) e p. 205 (*Defensive tactics in advance of the bid*).

Si vuole evidenziare già in questa sede come questa prima classificazione delle tecniche di difesa sarà quella da noi adottata nel Capitolo III di questo lavoro; questa scelta è frutto di un'analisi di compatibilità con la disciplina italiana, nella quale il legislatore, nel regolamentare i fondamentali istituti della regola di passività e della regola di neutralizzazione, sembrerebbe essersi orientato verso questa suddivisione "cronologica" delle misure adottabili. Inoltre essa assume notevole rilievo ove si consideri che nella maggior parte degli ordinamenti europei le regole procedurali relative ad una identica misura difensiva variano notevolmente a seconda del momento in cui la stessa viene posta in essere.

²⁵⁶ Il riferimento è a G.FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000, pp.738 ss.

²⁵⁷ *Ibidem*, p.739

precisato come esse a loro volta possano essere suddivise in due ulteriori categorie: le barriere “strutturali”, le quali riflettono e sono connaturate al “quadro economico di riferimento”, e quelle “tecniche”, derivate dalle strutture di *corporate governance* ed erette su iniziativa diretta della società, dei suoi azionisti, degli amministratori o, in alcuni casi, anche dalla legge²⁵⁸. La differenza è particolarmente evidente sul piano “pratico” della questione ed ha rilevanza a livello di politica legislativa, laddove alla possibilità per il legislatore di contrastare le barriere “tecniche” (affiancandosi alla possibilità di ritirarle posta nelle mani di chi le ha innalzate) mediante una politica diretta a promuovere il *market for corporate control* (*i.e.* interventi specifici volti a limitare o vietare il ricorso alle stesse) si contrappone la totale insensibilità delle barriere “strutturali” alla volontà del legislatore, non potendo esso modificare per disposizione di legge il contesto economico di riferimento²⁵⁹.

Per ciò che attiene invece allo strumento delle “strategie difensive”, queste si distinguono dalle prime per la loro caratteristica di essere “preordinate a massimizzare il valore dell’investimento azionario nella società bersaglio”²⁶⁰; a questo proposito ne andrebbe rilevata la funzione non semplicemente “scoraggiante” nei confronti dei

²⁵⁸ Sebbene il discorso in merito a questi strumenti verrà sviluppato più compiutamente nel capitolo successivo (si veda *infra* Cap.III §3.4) può risultare utile ai fini di un più agile inquadramento offrire qualche esempio. Per ciò che attiene alle prime, rientrerebbero tra di esse situazioni caratterizzate da una particolare concentrazione azionaria, dall’influenza delle grandi banche sull’industria e dal peso relativamente ridotto della borsa nel finanziamento delle società; tra le seconde, le clausole di gradimento, i limiti al possesso azionario, l’emissione di azioni prive di diritto di voto, i sindacati azionari, le partecipazioni incrociate, i gruppi di società e le azioni a voto plurimo.

Cfr. R. ROMANO, *The future of hostile takeovers: legislation and public opinion*, in Univ. Cincinn. L. Rev., 57, 1988, p. 457

²⁵⁹ G.FERRARINI, *op. cit.*, p.745; Cfr. R.J.GILSON., *The Political Ecology of Takeovers: Thoughts on Harmonizing the European Corporate Governance Environment*, in *European Takeovers. Law and Practice*, (a cura di) K.J. HOPT, E. WYMEERSCH, Londra, 1992, p.66 ss. il quale osserva che “le barriere tecniche alzano i costi di transazione del processo di riequilibrio, in tal modo ossificando i confini esistenti delle imprese e proteggendole dal bisogno di rispondere ad un mutato quadro economico”; concludendo che “il fuoco di ogni sforzo di armonizzazione del diritto delle o.p.a. dovrebbe essere sulle barriere tecniche che proteggono un’impresa dall’impatto del progresso tecnologico”.

Si veda inoltre F.M.MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d’acquisto e scambio*, Giappichelli, Torino, 2014, p.110 secondo il quale questo genere di meccanismi giuridici avrebbero l’effetto di permettere di mantenere il controllo anche detenendo partecipazioni di minoranza o, comunque, “consentono di “blindare” la compagine sociale contro qualsiasi tentativo di scalata”

²⁶⁰ G.FERRARINI, *ibidem*, p.738

bidders, ma anche migliorativa delle condizioni dell'offerta nonché di sollecito alla presentazione di offerte concorrenti²⁶¹, mirando alla creazione di valore nell'interesse (quantomeno nell'ipotesi fisiologica) degli azionisti della società bersaglio. A questa categoria sarebbero riconducibili, in particolare, le sopraesposte *poison pills* (su cui *supra* Cap.II §2.1).

Ai fini del nostro studio, questa premessa distintiva ha la capacità di riflettere, con buona approssimazione, le principali differenze tra i sistemi europeo-continentali (tra cui appunto quello italiano) ed il sistema americano, nel senso che i primi vedono notevolmente diffuse le barriere (in entrambe le accezioni tecniche e strutturali) contro le OPA, mentre il secondo assiste, soprattutto, all'utilizzo di misure difensive preordinate al miglioramento delle condizioni dell'offerta²⁶².

Se, quindi, l'obbiettivo è, mettendo a frutto l'esperienza di comparazione col modello nordamericano, quello di comprendere a fondo le scelte e caratteristiche connotanti il panorama giuridico italiano in tema di *takeover defenses*, appare a noi necessario, per raggiungerlo, comprendere le ragioni per le quali, a differenza dell'ordinamento nordamericano, dove, come più volte sopraesposto, le tecniche di difesa preventive più diffuse sono rappresentate dall'impiego di *poison pills*, nel nostro ordinamento i principali ostacoli frapposti alle scalate siano invece costituiti dalle cosiddette barriere strutturali e tecniche.

Seguendo gli studi economici e giuridici sull'argomento, si rileva come le principali cause della diffusione di tali ultimi strumenti siano prevalentemente riconducibili ad un "quadro giuridico economico complessivo di riferimento" caratterizzato (con netto un distacco da quello nordamericano) dalla diffusione di strutture proprietarie concentrate, dallo scarso sviluppo dei mercati finanziari e dalla presenza di regole

²⁶¹ F.M.SBARBARO, *op. cit.*, p.58 il quale rileva come l'aspetto negativo di questo strumentario "risiederebbe nella possibilità che esse vengano utilizzate dai *managers* come strumento per isolare la società ed evitare passaggi del controllo che comportino modifiche soggettive nel *board*; rischio compensato solo in parte dalla prospettiva –meramente eventuale – di aumento di valore della partecipazione".

²⁶² G.FERRARINI, *idem sub* nota 104 il quale rileva come talora i risultati del secondo approccio risultino "non dissimili da quelli prodotti dalle barriere tecniche".

particolarmente rigide in materia di *corporate governance* tutt'oggi indirizzate verso l'attribuzione di un ruolo decisivo all'assemblea rispetto a quello riservato al *board*²⁶³.

Riguardo al primo profilo, una divergenza fondamentale emerge se si pongono in contrapposizione il modello azionario prevalente nel sistema nordamericano, cosiddetto *Dispersed Ownership* (o "sistema *outsider*"), i cui caratteri peculiari sono proprio una proprietà diffusa e la separazione fra proprietà e controllo, ed il modello italiano, cosiddetto *Controlled Structure* (o "sistema *insider*") tipicamente connotato dalla presenza di uno o più azionisti che detengono il controllo²⁶⁴. Proprio la diversità tra tali assetti azionari è destinata a riflettersi, pur volendo prescindere dalle scelte normative di ciascun ordinamento, sul governo della società e sulla sua contendibilità. In altre parole, mentre la particolare fluidità del capitale nelle strutture nordamericane dà vita ad assetti per definizione contendibili, per contro la concentrazione della proprietà nelle mani di pochi azionisti e la conseguente scarsa diffusione dei titoli, tipica del nostro sistema, riduce lo spazio per le offerte pubbliche di acquisto ostili; anzi, come rilevato dalla dottrina²⁶⁵, per le società in cui la concentrazione è così elevata che un solo azionista detiene il controllo di diritto (o in ogni caso una partecipazione superiore alla soglia dell'OPA obbligatoria), non ha neppure senso parlare di contendibilità dell'assetto proprietario, visto che in tale situazione l'eventuale mutamento del controllo richiede necessariamente il consenso dell'azionista di comando.

Sotto questo profilo la concentrazione azionaria può dunque essere considerata una vera e propria barriera strutturale al mutamento del controllo²⁶⁶.

²⁶³ Così E.DESANA, *op. cit.*, p.171 ss.

²⁶⁴ Tali concetti sono da far risalire al lavoro di J.FRANK, C.P.MAYER, *Ownership and Control*, in *Trends in Business Organization: Do Participation and Cooperation Increase Competitiveness*, (a cura di) SIEBERT, TÜBINGEN, MOHR, Siebeck, 1995, *passim*

Interessante a tal fine è anche l'analisi compiuta ormai tempo addietro da M.BECHT, M.BIANCO, C.P.MAYER, *Il controllo delle imprese europee*, in *Banca impresa società*, 2001, p.227 i quali rilevavano come, mentre in Italia un singolo blocco (un investitore individuale o un gruppo di investitori) arrivava a controllare più del 50% dei diritti di voto, al contrario la dimensione mediana dei blocchi negli Stati Uniti veniva indicata con un valore appena superiore al 5%.

Per una rilevazione aggiornata delle percentuali di possesso azionario in Italia si veda *supra* Cap I *sub* nota 37

²⁶⁵ In tal senso L.CAPRIO, *Le strutture proprietarie delle società quotate, l'efficienza della gestione societaria ed il diritto*, in *Riv. soc.*, 1998, p.560

²⁶⁶ Così E.DESANA, *op. cit.*, p.174

Per quanto concerne, invece, lo scarso sviluppo dei mercati finanziari nel nostro ordinamento, l'origine principale di questa carenza del nostro sistema economico deve essere rintracciata nella "sottocapitalizzazione delle imprese", il cui capitale di rischio, ancora oggi, proviene in prevalenza dalle banche e non dal mercato, complici la misurata diffusione del fenomeno degli investitori istituzionali²⁶⁷ e l'insufficiente coinvolgimento del pubblico nel mercato mobiliare. Di fatto, se nel Nord America la principale fonte di finanziamento viene riscontrata nel pubblico risparmio²⁶⁸, in Italia la concentrazione della proprietà nelle mani di gruppi familiari, banche ed assicurazioni ha contribuito ad una insufficiente diffusione di titoli fra il pubblico.

Infine, strettamente correlato a quanto appena esposto è l'assetto di *corporate governance* disegnato dal nostro legislatore. A differenza del modello nordamericano caratterizzato da quello che parte della dottrina²⁶⁹ ha definito "*enabling approach*", aperto cioè alla

Pur non essendo questa la sede appropriata per trattare tale argomento, va rilevato come parte della dottrina si questioni già da tempo circa quale sia il modello più efficiente per ciò che attiene all'azionariato; ci si chiede se l'azionariato diffuso sia davvero più efficiente di quello concentrato, o se invece, questa convinzione sia solo un falso mito da sfatare. In argomento si vedano *ex multis* R.PARDOLESI, A.PORTOLANO, *op. cit.*, pp. 71 ss.; E.DESANA, *op. cit.*, pp. 174 ss. Ciò che però sembrerebbe assodato è la sicura inefficienza della cosiddetta *Controlling Minority Structure*, un terzo modello particolarmente diffuso in Italia caratterizzato dalla presenza di un socio minoritario tuttavia in grado di controllare saldamente la società e di escluderne la contendibilità grazie a strumenti, prevalentemente barriere tecniche, che alterano il rapporto fra capitale di rischio e potere di gestione. Le ragioni di tale inefficienza sarebbero da rintracciare nella circostanza che questa struttura cumula gli svantaggi di entrambi i modelli sopra indicati, da un lato genera costi di agenzia come il modello diffuso, e dall'altro affida comunque il controllo nelle mani di un'azionista *insider* seppur titolare di una piccola frazione del capitale; ciò comporta che all'inefficienza collegata alla scarsa liquidità tipica della *controlled structure* si aggiunga la mancanza di monitoraggio su chi governa da parte degli azionisti.

²⁶⁷ Per un'approfondita disamina in materia si vedano L.A. BIANCHI, L.ENRIQUES, *Corporate governance in Italy after the 1998 reform: what role for institutional investors?*, in Quaderni di Finanza Consob n°43, gennaio 2001 nel quale si rileva come la nuova disciplina introdotta dal TUF a tutela delle minoranze, pur favorendo rispetto al passato un maggiore attivismo degli investitori istituzionali, non ha mutato in modo significativo le regole in materia talché la situazione è rimasta di fatto pressoché inalterata.

²⁶⁸ Si veda in merito L.ENRIQUES, *L'attivismo degli investitori istituzionali negli Stati Uniti: una rassegna di studi empirici*, in Riv. soc., 1998, pp.592 ss. il quale, in base ai dati riportati, rileva come negli Stati Uniti più del 50% del capitale complessivo delle società per azioni americane si trova nelle mani di investitori istituzionali che in molti casi detengono le quote di maggioranza relativa delle più importanti società quotate.

²⁶⁹ R.ROMANO, *The Genius of American Corporate Law*, The American Enterprise Institute Press, Washington, 1993, p.85 la quale rileva come "*modern corporation codes tend to be enabling rather than mandatory statutes: they are standard from contracts specifying the rights and obligations of managers and shareholders, which can be often altered by private agreement to suit the circumstances of particular firms*".

sperimentazione di soluzioni efficienti da parte degli operatori, nel nostro ordinamento prevale un approccio tendenzialmente imperativo, connotato dalla imposizione di regole rigide spesso non derogabili dalle parti (cosiddetto “*mandatory approach*”). Pur volendo limitarsi alla disamina di ciò che è attinente al *market for corporate control*, va qui rilevato come il sistema di governo delle *corporations* nordamericane sia prevalentemente riservato alla regolamentazione derogabile dai singoli Stati: da un lato la normativa federale si limita esclusivamente alla disciplina di alcuni aspetti della vita della società, dall’altro le strutture di *corporate governance* sono disegnate dagli *Statutes*, che dettando solo in via generale regole cosiddette di *default* ne rendono l’applicazione condizionabile dalla volontà delle parti; tramite questi espedienti si viene quindi a delineare un ampio margine di manovra per l’autonomia privata di ciascuna società, che diviene essa stessa artefice delle proprie regole di funzionamento mediante l’atto costitutivo e lo statuto²⁷⁰.

Quasi all’opposto si colloca la conformazione normativa nel nostro ordinamento. Con riferimento alle società quotate, in Italia prevale, appunto, una regolamentazione per lo più imperativa degli istituti di diritto societario, seppur con talune aperture e spazi di autonomia rilevanti fatti intravedere dal TUF e dai recenti ampliamenti dei margini di manovra nel diritto societario stesso²⁷¹.

Proprio quest’ultima constatazione ci permette, prima di introdurre e poi, di comprendere davvero un ulteriore e significativo elemento, testimone della particolare distanza tra gli ordinamenti oggetto del nostro studio. Nell’analisi compiuta

²⁷⁰ E.DESANA, *op. cit.*, p. 182; *cf.* M.VENTORUZZO, *La disciplina delle misure difensive negli Stati Uniti d’America: spunti di riflessione per la situazione europea*, in AA. VV., *Governo dell’impresa e mercato delle regole*, Milano, Giuffrè, 2002, pp. 493 ss. il quale rileva come negli Stati Uniti i limiti esterni alle tattiche difensive risultino, come conseguenza di questi meccanismi, evidentemente meno stringenti che nei Paesi dell’Unione Europea.

²⁷¹ In tal senso G.FERRI, *Organizzazione societaria ed autonomia statutaria*, in Riv. Dir. Comm., 2002, I, pp. 227 ss. il quale rileva come “più in generale la disciplina del Testo Unico riserva all’autonomia statutaria un ruolo significativamente più ampio di quanto non sia a dirsi a proposito del sistema del codice”.

A conferma basti pensare alle opzioni di *opt-in/opt-out* statutario, concesse dal legislatore italiano a seguito del recepimento della direttiva 2004/25/CE, che concedono alle società la scelta circa quale combinazione adottare in tema di regole di passività e neutralità.

Cfr. sulle ragioni in favore di un’accentuazione dell’autonomia statutaria in relazione alla “riscoperta del mercato” *ex multis* P.MARCHETTI, *L’autonomia statutaria nella società per azioni*, in Riv. soc., 2000, pp.562 ss.

Si veda inoltre quanto espresso *supra* nel Cap. I *sub* note 94 e 95

dall'interno del sistema nordamericano siamo giunti a considerare le *poison pills* quale emblema di un modello che sceglie di affidare una completa (e forse eccessiva²⁷²) autonomia all'organo di gestione circa l'opportunità e le modalità di difesa della società da un'offerta ostile; confidando nella "professionalità" del loro operato, nella riverenza dovuta verso i doveri fiduciari e nell'efficacia sanzionatoria di un controllo giudiziale successivo che ne faccia emergere eventuali responsabilità.

²⁷² Va evidenziato come nel *post-Unocal*, precisamente dalla sentenza *Time Warner (Paramount Communications Inc. v. Time Inc., 571 A.2d 1140, 1154 (Del.1990))* in poi, i parametri di legittimità del comportamento degli amministratori utilizzati dalle Corti americane siano stati fortemente "compromessi", arrivando ad ampliare *ad libitum* l'area di *reasonableness del threat* richiesto per non ricadere nel concetto di *substantive coercion*. Questo ha sicuramente comportato un serio affievolimento circa la garanzia offerta da questo controllo nello scongiurare il conflitto di interessi tra gli amministratori e la società. Non si richiede più la prova dell'esistenza di una "minaccia" ma soltanto "reasonable grounds to believe there is a threat", attribuendone la valutazione ex ante agli stessi amministratori. La questione che viene a porsi è che "the board satisfies this requirement merely by establishing good faith and reasonable investigation", tanto che l'inversione dell'onere della prova che il c.d. "enhanced scrutiny" prevede rispetto alla *business judgement rule* risulta solo apparente.

Se la ragionevolezza delle indagini compiute dal *board* circa l'offerta, infatti, in quanto documentalmente supportabile, ha un'efficacia probatoria oggettiva, la prova certa della buona fede (in quanto impossibile da verificare sul piano psicologico) si considera soddisfatta tramite una presunzione. Si aggiunga, poi, che le Corti Supreme hanno la tendenza a sconfessare l'eventuale valutazione di *unreasonableness* dei Giudici di primo grado, sostenendo l'impossibilità di sostituirsi agli amministratori nella valutazione delle *tender offers*. Questa spinta verso la legittimazione delle tattiche difensive sortisce l'effetto di impedire, o rendere assai arduo, un *transfer of control* in assenza di cooperazione del management della società target. Di fatto, però, viene così meno il carattere *hostile del takeover*. E questo non solo perché nel pericolo di un'operazione difensiva un'offerta ostile diviene meno conveniente ma anche perché la tattica difensiva stessa, e più in generale la condotta degli amministratori della società bersaglio, finisce con l'incidere non poco sulla scelta degli azionisti oblati. Tale situazione, in cui manca un limite effettivo alla possibilità, per gli amministratori, di isolare la società impedendo il passaggio di controllo, potrebbe essere considerata conseguenza della scelta operata dall'ordinamento statunitense, di lasciare al controllo ex-post la composizione del conflitto, piuttosto che affidarsi a un divieto preventivo. Così F.M.SBARBARO, *op. ult. cit.*, p. 145 ss. il quale nella conclusione del suo lavoro si interroga in maniera particolarmente compiuta circa le criticità e le prospettive del modello nordamericano; conformi a tale lettura nel panorama americano sono inoltre F. RYNGAERT, *The effect of poison pill securities on shareholder wealth*, in J. Fin. Econ., 20, 1998, p. 377; P. MALATESTA, R. WALKING, *Poison pill securities: stockholder wealth, profitability, and ownership structure*, in J. Fin. Econ., 20, 1998, p. 347; e J. VELASCO, *The enduring illegitimacy of the poison pill*, in J. Corp. L., 27, 2002, p. 416 secondo il quale: "The reasonableness test has been watered down to insignificance by allowing even the flimsiest of perceived threats to be considered reasonable, and the proportionality test has also been severely limited to be effective in only the narrowest of circumstances"

Ebbene, l'ormai da tempo²⁷³ asserita inammissibilità di tali tecniche di difesa nel nostro ordinamento ha il pregio di gettare luce sulle divergenze di fondo che hanno contribuito ad uno sviluppo così marcatamente lontano dei due approcci (quello italiano e quello nordamericano) alla materia. Questa inammissibilità non deriverebbe però da un eventuale contrasto con i meccanismi di funzionamento dei mercati finanziari o con la disciplina dell'OPA in particolare²⁷⁴, ma direttamente dal conflitto con le regole del nostro diritto societario²⁷⁵, la cui rigidità è stata sopra menzionata.

In primo luogo, data la constatazione in base alla quale le *poison pills* “devono il loro successo negli U.S.A. alla circostanza di poter essere direttamente inserite dagli amministratori, in virtù del loro generale potere di emettere azioni per l'aumento del capitale sociale”²⁷⁶, si può agilmente comprendere come in Italia questa circostanza non sia ripetibile, dati il ruolo dell'assemblea degli azionisti nell'aumento di capitale

²⁷³ La “paternità” della constatazione di tale fondamentale divergenza può essere attribuita, nel panorama italiano, a R.WEIGMANN, *op. cit.*, p.605, ed, in quello anglosassone, a P.L.DAVIES, *op. cit.*, pp. 205 ss.

Secondo alcuni autori però le recenti riforme in ambito societario ed in tema di disciplina OPA avrebbero aperto degli spiragli interpretativi che permetterebbero l'adozione di pillole avvelenate cd. “all'italiana”, meccanismi potenzialmente nocivi e dissuasivi per l'acquirente che rimangono comunque ben lungi dall'identificarsi con le *poison pills* nordamericane. Il riferimento è sia alla nuova formulazione degli artt. 2443 e 2441 c.c. (per i quali si veda *infra sub* nota 277), sia alla sostituzione del comma 1-*bis* dell'art 104 TUF. Quest'ultima norma prevedeva che le azioni emesse dalla società in base al comma 2 dell'art. 2351 c.c. (che consente alle s.p.a. di emettere azioni con diritto di voto condizionato a particolari eventi e, quindi, anche al futuro lancio di un'OPA, rendendo queste operazioni in alcuni casi molto più costose e quasi impossibili a seconda del quantitativo di tali azioni emesse) potessero esserlo solo qualora l'attribuzione del diritto di voto venisse subordinata all'autorizzazione assembleare, come fosse una “misura difensiva” (cd. “autorizzazione di conferma”). La novella del 2008 ha abrogato questa norma, con la conseguenza che secondo F.M.MUCCIARELLI, *op. cit.*, p.108 “le società italiane sembrano ora avere a disposizione anche quest'arma per sventare le scalate indesiderate”. Conformi a tale lettura sono anche R.LENER, A.TUCCI, *op. cit.*, p. 553 e L.SCIPIONE, *La disciplina delle misure di contrasto all'OPA ostile, fra stabilità degli assetti azionari e contendibilità del controllo*, in “Innovazione e diritto”, 2008, n. 6, pp. 18-35

²⁷⁴ Sebbene si veda la comunicazione Consob n. DAL/99058868 del 29-07-1999, nella quale la commissione, chiamata ad esprimersi circa una ipotesi di disciplina statutaria delle azioni di risparmio chiaramente concepita in funzione di difesa contro le OPA ostili, esprime il “dubbio che un obbligo siffatto possa validamente esser posto”.

²⁷⁵ In tal senso E.DESANA, *op. cit.*, p.187

²⁷⁶ Letteralmente G.FERRARINI, *op. cit.*, p.776

sociale (posto alla base di qualsivoglia emissioni di titoli) ed i più limitati poteri degli amministratori al riguardo²⁷⁷.

Secondo poi, tali pillole, nella loro conformazione di strumenti (solitamente sotto forma di *warrants* attribuiti per dividendo) volti a garantire soltanto ad alcuni soci, e non ad altri, il diritto di sottoscrizione delle azioni della società, sarebbero, con riguardo ad alcuni statuti, contrastanti coi nostri principi di uguaglianza delle azioni, ugual trattamento nell'attribuzione dei dividendi e nella sottoscrizione di nuovi titoli²⁷⁸; facendosi qui in particolare riferimento alle regole individuate in base al dettato degli articoli 2348, 2350 e 2441 del codice civile. In base a tali norme, i titoli emessi da società italiane devono essere, salva la creazione di particolari categorie di azioni, di uguale valore ed attribuire ai loro possessori uguali diritti, non essendo consentita la previsione di azioni incorporanti diritti differenziati in relazione alla persona del relativo titolare, contrariamente al meccanismo tipico di funzionamento delle pillole avvelenate; inoltre, in caso di aumento di capitale, a ciascun socio spetta un diritto di opzione sui titoli di nuova emissione, in misura proporzionale al numero delle azioni possedute, che può essere escluso solo al ricorrere di presupposti tassativi e particolarmente limitanti²⁷⁹.

²⁷⁷ È da rilevare comunque come a seguito delle modifiche operate sull'art.2443 c.c., prima dalla riforma del diritto societario e poi dal comma 2 dell'art. 2, del d.lgs. 184 del 2012, lo statuto può oggi autorizzare direttamente gli amministratori, per un periodo massimo di cinque anni dalla data dell'iscrizione della società e per un ammontare determinato, ad assumere le deliberazioni di aumento di capitale, che prima erano di competenza esclusiva dell'assemblea, attribuendogli inoltre la facoltà di adottare le deliberazioni di cui ai commi 4 e 4 dell'art.2441 circa la esclusione o limitazione del diritto d'opzione.

²⁷⁸ Così R.WEIGMANN, *op.cit.*, p.605 il quale rileva come in Italia non sarebbero nemmeno utilizzabili i *warrants*, uniti ad obbligazioni o secchi, assegnati, per delega dell'assemblea e con esclusione del diritto di opzione, ai soci di controllo o ad alleati che si impegnano a non cederli ulteriormente, dal consiglio di amministrazione. Conforme a tale lettura è F.REGALDO, *op. cit.*, p.73 il quale ritiene che la possibilità per il consiglio di amministrazione di procedere all'assegnazione di strumenti così congegnati venga esclusa dalla conformazione dell'art.2441 che "non distingu[e] fra azioni di nuova emissione ed obbligazioni convertibili in azioni"; seppur sia da rilevare come secondo l'A. non sussisterebbe una violazione del diritto di parità di trattamento in caso di creazione di azioni che, in presenza di OPA, conferiscano particolari diritti, attinenti alla partecipazione ai dividendi, ad alcuni azionisti soltanto.

²⁷⁹ Tali possibilità di deroga sono estremamente ridotte e consistono essenzialmente in: 1. aumenti di capitale tramite emissione di nuove azioni da liberarsi mediante conferimenti in natura 2. deliberazioni assembleari che le prevedano per esigenze dell'interesse della società 3. deliberazioni assembleari di offerta in sottoscrizione ai dipendenti della società o di società che la controllano o da cui è controllata. Rileva F.REGALDO, *op. cit.*, p.72 come "i margini di manovra appaiano davvero risicati", infatti, nel caso di conferimenti in natura "l'operazione più che costituire un aumento di

In conclusione non può non rilevarsi, come, nonostante il panorama fin qui esposto sia connotato da radicate differenze tra i due ordinamenti, l'odierna tecnica legislativa europea (e di conseguenza nazionale) sembrerebbe voler volgere lo sguardo oltreoceano.

La scelta attuale dei legislatori europei è infatti tesa verso il distacco dalla rigidità della *passivity rule*, per accedere ad un processo valutativo che, sebbene qui preventivo e lì successivo, si rispecchia in parte nell'impostazione del legislatore nordamericano.

Una scelta, quella di affidarsi ad un "processo valutativo", non priva di ostacoli, riscontrabili appunto in entrambi i modelli. Se da un lato l'attribuzione del potere decisionale all'assemblea presenta l'inconveniente di chiamare a pronunciarsi un organo probabilmente privo delle competenze, informazioni e capacità necessarie a una adeguata ponderazione degli interessi in gioco, dall'altro lo strumento di tutela successiva utilizzato dall'ordinamento statunitense vive alcuni rischi, connaturati alla propria struttura: la "*modified business judgement rule*", sopra esposta quale criterio più severo per la valutazione del comportamento dei *directors*, si connota fisiologicamente di attività di indagine, competenze specifiche, proprietà tecniche e di una diligenza

capitale, rappresenta l'acquisto di alcuni determinati beni" e la sua efficacia come tecnica difensiva appare "tutta da dimostrare"; nel caso di distribuzione di azioni ai dipendenti "non si tratta di una vera e propria *poison pill*" ma di *Employee Stock Ownership Plans*, "una tecnica difensiva molto meno efficace di questa"; nel caso dell' "interesse della società", la formula "quando l'interesse della società lo esige" appare "particolarmente severa per coloro che intendano predisporre *poison pills* all'italiana" ed il rigore della legge "non sembra neppure essere stato significativamente mitigato dalla giurisprudenza". A tal riguardo si segnalano: Cass. 15 luglio 1993, n°7859, in Riv. Dir. Comm., 1996, II, p.235 che ha sottolineato "la natura eccezionale della soppressione dell'opzione"; Trib. Verona, 22 luglio 1993, in Vita not., 1994, I, p.319 che ha statuito che per procedere alla soppressione del diritto d'opzione non basta indicare ragioni generiche; Trib. Napoli, 13 agosto 1992, in Riv. Notar., 1992, p.1292 secondo cui "la società ha l'onere di dimostrare con adeguata motivazione l'esistenza di un interesse sociale serio e consistente all'esclusione"; Trib. Milano, 18 aprile 1991, in Giur. It., 1991, I, 2, p.768 secondo il quale "la società ha l'onere di dare l'indicazione specifica del particolare interesse sociale che giustifica l'esclusione del diritto di opzione".

Da evidenziare è anche la posizione di E.DESANA, *op. cit.*, p. 189 *sub* nota 5 la quale in merito alla novità apportata dalla nuova formulazione dell'art. 2443 (attribuzione agli amministratori del potere di aumentare il capitale correlato alla facoltà di esclusione del diritto d'opzione), rileva come la portata di quest'ultima venga "ridotta in relazione al meccanismo dell'OPA dal momento che il conferimento della delega da parte dell'assemblea straordinaria non potrebbe essere utilizzato nel corso di una scalata senza una nuova autorizzazione *ad hoc* da parte dei soci".

parametrata non solo alla natura dell'incarico, ma altresì alla delicatezza e complessità dell'operazione e degli interessi coinvolti.

Sul piano puramente tecnico le distanze tra i due ordinamenti potrebbero anche ridursi; d'altronde il contenuto di *care* e *loyalty* non appare così lontano da quello, rispettivamente, di diligenza e lealtà e si tratta di *standards* comportamentali che in tutti gli ordinamenti occidentali vengono sottoposti a verifica *ex post* (fermi restando gli obblighi di *disclosure* circa eventuali interessi diretti, come nel caso dell'art. 2391 c.c.).

La difficoltà di convergere del tutto (un esito, tra l'altro, quasi per nulla auspicabile per un mercato già poco contendibile come il nostro), tuttavia, deriva dall'impossibilità di reperire, o replicare, quei presupposti, elementi e circostanze (dalla peculiarità degli assetti proprietari al ruolo del Giudice, dai meccanismi processuali alle dinamiche finanziarie) che animano e compongono il quadro giuridico-economico di riferimento²⁸⁰.

²⁸⁰ Così testualmente F.SBARBARO, *op. ult. cit.*, pp. 149 - 150

CAPITOLO III

LA DISCIPLINA DELLE TECNICHE DI DIFESA

Parte Prima

3.1 Questioni di opportunità: la teoria disciplinare del mercato del controllo ed il “*contractuarian model*”

In base a quanto fino ad ora esposto (si veda *supra* §2.3 Cap. II), le misure di difesa si vengono a qualificare in termini di ampio strumentario protettivo a disposizione della società bersaglio; meccanismi, quantomeno in apparenza, benefici, che avrebbero il pregio di permettere a quest’ultima di poter attivare un processo di negoziazione con l’offerente, inducendolo ad elevare il prezzo dell’offerta o comunque a migliorare altre condizioni della medesima.

Tuttavia, nel momento in cui si voglia affrontare questo rapporto in un’ottica puramente contrattualistica, non ci si può esimere dal domandarsi la ragione in base alla quale taluni ordinamenti riconoscono alla società la facoltà di adoperarsi al fine di respingere un’offerta rivolta alla generalità dei suoi azionisti, mentre si potrebbe più semplicemente (e, forse, anche più naturalmente) rimettere la scelta circa la convenienza dell’adesione esclusivamente al singolo; in altri termini, quale considerazione può portare a giustificare la scelta di attribuire alla società il potere di assumere un’iniziativa che potrebbe compromettere la possibilità di un atto tipicamente individuale dell’azionista-investitore quale la cessione della propria partecipazione al prezzo offerto?²⁸¹

²⁸¹ In tali termini S.CAPPIELLO, *Le difese dalle offerte pubbliche di acquisto tra regolamentazione e autonomia statutaria*, in AA. VV., *Profili attuali di diritto societario europeo*, (a cura di) G.FERRI jr., M.S.RICHTER jr, Giuffrè, Torino, 2010, p.225

Sicuramente una (*i.e.* “la”) spiegazione può essere trovata analizzando il sopraesposto (si veda *supra* §1.1 Cap.I) problema di azione collettiva che si pone tipicamente in presenza di un’OPA diretta al controllo, il quale, lasciando il singolo azionista in piena balia della cosiddetta *pressure to tender* (in italiano “coazione a vendere”), spinge quest’ultimo a compiere scelte incongruenti rispetto alla valutazione da esso svolta circa l’offerta. In questa prospettiva, quindi, andrebbero individuati il perché ed il come il potere della società di adottare misure difensive possa rappresentare uno strumento a tutela delle “ragioni dell’investimento”.

È proprio sotto questo stesso profilo che, però, le misure di difesa presentano anche rilevanti controindicazioni. Per meglio comprendere tale considerazione, risulta qui particolarmente utile ribadire come quando si parla di “scelta della società” ci si stia in realtà riferendo ad una decisione assunta dall’organo di gestione o dall’azionariato (a seconda dei diversi assetti proprietari della società e della ripartizione formale di competenze tra assemblea e organo di gestione stabilite dall’ordinamento preso in riferimento), che, come tale, essendo chiamati a decidere su di un’OPA principalmente diretta a sostituirli ed a sottrargli il controllo, si troverebbero in una situazione di conflitto di interessi (in senso “economico”²⁸²); con il rischio, particolarmente elevato,

²⁸² In merito si vedano le analisi svolte dagli AA. *sub* note 233 e 234. In particolare va evidenziata a riguardo l’analisi di F.REGALDO, *op. cit.*, pp. 29 ss. secondo il quale nel contesto delle difese dalle OPA ostili, un ambito che va necessariamente indagato in funzione comparatistica, il fenomeno del conflitto di interessi deve essere indicato in senso “atecnico rispetto alle trattazioni di diritto societario italiane”. La dottrina italiana, infatti, tenderebbe ad osservare il problema nelle forme riduttive in cui esso è espresso rispettivamente nell’art. 2391 c.c. (ipotesi in cui il soggetto agente è l’amministratore e l’interesse calpestato è quello della società) e nell’art. 2373 c.c. (fattispecie nella quale il soggetto agente è il socio, l’interesse calpestato è quello della società ed il contesto è l’assemblea sociale). Al contrario, un’indagine comparatistica permette di cogliere le molteplici implicazioni del fenomeno: in particolare, si evidenzia come la situazione di potenziale prevalenza degli interessi egoistici di un individuo dotato di potere decisionale su quelli dell’organizzazione sussista sia in capo agli amministratori (“*management problem*” di matrice angloamericana), rispetto al gruppo di controllo che li ha espressi, sia in capo a questo rispetto agli azionisti di minoranza (“*control problem*”, tipico del continente europeo). Cfr. L.ENRIQUES, *Il conflitto d’interessi degli amministratori di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2000, pp. 10 ss.; C.ANGELICI, *La tutela delle minoranze*, in AA.VV. , *Convegno di Studi tenutosi ad Alba il 21 novembre 1998, Dalla riforma Draghi alla riforma delle società non quotate*, in Soc., 1999, pp. 786 ss.

Va ulteriormente rilevata la posizione di B.R.CHEFFINS, *Company law: Theory, Structure and Operation*, Oxford University Press, 2000, p. 45 secondo il quale sarebbe irrealistico attendersi che colui che agisce per conto altrui e che non tragga da tale azione o complesso di azioni tutti i vantaggi ad esso afferenti, lo faccia in ossequio al più integerrimo spirito di abnegazione, con la conseguenza che egli sarà sempre tentato di anteporre il proprio interesse egoistico a quello della persona o

che tali soggetti antepongano il proprio interesse privato al mantenimento della loro posizione rispetto ad una decisione imparziale ed obbiettiva a tutela dell'interesse sociale alla massimizzazione dell'investimento azionario.

La “contendibilità del controllo” e la “tutela delle ragioni dell'investimento” vengono in questo modo a rappresentare i due poli del nutrito confronto sulla disciplina delle misure di difesa, che si è tenuto ed è tuttora in corso in dottrina ed in giurisprudenza²⁸³; e questa condizione di perdurante controversia, circa la valutazione positiva o meno delle difese, è dovuta alla mutevolezza del giudizio che si assegna al meccanismo delle offerte nella circolazione del controllo, in altri termini, è strettamente collegata al ruolo che ciascun ordinamento attribuisce all'OPA per quanto attiene alle regole di funzionamento delle imprese ed in generale del mercato²⁸⁴.

Volendo qui concentrarci sul primo orientamento (per il secondo si veda *infra* §3.2), la costante minaccia di un'OPA ostile ed il conseguente *market for corporate control* vengono considerati dagli interpreti ad esso aderenti quali mezzi eletti per il controllo sull'amministrazione delle società contendibili e, come tali, strumenti privilegiati per il raggiungimento di un'ottimale allocazione delle risorse economiche. Questo è proprio l'assunto alla base della cosiddetta “teoria disciplinare del mercato del controllo”²⁸⁵,

dell'organizzazione per conto della quale agisce; la presenza di *agency costs* verrebbe in questo modo a permeare e caratterizzare fortemente l'organizzazione societaria. L'A. alle pp. 123 ss. ne individua alcuni esempi particolarmente significativi: il fenomeno dello “*shirking*”, ossia dello scarso impegno profuso nella gestione della società (non necessariamente per ragioni di pigrizia, ma più frequentemente per la concomitanza con incarichi ricoperti altrove); il “*looting*” o la “*diversion*”, intesi non tanto nella forma di furto od appropriazione indebita ai danni della società, quanto piuttosto, in quella del prodigo utilizzo di risorse aziendali a vantaggio proprio; o, infine, l'ipotesi in cui la dipendenza del proprio consenso dall'esistenza della società gestita potrebbe indurre gli amministratori ad agire con eccessiva cautela, evitando di intraprendere operazioni rischiose, ma profittevoli, con evidente danno per gli azionisti.

²⁸³ Un dibattito che, come presumibile, ha avuto origine e si è sviluppato principalmente nella letteratura nordamericana.

²⁸⁴ Così E.DESANA, *op. cit.*, p.22 secondo la quale proprio da questo genere di ragionamenti deriverebbe l'atteggiamento di maggiore favore o di sfavore che i diversi ordinamenti hanno riservato ed oggi riservano ai dispositivi *antitakeover*.

²⁸⁵ Elaborata a partire dagli studi di H.G. MANNE, *Mergers and the market for corporate control*, in *73 Journ. Pol. Ec.*, 1965, p. 110ss. e *Id.*, *Some Theoretical Aspects of Share Voting. An Essay in Honour of Adolf A. Berle*, in *64 Col. law rev.*, 1964, p. 1427ss., nonché di R. MARRIS, *La teoria economica del capitalismo manageriale*, trad. it. Einaudi, Torino 1972 (l'originale è del 1964); fu successivamente sviluppata dalla cosiddetta “Scuola di Chicago”, fra i quali esponenti meritano in particolare menzione F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The Proper Role of a Target's Management*

secondo la quale una scalata non concordata, oltre ad avere il pregio di creare valore per gli azionisti delle società coinvolte, svolgerebbe un'importante funzione correttiva sul comportamento inefficiente degli amministratori di società ad azionariato diffuso, ottenendo, quale prezioso risultato, una riduzione della divergenza tra gli interessi di quest'ultimi e quelli degli azionisti-investitori.

Sotto il primo profilo, in un mercato tendenzialmente efficiente, una società mal gestita sarebbe inevitabilmente destinata ad essere bersaglio di un nuovo aspirante gruppo di comando, il quale, nella convinzione di poterla amministrare in maniera più efficace del precedente, sostituisca gli amministratori inefficienti e rivolga le sue prospettive di guadagno sulla differenza tra gli utili che prima dell'acquisto la società già produceva e le sue effettive potenzialità finalmente espresse da una gestione ottimale; ottenendo come risultato la possibilità di portare alla luce e mettere a disposizione degli azionisti le potenzialità non sfruttate della società bersaglio²⁸⁶. In quest'ottica, il prezzo che l'acquirente si dimostra disposto a corrispondere per le azioni della *target*, di regola superiore a quello di quotazione in quanto incorporante in sopraesposto "premio" offerto agli azionisti, verrebbe a giustificarsi alla luce della fiducia per l'aumento del loro valore collegato alla nuova gestione²⁸⁷.

in Responding to a Tender Offer, in 94, *Harvard Law Review*, 1981, p. 1161ss., e *Id.*, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge (MA)-Londra, 1991, p. 173ss.

²⁸⁶ In tal senso *ex multis* R.J. GILSON, *A Structural Approach to Corporations: The Case against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 *Stanford Law Review*, 1981, p. 819. Per la dottrina italiana si vedano E.DESANA, *op. cit.*, p.24; C.SALOMAO FILHO, M. STELLA RICHTER Jr., *op. cit.*, p. 135; M.TRONCOSO REIGADA, *op. cit.*, p.336 il quale seguendo il ragionamento di F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *op. cit.*, pp. 1161 ss. considera che se una gestione cattiva o scorretta si riflette nel prezzo (i.e. prezzo delle azioni) un terzo che "creda" che con un'altra gestione varrà molto di più, sarà incentivato a fare l'offerta, con conseguente duplice beneficio per gli azionisti della *target*: *ex-ante* in quanto in genere la semplice possibilità di un'offerta pubblica di acquisto disciplina gli amministratori e li "convince" ad essere onesti e diligenti, *ex-post* perché per convincere a vendere, l'offerente deve offrire un prezzo più elevato del prezzo di quotazione (che rispecchia il valore della società sotto la gestione corrente).

²⁸⁷ In questi termini F.H.EASTERBROOK, D.R.FISCHER, *op. loc. cit.*, p.185 i quali in base a questo ragionare assegnano all'OPA ostile la funzione di "test di mercato". Ci si riferisce al fatto che gli investitori non saranno disponibili a cedere le proprie azioni a meno che il corrispettivo non sia maggiore di quanto offerto dal mercato; allo stesso modo gli offerenti non avanzeranno tali offerte a meno che non ritengano di poter utilizzare il patrimonio dell'impresa sufficientemente bene da rendere vantaggioso il pagamento di un sovrapprezzo, fatto che comporta un aumento della produttività. Secondo H.G. MANNE, *op. cit.*, p. 1435 il conseguente successo dell'OPA eventualmente lanciata consentirebbe, così, il mutamento della politica aziendale della società

In questo modo le OPA ostili verrebbero a produrre “esternalità positive” per il sistema economico tutto: non soltanto permetterebbero a soggetti capaci di entrare in possesso di società altrimenti destinate ad essere gestite in maniera durevolmente inefficiente, ma la stessa possibilità di un loro possibile lancio dell’offerta godrebbe di un effetto intimidatorio che dovrebbe indurre gli amministratori a dirigere la società bene e nel migliore interesse degli azionisti²⁸⁸; la “spada di Damocle” dell’OPA ostile, infatti, spingerebbe questi ultimi a garantire agli azionisti una redditività tale da non indurli a ritirare il loro investimento mediante l’esercizio dell’ “*exil*”²⁸⁹.

acquisita, l’effetto del quale si tradurrebbe in un aumento di valore dei relativi titoli in misura maggiore rispetto al sovrapprezzo pagato agli aderenti all’offerta.

²⁸⁸ Così L.ENRIQUES, *Quale disciplina per le acquisizioni ostili? – Alcuni modelli teorici e la soluzione italiana*, in Merc. Conc. Reg., II, 1999, p. 179 il quale seguendo la prospettiva di H.G. MANNE, *op. cit.*, *passim* arriva a considerare che l’eventualità che venga lanciata un’OPA non concordata “è uno dei più potenti incentivi a una gestione efficiente da parte degli amministratori: questi sapendo che in caso di successo saranno sostituiti, tenderanno, *ex ante*, a gestire la società in modo efficiente, così da evitare che il prezzo di mercato delle azioni scenda fino al punto di rendere conveniente una scalata”. Le acquisizioni ostili avrebbero in questo senso “effetti benefici per il sistema economico”. Conforme a tale lettura G.FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in Riv. soc., 2000, pp.740 il quale considera le difese, nella loro funzione di sottrarre una società dal mercato del controllo, quali origini di un “problema sotto il profilo del monitoraggio degli amministratori della target”. *Cfr. ex multis* R. MARRIS, *op. cit.*, pp. 26, 38ss. e 61; T.JENKINSON, C.P. MAYER, *Hostile Takeovers. Defence, Attack and Corporate Governance*, Londra, 1994, p.13 ss.; J.FRANKS, C.P.MAYER, *Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure*, in Journal of Financial Economics, 40, 1996, pp. 163 ss.; molto tempo addietro A.MIGNOLI, *op. cit.*, p.3 secondo il quale l’OPA “è uno degli strumenti suscettibili di rianimare il mercato finanziario”, capace di stimolare i dirigenti della società (“che non possono adagiarsi o distrarsi su posizioni acquisite”) e di spingerli ad un’accresciuta attenzione verso gli azionisti troppo spesso dimenticati essa “restauro nella società una vera democrazia” favorendo “una politica attiva di dividendi ed un corso sostenuto del titolo.”

²⁸⁹ Si veda a riguardo quanto detto nel Cap.I §1.1

Nella sua analisi circa le possibili alternative per la soluzione del conflitto di interessi tra organo di gestione e società, F.REGALDO, *op. cit.*, p.36 giunge a considerare quella “normativa” come “insoddisfacente”. Essa può bensì tenere conto delle ipotesi di conflitto di interessi definibili quali “patologiche”, ma non consente di prevenire o reprimere la tipologia “fisiologica o strutturale” di cui qui si tratta; proprio perché presuppone delle “patologie dei rapporti societari”, non è adeguata alla realtà delle grandi società ad azionariato diffuso fra il pubblico dei risparmiatori; essa non è poi dotata di grande effettività: prima di poter concretamente sanzionare il conflitto, esso deve essere scoperto e tale individuazione “può risultare operazione non semplice, soprattutto nelle grandi imprese organizzate in forma di società per azioni” (inoltre lo stesso esperimento dell’azione di responsabilità risulterebbe comunque sottoposto a condizioni che lo rendono particolarmente oneroso); infine, la soluzione puramente normativa trascura che l’aporia non scaturisce tanto dai casi in cui “l’amministratore è un ladro”, bensì da quelli “*in limine*”: è molto più difficili distinguere tra un amministratore mediocre ed uno che agisca secondo “i dettami della *Business Judgement Rule*”, ed imporre al giudice di decidere su questi casi significa “chiedergli di cambiare mestiere ed assumere vesti che non gli sono proprie”. Secondo l’A. tre sono le relazioni fondamentali che

E proprio quest'ultima considerazione ci permette di comprendere appieno il secondo profilo della sopra citata "teoria disciplinare" del mercato del controllo.

Nelle società cosiddette ad azionariato diffuso l'ordinaria separazione fra proprietà e controllo e l'assenza di un socio di riferimento che possa esercitare una sorveglianza approfondita circa la condotta degli amministratori in carica fornisce a questi ultimi l'*escamotage* per emanciparsi dalle direttive degli azionisti e discostarsi da parametri di condotta efficienti. Non essendo generalmente essi proprietari del capitale di rischio investito nella società, non beneficiano degli stimoli ad un'efficiente gestione tipici del proprietario; gli amministratori sono pertanto liberi di perseguire strategie aziendali meno redditizie per gli azionisti, con la conseguenza di gravare quest'ultimi dei cosiddetti "*agency costs*"²⁹⁰ necessari per controllarne l'operato.

intercorrono tra l'individuo ed i gruppi organizzati: l' "*exit*" (cioè l'uscita da gruppo), la "*voice*" (cioè la permanenza all'interno dello stesso, ma manifestando il dissenso nei riguardi delle scelte compiute dagli organi di comando), ed infine la "*loyalty*" (cioè la lealtà o l'attaccamento al gruppo al quale si appartiene, "la misura con la quale i clienti-membri sono disposti a scambiare la certezza dell'*exit* con le incertezze nel miglioramento del prodotto deteriorato"). Precisamente la prima sarebbe secondo l'A. "il meccanismo più efficiente per regolare i rapporti tra i piccoli azionisti e le società quotate ad azionariato diffuso in cui essi hanno investito", laddove essi sono solitamente "in parte attenti ed in parte disattenti": i primi, fornendosi altrove, darebbero all'impresa un forte segnale che innescherebbe i tentativi da parte della stessa di recuperare le posizioni perdute; i secondi le fornirebbero la indispensabile quantità di tempo e denaro per sostenere i tentativi di miglioramento intrapresi. Come tale l'*exit* risulta poco costo, non richiede particolare preparazione e consente il rimpiego del capitale e per questo l'A. conclude nel senso che "sembra preferibile lasciare al mercato, guidato dagli investitori professionali, il difficile compito di decidere, anche attraverso l'OPA, se gli amministratori potevano fare di più e meglio di quanto non abbiano fatto". Cfr. A.O.HIRSCHMAN, *Exit, Voice and Loyalty. Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1970; F.BONELLI, *Conflitto di interessi nei gruppi di società*, in Gur. Comm., I, 1992, pp.224 ss.; P.MONTALENTI, *Conflitto di interesse nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in Giur. Comm., I, 1995, pp. 710 ss.

²⁹⁰ Secondo la definizione di B.R.CHEFFINS, *Company Law: Theory, Structure and Operation*, Clarendon Press, 1997, p.45 gli *agency costs* sono costituiti dal valore di *output* dissipato dalla condotta egoistica di colui che agisce per conto altrui, sommati a quelli in cui incorre, al fine di controllare tale soggetto, la persona o l'organizzazione nel cui interesse dovrebbe essere compiuta l'azione.

La teoria finanziaria dei costi di agenzia, di stampo neoclassico, prende le mosse dal punto di arrivo dell'analisi di A.BERLE, G.MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publisher, United States, 1932. *Ex multis* nello studio dei costi di agenzia applicati all'analisi del governo societario si vedano H.C.JENSEN, W.H.MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 Journal of Financial Economics, 1976, *passim*; E.FAMA, H.C.JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, in 26 Journal of Law and Economics, 1983, pp.301 ss.

Si vedano inoltre R.A.WALKLING, M.S.LONG, *Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance*, in The RAND Journal of Economics, 15, 1, 1984, pp. 54-68 secondo i quali la chiave

Tipicamente però gli azionisti-investitori manifestano uno spiccato disinteresse verso la gestione della società, dettato dal fatto che i costi della vigilanza sull'operato degli amministratori (*i.e.* sulla corretta esecuzione del “contratto sociale”) sarebbero nettamente superiori ai benefici che da questa gliene potrebbero derivare. Come tale, ciascuno di essi spera che la vigilanza venga svolta da qualcun altro e di conseguenza, secondo il classico *pattern* del *free-riding*, si raggiunge la condizione di stallo nella quale nessun azionista agisce per controllare la corretta esecuzione del contratto e gli amministratori, dal canto loro, proseguono indisturbati nel perseguire unicamente ciò da cui possano trarre beneficio. Difatti, solo i cosiddetti *insider* (*i.e.* *managers* o azionisti di riferimento) avrebbero la possibilità di compiere tale verifica con costi minori ed adeguati, data la quantità di informazioni dal carattere privilegiato di cui dispongono grazie alla posizione da loro ricoperta; questo richiederebbe tuttavia la loro disponibilità ad utilizzarle nel perseguimento dell’“interesse comune”.

Ed è proprio in questo contesto che si rileva come l'OPA ostile, agevolando il ricambio ai vertici della società (e rendendo pertanto più efficiente il mercato del controllo) rappresenti uno strumento essenziale, fors'anche il più importante, nella lotta contro il conflitto di interessi degli amministratori nei confronti degli azionisti²⁹¹. La presenza dei sopradetti costi di agenzia determinerebbe una diminuzione del valore dei titoli

per prevedere il comportamento degli amministratori della società *target* nei confronti di un'offerta pubblica di acquisto ostile dipende da come questa vada ad incidere sulla loro curva di utilità.

Per la dottrina italiana in argomento si vedano *ex multis* L.CAPRIO, *op. cit.*, pp.555 ss.; P.MONTALENTI, *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance. Studi in tema di società per azioni*, CEDAM, Padova, 1999, pp. 209 ss.; R.PARDOLESI, A.PORTOLANO, *op. cit.*, pp. 67 ss. spec. *sub* note 7 e 8; R.WEIGMANN, *Commento sub art. 106, in Testo Unico della Finanza*, Commentario (diretto da) G.F.CAMPOBASSO, UTET, Torino, 2002, p.910.

Per ulteriori riferimenti si veda inoltre *supra sub* nota 282.

²⁹¹ Letteralmente F.REGALDO, *op. cit.*, p.41 il quale riconosce quale “punto fermo” nella sua analisi il fatto che “l'OPA ostile agevolando il ricambio ai vertici della società e costituendo perciò una minaccia nei confronti degli amministratori inefficienti, spinge costoro ad agire nell'interesse degli azionisti e contribuisce ad attenuare il problema del conflitto di interessi dei primi nei confronti dei secondi”.

Conforme a tale lettura è L.ENRIQUES, *Il conflitto d'interessi degli amministratori di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2000, p. 25 secondo il quale quanto più i mercati dei prodotti, dei capitali, del controllo societario e dei servizi manageriali sono efficienti, “tanto più gli amministratori in conflitto di interessi che abusano dei propri poteri rischiano di subire sanzioni metagiuridiche ben più temibili di quelle previste dall'ordinamento: ad es., l'espulsione definitiva dal mercato del lavoro”.

della società e li collocherebbe molto al di sotto del loro valore patrimoniale²⁹², ne deriverebbe una accentuata convenienza nella relativa acquisizione mediante l'offerta di un sovrapprezzo agli azionisti, incentivante la vendita delle azioni ed incorporante una parte dell'incremento di valore atteso dalla nuova gestione della società.

Così la minaccia dell'OPA svolgerebbe un ruolo disciplinante sugli amministratori e sugli *insider*, costringendo i primi ad una gestione efficiente (per mantenere alti i prezzi dei titoli) ed i secondi ad un controllo approfondito a meno di non voler correre il rischio di un probabile ed imminente soppiantamento.

3.2 (Segue) le critiche alla visione “ottimistica” dell’OPA ed il ripensamento del problema

Al lato opposto di tale confronto si pongono invece coloro che, condividendo vedute meno rigidamente liberiste, mettono in discussione l'assunto della assoluta bontà delle scalate non concordate, partendo anche dall'analisi di quei dati empirici che molte volte hanno dimostrato come l'offerente non sia affatto mosso dall'auspicabile intento di ripristinare l'efficienza della gestione, bensì unicamente da quello di “smembrare” la società bersaglio²⁹³.

Parte della dottrina è così giunta ad opporre, alla teoria disciplinare, condizioni societarie *post*-OPA dalle quali non sia possibile desumere un miglioramento della gestione, o l'esistenza di una volontà in termini di recupero di efficienza (*i.e.* del valore inespresso) da parte dell'offerente. È stato osservato, infatti, che il fenomeno delle acquisizioni societarie verrebbe a caratterizzarsi quale “forma istituzionalizzata di speculazione finanziaria”, essendo ormai i *raiders* quasi unicamente connotabili come

²⁹² Così R. MARRIS, *op. cit.*, p. 31ss.

²⁹³ In tali termini E.DESANA, *op. cit.*, p.25. Per un chiara espressione di tale pensiero si veda *ex multis* M.LIPTON, *Takeover Bid's in the Target's Boardroom*, 35 *The Business Lawyer*, 1979, pp.101 ss. e *Id.*, *Takeover Bids in the Target's Boardroom: An Update After One Year*, 36 *The Business Lawyer*, 1981, pp. 1017 ss.

soggetti specializzati nelle scalate ostili “al mero fine di realizzare un profitto differenziale, di regola attraverso la rivendita della società acquisita”²⁹⁴.

A questa critica mirata a dipingere l’offerente come un predone, interessato solamente a saccheggiare la società *target* dei suoi *asset* e della sua ricchezza interna, può tuttavia opporsi il ragionamento in base al quale lo smembramento della società risulta una manovra necessaria, ed addirittura auspicabile, ogniqualvolta si sia proceduto all’acquisizione “di una conglomerata che ha ficcato le mani in così tanti progetti da non riuscire a gestirne nessuno in modo proficuo”²⁹⁵. Seguendo questa linea la “deconglomerazione” si presenta quale fonte di miglioramenti notevoli nella produttività dell’impresa, rappresentando, nel contempo, uno strumento efficace per eliminare dal mercato imprese inefficienti.²⁹⁶

²⁹⁴ Così P.MONTALENTI, *Il Leveraged Buyout*, Giuffrè, Milano, 1991, p.36

²⁹⁵ F.H.EASTERBROOK, D.R.FISCHEL, *L’economia delle società per azioni – Un’analisi strutturale*, trad. it., (a cura di) M.SCALIA, Giuffrè, Milano, 1996, p.203

²⁹⁶ *Ibidem*, pp. 204; 228-229 i quali al fine di corroborare la loro tesi si rifanno a risultanze empiriche secondo le quali i prezzi dei titoli a seguito di questo genere di operazioni, invece di crollare danneggiando gli investitori, salirebbero del 30% o più. Basandosi sul decennio 1977-1986, “chi aveva investito in società oggetto d’offerta realizzò una cifra pari a 346 miliardi di dollari, mentre chi aveva investito in società acquirenti realizzò guadagni addizionali nell’ordine dei miliardi”; e “tutto ciò senza considerare che nella misura in cui le offerte pubbliche d’acquisto svolgono una funzione di sorveglianza ovvero agevolano altre operazioni sul controllo societario, anche chi investe guadagna”.

Rileva in merito F.REGALDO, *op. cit.*, p.43 *sub* nota 94, seguendo il pensiero di C.BERGSTRÖM, P.HÖGFELDT, J.R.MACEY, P.SAMUELSSON, *The Regulation of Corporate Acquisitions. A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform*, Working Paper No.2/95, International Centre for Economic Research, Torino, 1995, come il cosiddetto “burst-up takeover”, ovvero l’acquisizione seguita dallo smembramento della società, “che suscita tanto allarme in certa dottrina, la quale ha addirittura foggato un interesse alla “stabilità dell’impresa” (il riferimento è a P.MONTALENTI, *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance. Studi in tema di società per azioni*, CEDAM, 1999, pp.216-219) è in realtà spiegabile in due righe”: “change in competitive pressure, often generated by technological innovations, can alter the way that assets should be combined”.

Conforme a questa lettura è anche A.PORTOLANO, *Un’analisi economica della “passivity rule” nel Testo unico della finanza*, in *Merc. Conc. Regole*, 2000, pp. 63 ss. *spec. sub* nota 61 secondo il quale la critica del *burst-up* in genere manca di qualsiasi riferimento ad un giudizio negativo: non solo non si dice che esso sia inefficiente, ma non si dice neppure che è scorretto, iniquo o quant’altro, quasi che il giudizio negativo sia *in re ipsa*, nella mera circostanza che all’acquisizione segua la frammentazione della società. In mercati efficienti, secondo l’A., è il presupposto stesso che tali letture critiche vedono alla base di tale genere di *takeover* ad essere revocabile in dubbio. Se il mercato è efficiente il prezzo rispecchia il valore “reale” valore della società. La circostanza che l’acquirente riesca a lucrare dalla vendita di singoli beni implica semplicemente che la combinazione di beni tenuta in piedi dagli amministratori del bersaglio è inefficiente. In una simile prospettiva, allora, “il *burst-up* del bersaglio svolge una funzione positiva, consentendo, attraverso

Nell'ottica di sconfiggere la sopraesposta fiducia nelle OPA ostili, una seconda critica a tale teoria viene rivolta prendendo quale riferimento la "vera" giustificazione alla base del maggior prezzo offerto dall'offerente, il quale si giustificerebbe, non già con la prospettiva o la capacità di poter realizzare una gestione più efficiente, bensì con le prospettive di guadagno offerte dalla possibile speculazione sugli asset della società²⁹⁷. A ciò si aggiunge la posizione di parte della dottrina, la quale ritiene che l'origine del premio corrisposto agli oblati sia da rintracciare nella circostanza che la quotazione dei titoli, all'epoca dell'offerta, sia sottostimata in rapporto agli *assets* ed al valore "reale" della società bersaglio²⁹⁸.

Ciò che tale dottrina vuole minare è il presupposto stesso su cui la teoria disciplinare del mercato del controllo si fonda, rappresentato dalla circostanza secondo cui le quotazioni di borsa rifletterebbero fedelmente, in un dato momento, le informazioni sulla società cui si riferiscono i titoli e attualizzerebbero le prospettive di reddito della stessa (la cosiddetta *Efficient Capital Market Hypothesis*²⁹⁹). Si è così giunti a sostenere che il listino di borsa si limiterebbe a registrare, in un dato momento, gli scambi tra domanda ed offerta in ragione dei quantitativi disponibili sul mercato, sicché non esisterebbe, in ogni istante, un prezzo uniforme del titolo che incorpori tutte le informazioni diffuse sul mercato³⁰⁰; con la conseguenza che l'OPA ostile verrebbe a connotarsi quale "fallimento del mercato", spiegando il fenomeno per il quale

la frammentazione della società, un recupero di efficienza. Conclude l'A. che anche ad ammettere che il mercato non sia pienamente efficiente "non può automaticamente escludersi il *burst-up* sia generato dall'eccessivo "attaccamento" degli amministratori a determinati cespiti e sia perciò efficiente".

²⁹⁷ In tali termini si veda G. CARCANO, *O.P.A. ostili e acquisto "difensivo" di azioni proprie negli Stati Uniti*, in Riv. soc., 1998, p. 1241 secondo cui "tali operazioni trovavano la loro motivazione nella disparità che l'offerente ritiene sussistere tra il presumibile valore di liquidazione dei singoli cespiti aziendali e il valore di mercato delle azioni della società".

²⁹⁸ In merito *ex multis* A.DE BLASIO, *La legge italiana sulle O.P.A. e le normative europee ed Usa*, Giuffrè, Milano, 1994, p.17 spec. *sub* note 9 e 10; A.MIGNOLI, *Regolamentazione delle offerte pubbliche di acquisto e difesa delle società dalle scalate*, in *Compravendite internazionali di partecipazioni societarie*, Giuffrè, Milano, 1990, pp.83 ss.

²⁹⁹ Si vedano a riguardo gli autori *sub* nota 285

³⁰⁰ Così L.A. STOUT, *Are Takeover Premiums Really Premiums? Market Price, Fair Value, and Corporate Law*, in *The Yale Law Journal*, 1990, 99, 1245ss.

l'offerente corrisponde agli azionisti della società *target* un premio sul valore di mercato dei titoli con l'inefficienza dei mercati azionari di stabilire i prezzi "giusti".³⁰¹

Ma per, quantomeno, incrinare (se non confutare del tutto) le obiezioni appena esposte basti qui citare il pensiero di quella dottrina secondo cui vi sarebbero "fondamenti logici per dubitare che le scorriere sui mercati siano davvero un problema. Il principale è che, se il prezzo di mercato non riflette in maniera completa il valore dell'impresa, gli amministratori, di fronte all'offerta di acquisto, possono rivelare le notizie in base alle quali l'offerente è venuto allo scoperto. Gli investitori possono trarne una loro valutazione"³⁰².

Partendo dall'acclarato presupposto secondo il quale la difesa migliore contro le scalate non concordate sia il prezzo elevato dei titoli e che frequentemente, al fine di formare

³⁰¹Ci si riferisce a L. LOWENSTEIN, *Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation*, in *Columbia Law Review*, 1983, p. 258ss. secondo il quale il listino scunterebbe tendenzialmente il "valore patrimoniale delle aziende", tanto che l'OPA nascerebbe dal divario tra le quotazioni e la sostanza economica: l'OPA, in particolare, risulterebbe conveniente in tutte quelle ipotesi in cui tale divario risulti accentuato e l'acquisizione della società appaia funzionale alla successiva cessione di asset il cui valore è complessivamente superiore al corrispettivo pagato per l'offerta.

In relazione a tale presupposto R. WEIGMANN, *op. cit.*, p.340 afferma che i prezzi di listino dei titoli corrisponderebbero alla loro valutazione unitaria e non già alla valutazione di un pacchetto di controllo: valutazione che, in quest'ultimo caso, incorporerebbe un valore aggiunto rappresentato dalla possibilità di nominare gli amministratori, decidere l'ammontare dei dividendi, determinare le scelte aziendali e, quindi, l'esposizione dell'investimento al rischio.

Conforme a tale lettura è inoltre F.M.MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e scambio*, Giappichelli, Torino, 2014, p.93 il quale rileva che se il mercato dei capitali non è sempre efficiente, "il prezzo di mercato potrebbe non riflettere le prospettive di medio-lungo periodo della società e potrebbe "sottovalutare" le azioni. Pertanto, il maggior prezzo offerto per ottenere il controllo, "potrebbe non derivare da ricuperi di efficienza derivanti da sinergie e potrebbe essere nell'interesse degli stessi azionisti sul medio-lungo periodo che l'opa fallisca". Pertanto, conclude l'A., "se non si aderisce alla teoria del mercato dei capitali efficiente, è più agevole ammettere che gli amministratori della società bersaglio possano ostacolare l'offerta, qualora riconoscano che il suo successo possa danneggiare la società".

³⁰² F.H.EASTERBROOK, D.R.FISCHEL, *op. cit.*, pp.228 ss. i quali, come è loro solito, corroborano la veridicità delle loro argomentazioni con evidenze empiriche secondo le quali "se gli offerenti sfruttando di solito le occasioni prima che il mercato rifletta i valori reali, ciò implica che, quando le società oggetto dell'offerta la respingono, i titoli dovrebbero superiori a quanto offerto dall'offerente (cioè dovrebbe venire alla luce il valore reale). Ciò non avviene; tutti i guadagni scompaiono nel giro di due anni, se l'impresa non viene acquisita da qualche altro offerente". Così pure per converso "l'ipotesi secondo la quale gli offerenti sarebbero "predatori" o "sfruttatori", a spese degli investitori di cui non acquistano le azioni, implica che quelle azioni calino rispetto al loro prezzo antecedente l'offerta di acquisto. Ciò non avviene; al contrario le quotazioni delle azioni lasciate agli investitori dopo un'acquisizione salgono circa del 30%".

questo prezzo, i mercati tengano conto soltanto del breve e medio periodo, è stato osservato come lo stesso rischio di divenire *target* di un'OPA ostile, lungi dallo svolgere una funzione disciplinare, potrebbe indurre gli amministratori ad adottare una strategia di cosiddetto “*short-termism*”, ed a muoversi in un'ottica “miope” che privilegi una politica di alti dividendi ed utili a breve (al fine di gonfiare il prezzo dei titoli delle loro imprese) a sacrificio degli investimenti di lunga durata, capaci invece di incrementare il valore complessivo della società³⁰³.

Tuttavia, come fatto in precedenza, anche in questo caso basti al proposito constatare che “se un dato investitore attribuisce un valore troppo alto al presente e troppo basso al futuro, qualcun altro può ricavare un mucchio di soldi acquistando i suoi titoli ad un prezzo conveniente”. È del resto più logico pensare che, piuttosto che un aumento nella pressione concorrenziale, ciò che faccia realmente venir meno gli stimoli all'innovazione siano proprio l'adozione di sistemi anti-scalata, così come qualsiasi altro evento che rafforzi le possibilità di *entrenchment* e la sicurezza del controllo³⁰⁴.

³⁰³ Così E.DESANA, *op. cit.*, p.26; per l'espressione di tale teorie in dottrina si vedano *ex multis* J.STEIN, *Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behaviour*, in 661 Quarterly Journal of Economics, 1989, *passim*; W.PROXMIRE, *Introduction: What's Right and Wrong about Hostile Takeovers?*, in Wisconsin Law Review, 1988, pp.354 ss.; J.CHARKMAN, *Corporate governance and the market for companies: aspects of the shareholder's role*, in Bank of England Discussion Paper, Bank of England, Londra, 1989, pp.12 ss.; A.MITCHELL, P.SIKKA, *Corporate Governance Matters*, Discussion Paper n°24, The Fabian Society, Londra, 1996, *passim*; J.E.PARKINSON, *Corporate Power and Responsibility. Issues in the Theory of Company Law*, Clarendon Press, Oxford, 1993, pp.146 ss.

Per la dottrina italiana si veda G.LA MALFA, *Indagine conoscitiva sull'attuazione del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura della VI Commissione – Finanze – Camera dei deputati, seduta del 4 dicembre 2001, p.53; F.REGALDO, *op. cit.*, p.49 e spec. *sub* nota 111 il quale, riprendendo l'analisi fatta da B.R.CHEFFINS, *Trust, Loyalty and Cooperation in the Business Community: Is Regulation Required?*, in B.A.K RIDER, *The Realm of Company Law*, Kluwer Law International, Londra-L'Aia-Boston, 1998, p.80, critica coloro che ritengono che la ricetta che porta al successo del sistema produttivo sia fatta di “*a sense of trust, loyalty and long-term commitment*” in quanto probabilmente obliterano che “*flexibility, creativity, and the capacity to innovate may be more important ingredients for success than trust, loyalty and co-operative ethos*”.

³⁰⁴ Così F.H.EASTERBROOK, D.R.FISCHEL, *op. cit.*, pp.211,233 che smentiscono le illazioni di miopia dei mercati argomentando che: “le imprese che annunciano la costruzione di nuovi impianti aumentano di valore. Maggiori spese di ricerca e sviluppo aumentano il prezzo dei titoli di un'impresa, anche se comportano una riduzione degli utili correnti. Le imprese acquisite si trovano al di sotto, piuttosto che al di sopra, della media del loro settore industriale per quanto riguarda le spese di ricerca e sviluppo. Le imprese riducono i loro investimenti in ricerca e sviluppo dopo aver adottato sistemi anti-scalata”.

L'unica vera critica capace di fare in parte breccia nella teoria disciplinare è anche quella che ne colpisce l'aspetto più vulnerabile, riferendoci con questo alla considerazione avanzata da parte della dottrina secondo la quale la sopra esposta teoria trascurerebbe di considerare che le misure di difesa consentirebbero alla *target* di avviare un processo di negoziazione con l'offerente a tutela delle ragioni dell'investimento, per questa via aumentando *ex ante* la convenienza attesa dell'investimento in azioni e con essa l'efficienza del mercato azionario e la contendibilità delle società. Indicando quello della protezione dalla coazione a vendere quale unico obiettivo da tenere presente nell'approntamento e nella giustificazione delle tecniche difensive stesse, permettere agli amministratori una libertà di manovra fornisce alla società bersaglio un potere idoneo a contrattare un premio più alto per la cessione del controllo, anche alla luce del noto dilemma del prigioniero³⁰⁵.

Tra gli autori di questa critica si incrina la cieca fiducia nel "mercato azionario efficiente"³⁰⁶ che rispecchierebbe sempre i reali valori delle società, ed allora si ipotizzano circostanze in cui ai soci venga offerto un corrispettivo non adeguato al valore delle loro azioni, e che al contempo essi non siano in grado di apprezzare tale sottovalutazione³⁰⁷. Sarebbero allora da ammettere limitati poteri in capo agli amministratori volti a consigliare i soci e soprattutto a dilazionare il perfezionamento dell'operazione, al fine di avere la possibilità di stimolare offerte concorrenti sul mercato, che elevino il prezzo pagato agli azionisti per le loro azioni³⁰⁸.

³⁰⁵ In tali termini E.ROSATI, *La nuova disciplina delle tecniche di difesa nelle opa ostili*, in Soc., 5, 2009, p.568

³⁰⁶ Sulla inaffidabilità della "Efficient Market Hypothesis" si vedano J.GORDON, L.KORNHAUSER, *Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research*, in 60 N.Y.U. Law Review, 1985, pp.761 ss.; R.KRAAKMAN, *Taking Discounts Seriously: The Implication of "Discounted" Share Prices as an Acquisition Motive*, in 88 Columbia Law Review, pp.891 ss.

³⁰⁷ In particolare si veda L.A.BEBCHUK, *The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy*, in Knights Raiders & Targets. The Impact of Hostile Takeovers, (a cura di) J.COFFEE, L.LOWENSTEIN, S. Rose-Ackerman eds., New York-Oxford, 1988, pp.371 ss.

³⁰⁸ Così letteralmente la disamina di SALOMAO FILHO, M. STELLA RICHTER Jr., *op. cit.*, p. 137. Per la dottrina di riferimento in materia si vedano L.A.BEBCHUK, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, in 95 Harvard Law Review, 1982, pp.1082 ss.; *Id.*, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension*, in 35 Stanford Law Review, 1982, pp.23 ss.; R.J. GILSON, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 Stanford Law Review, 1981, pp. 819 ss.; *Id.*, *The Case Against Shark Repellents Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept*, in 34 Standard Law Review, 1982,

In conclusione, seppur non si ritenga di condividerle appieno³⁰⁹, la bontà delle critiche fin qui esposte è sicuramente quella di mettere in discussione una visione dell'OPA che rischiava di assumere una deriva eccessivamente ottimistica. Ciò permette un ripensamento ed una diversa impostazione del problema: ammesso che l'acquisizione ostile può, in alcuni casi, rivelarsi poco conveniente per la società ed i suoi azionisti,

pp.775 ss.; *Id.*, *Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense*, in 35 Stanford Law Review, 1983, pp.51 ss.

In particolare in P.CRAMPION, A.SCHWARTZ, *Using Auction Theory to Inform Takeover Regulation*, in 7 Journal of Law, Economics & Organizations, p.27 ss. ritengono che favorire (anche legislativamente) "l'asta" sia auspicabile, e perfettamente coerente anche in una visione di rigorosa analisi economica del diritto, perché consentirebbe di far acquistare il controllo della società a colui che è in grado di pagare il premio maggiore, cioè a colui che meglio sappia sfruttare le potenzialità della società (altrimenti non si giustificerebbe la possibilità di pagare un prezzo più alto). In sintesi l'asta costituirebbe un mezzo per ottimizzare la distribuzione (i.e. l'allocazione) delle risorse.

Contra va per completezza rilevato come anche in questo caso tali critiche non siano andate esenti da obiezioni di senso opposto. Portavoce italiano di tale linea di pensiero è F.REGALDO, *op. cit.*, p.53 il quale svolge la sua analisi partendo dal lavoro di F.H.EASTERBROOK, D.R.FISCHEL, *op. cit.*, p.213 ss. Secondo l'A. gli investitori di una *public company* possono rappresentare tutto tranne che un "singolo proprietario", per via della loro dispersione e disorganizzazione, ed inoltre non sono neppure "proprietari di un oggetto d'arte" ma di un numero indifferenziato di beni infungibili chiamati azioni, il cui valore viene determinato dalla diuturna interazione fra la domanda e l'offerta di quelle azioni da parte di milioni di soggetti come lui. Rilevano F.H.EASTERBROOK e D.R.FISCHEL che "una differenza fondamentale tra i mercati dell'arte e quelli delle società di capitali è la diffusione degli investimenti, la quale rende il controllo da parte di ciascun investitore impraticabile e più difficile ancora il licenziamento dell'amministratore [...]. Il criterio del singolo proprietario trascura le differenze tra i mercati e mette in ombra gli adattamenti che queste hanno provocato. Le offerte pubbliche di acquisto sorgono al di fuori dei costi di delega che l'amministrazione comporta; non possiamo comprendere le offerte se escludiamo dall'analisi questi costi e gli istituti che vi presiedono", concludendo che dal punto di vista empirico "ogni sistema che riconosca agli amministratori il potere di ritardare o prevenire un'acquisizione peggiora la condizione degli azionisti".

Conforme a tale lettura anche R.A.POSNER, *Economic Analysis of Law*, Aspen Publishers, 2011, pp.411 ss. secondo il quale svolgendo tale analisi si deve sempre tener presente che il *market for corporate control* non è un mercato "ordinario", essendo inficiato dal conflitto di interessi che caratterizza gli amministratori, per via del loro "*firm-specific human capital*" e del fatto che la riuscita dell'operazione è quasi necessariamente collegata alla perdita del loro posto di lavoro".

³⁰⁹ Si condivide qui invece la posizione espressa da F.REGALDO, *op. cit.*, p.55 in base alla quale sebbene si convenga sulle cautele, espresse da parte della dottrina, nella formulazione di una valutazione del fenomeno delle OPA e dei tratti che le caratterizzano e sul fatto che non sia opportuno "derivare troppo fiduciosamente le conseguenze normative da un'unica ipotesi di spiegazione" (R.WEIGMANN, *op. cit.*, pp.344 ss.), ci sembra che, alla luce delle considerazioni fin qui svolte, le vicende dell'OPA anche e soprattutto di quella ostile siano da giudicare in modo complessivamente positivo. Giudizio condiviso *ex multis* da R.PARDOLESI, A.PORTOLANO, *op. cit.*, pp. 69 e 97ss.

appare talvolta legittima una reazione del management ed un conseguente riconoscimento di liceità di alcune tattiche antiscalata.

L'idea è che l'adozione di strumenti *antitakeover* non possa essere stigmatizzata *a priori*, potendosi considerare “da condannare” soltanto quelli che si traducano in operazioni dannose per la società bersaglio ed i suoi azionisti³¹⁰. Questa impostazione tuttavia sposta il dibattito sul *discrimen* fra offerte “vantaggiose” e dunque auspicabili e offerte “predatorie” da respingersi; dibattito che rischia di arenarsi nel tentativo di identificare in astratto i criteri in base ai quali distinguere le “Opa buone” dalle “Opa cattive”³¹¹.

È più proficuo allora, ai fini della nostra analisi, spostare l'interrogativo sull'opportunità dell'adozione di tecniche di difesa all'individuazione dell'organo competente alla loro adozione ed alla ricerca di limiti espliciti o impliciti ad esse.

³¹⁰ Una valutazione caso per caso delle singole tecniche di difesa è suggerita *ex multis* da J.C.COFFEE, *Regulating the Market for Corporate Control*, in 84 *Columbia Law Review*, 1984, pp.1145 ss.; L.LOWENSTEIN, *Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation*, in 83 *Columbia Law Review*, 1983, pp.249 ss.

³¹¹ Così letteralmente E.DESANA, *op. cit.*, p.28 secondo la quale per comprendere la difficoltà di una ricognizione sul punto è sufficiente considerare i diversi riflessi che un'OPA “predatoria” lanciata ad un prezzo superiore a quello di mercato può presentare da un lato per gli azionisti che intendono uscire dalla società e dall'altra per i dipendenti che rischiano di perdere il posto di lavoro. Continua l'A. indicando che la questione non apparirebbe più agevole nemmeno se si assumesse che sia “buona” solo l'OPA che non contrasta con l'interesse sociale, ricadendosi in uno dei temi più dibattuti del diritto societario e dovendosi verificare come tale concetto veda interpretato in relazione alla disciplina dell'OPA, fra istanze di massimizzazione del cosiddetto *shareholder value* e suggestioni istituzionalistiche.

3.3 L'evoluzione della regolamentazione della *Breakthrough rule* e della *Passivity rule* nel modello italiano

Prima di poter addivenire all'approfondimento dell'analisi del modello adottato nell'ordinamento italiano in tema di tecniche di difesa, occorrerà dare conto della disciplina precedentemente in vigore sul punto e delle ragioni economico-giuridiche che hanno portato alla sua abrogazione ed alle numerose modifiche susseguites nel corso degli anni, fino alla definizione della normativa attualmente vigente.

3.3.1 La passività assoluta e l'assenza di una specifica disciplina delle misure preventive nella l. 18 febbraio 1992, n.149

Il punto di partenza di quello che è stato definito un "percorso normativo in più tappe"³¹² circa la regolamentazione delle misure difensive nel nostro ordinamento è sicuramente la l. 18 febbraio 1992, n.149, indicata anche in precedenza quale vera origine legislativa del fenomeno OPA in Italia³¹³ (si veda *supra* Cap. I §1.1).

Per come allora formulata la disciplina prevedeva, al comma 2 dell'art.16, che dopo la pubblicazione del prospetto informativo e per tutta la durata dell'offerta fosse fatto divieto alla società bersaglio di deliberare modificazioni dell'atto costitutivo e dello

³¹² Così S.CAPPIELLO, *op. cit.*, p.231

³¹³ Unici precedenti significativi, seppur con incisività limitata, possono essere considerati il codice di comportamento adottato nel 1971 dal comitato direttivo degli agenti di cambio della Borsa di Milano (per cui in Riv. soc., 1971, p.1169) del quale la qui esposta legge ripropone alcuni spunti e limitazioni (si veda l'art.25 di tale codice), e la legge 7 giugno 1974, n.216. Per una analitica disamina di tutte le proposte legislative dal 1971 al 1992 si veda *ex multis* F.VELLA, *Commento sub art.16*, in AA.VV., *Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli*, Commentario a cura di R.COSTI, in Nuove Leggi Civ. Comm., CEDAM, Padova, 1997, p.340 il quale esprimendosi sull'eredità raccolta dalla disciplina in analisi evidenzia come "obbiettivo del legislatore era probabilmente quello di evitare interventi sul capitale, o sulla struttura della società (la trasformazione e la fusione) volti a neutralizzare opa aggressive, obbiettivo che però si è tradotto in un divieto generale la cui portata appare eccessiva.

statuto; rivolgendosi tale inibizione tanto alle delibere assembleari, quanto a quelle del consiglio di amministrazione che fosse stato delegato dall'assemblea, e ciò anche qualora la delega fosse stata rilasciata prima del lancio dell'offerta³¹⁴. Sempre in tal senso, il comma 4 del predetto articolo imponeva agli amministratori della società, le cui azioni erano oggetto di OPA, una piena astensione dal compiere operazioni che potessero modificare in maniera significativa l'attivo o il passivo della società o che li inducessero ad assumere impegni senza contropartita. Tali limitazioni erano infine rafforzate dal disposto dell'art.27, comma 4, di tale legge che imponeva all'offerente ed all'emittente il divieto assoluto di svolgere contrattazioni sui titoli oggetto dell'offerta, e da un'incisiva sanzione di nullità degli atti rivolta a qualsiasi operazione compiuta in violazione di tali divieti³¹⁵.

La regola circa le misure difensive, di stampo “vagamente integralistico”³¹⁶, si traduceva in questo modo in un assoluto ed inderogabile principio di passività assoluta; perciò in un tale contesto, le uniche attività di disturbo nei confronti dell'offerente potevano essere rintracciate nelle cosiddette “*factual defenses*”³¹⁷, con ciò riferendosi al comunicato

³¹⁴ Va inoltre in merito evidenziato come, in guisa di ulteriore limite imposto, la norma non aveva previsto alcun potere di autorizzare il ricorso a misure difensive in capo alla CONSOB, come, invece, previsto dall'art.7 della stessa legge con riferimento però alla diversa ipotesi del comportamento della società emittente in pendenza di un'offerta pubblica di sottoscrizione e vendita, la quale in relazione a questo caso stabiliva: “[d]urante la pendenza dell'offerta di sottoscrizione, la società emittente e le sue controllate non possono compiere atti comunque idonei a modificare la consistenza del proprio capitale e del proprio patrimonio. La società i cui titoli formano oggetto dell'offerta e le sue controllate devono astenersi dal compiere tali atti durante l'offerta di vendita promossa da terzi. Tuttavia, al fine di garantire la tutela del patrimonio sociale, la CONSOB può autorizzare, secondo i criteri previsti dal regolamento di cui all'art. 5, il compimento degli atti di cui al presente comma [...]”; Cfr. WEIGMANN, *op. cit.*, p.441; P.MONTALENTI, *La legge italiana sulle offerte pubbliche di acquisto: prime riflessioni*, in *Giur. Comm.*, 1992, I, p.872.

³¹⁵ In tal senso *ex multis* L.G.PICONE, *op. cit.*, pp.123-124; G.FALCONE, G.ROTONDO, L.SCIPIONE, *op. cit.*, p.26 secondo i quali “si trattava [...] di notevoli limitazioni che in tal modo finivano per bloccare la gestione della società *target* e rendere estremamente difficoltoso qualsiasi tentativo di opporre una “difesa” alle offerte “ostili”.

³¹⁶ In tal senso P.DE GIOIA-CARABELLESE, *Commento sub artt. 104 e 104-bis*, in AA.VV., *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, (a cura di) G. FAUCEGLIA, Giappichelli, Torino, 2010, p. 62 il quale si rifà a quanto espresso da F.VELLA, *Commento sub art. 104*, in *Testo Unico della Finanza*, Commentario (diretto da) G.F.CAMPOBASSO, UTET, Torino, 2002, p.887 nel quale si sottolinea che “il previgente art.16 della l.18-2-1992, n.149 stabiliva una condizione di passività assoluta per la società al centro dell'offerta, alla quale era di fatto impedita qualsiasi possibilità di adottare misure difensive nei confronti di acquirenti non graditi”.

³¹⁷ Rileva F.REGALDO, *op. cit.*, p.117 quanto le conseguenze di queste disposizioni sulla possibilità di adottare tecniche difensive fosse pesante, tanto è che “non risultava così possibile l'aumento di capitale semplice né l'emissione di obbligazioni convertibili [...] risultava altresì impossibile

con cui la società emittente, successivamente alla pubblicazione dell'offerta, poteva fornire ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e la propria valutazione al riguardo (si veda più approfonditamente *supra* Cap.I §1.3), ovvero alle eventuali iniziative giudiziali assunte dalla società emittente con lo scopo di creare un clima di contro-ostilità.

Risulta da ciò chiaro come tale disposizione normativa evidenziasse una precisa scelta del legislatore, nel senso di assecondare i processi di “ricambio” degli assetti proprietari, riconducibile al *favor* nei confronti di chi intendesse acquisire, attraverso la procedura dell'offerta pubblica, il controllo di una società quotata³¹⁸.

Una scelta che, nella vigenza della l. 149 del 1992, era stata oggetto di numerose critiche da parte della dottrina sotto il duplice profilo della scelta di *policy* e della tecnica legislativa³¹⁹.

l'adozione di una delibera di fusione ovvero di scissione, con lo scopo di modificare gli assetti azionari”; vietando poi il compimento di atti straordinari di gestione e la contrattazione sui titoli oggetto di offerta pubblica, i risultati consistevano, *in primis*, nel divieto di acquisto di proprie azioni ovvero obbligazioni convertibili, e poi nell'inibizione della rivendita delle azioni proprie possedute in portafoglio (con la conseguente impossibilità di riattivare l'esercizio di voto che restava sospeso finché il titolo si trovava nelle mani dell'emittente) e nell'illegittimità di svariate tecniche difensive (la cosiddetta “vendita dei gioielli della corona”, le acquisizioni problematiche sotto il profilo dell'*antitrust*, la concessione o l'assunzione di prestiti di rilevante ammontare, la concessione di *lock-ups*). Si veda in tal senso pure C. MOSCA, *Commento sub art. 104*, in La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Commentario (diretto da) P.MARCHETTI e L.A. BIANCHI, Giuffrè, Milano, 1999, pp. 267 e 270 ss. secondo la quale l'unica tecnica difensiva consentita alla società *target* era rappresentata dalla possibilità di diffondere il comunicato ai sensi dell'art.27, comma 3 della stessa legge; rileva nondimeno l'A. come, nonostante l'ampia formulazione della legge 149 del 1992, essa non riuscisse comunque a colpire alcune tecniche difensive, sicuramente maggiormente “indirette” ma non per questo meno efficaci, quali il ricorso ad azioni giudiziali di disturbo, la ricerca di *white knights* e, soprattutto, la possibilità di stipulare sindacati di voto.

Infine conforme a tale lettura risulta anche R.WEIGMANN, *op. cit.*, p.579 secondo il quale vietando gli aumenti di capitale e le emissioni di obbligazioni convertibili “[s]i toglie alla società obiettivo quella che [...] costituisce la più formidabile arma di difesa”. Cfr. E.DESANA, *Commento sub art.104*, in AA.VV., La legge Draghi e le società quotate in borsa, (diretto da) G.COTTINO, UTET, Torino, 1999, p.25 spec. *sub* nota 11

³¹⁸ Così F.CHIAPPETTA, *Commento sub art. 104 TUF*, in AA.VV., Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, (a cura di) G.ALPA – F.CAPRIGLIONE, CEDAM, Padova, 1998, II, p.968

³¹⁹ Le critiche erano pressoché tutte originate dalla considerazione che la norma in esame costringesse la società *target* ad un assoluto immobilismo (“ingessamento” per E.DESANA, *op. ult. cit.*, p.25) per tutto il periodo dell'offerta, indipendentemente dalla bontà dell'offerta stessa. In tal senso *ex multis* R.WEIGMANN, *op. cit.*, pp.323 ss.; L.BARBIERA, *Riflessi della legge sulle offerte*

Per ciò che attiene al primo di tali profili, un punto considerato sicuramente controverso in ordine alla scelta di una disciplina che chiaramente privilegi l'offerente, ispirandosi ad una visione del *market for corporate control* che sembri voler tradurre nel nostro ordinamento le esperienze e la visione delle teorie rivolte alla funzione disciplinare di tale mercato, risulta il suo perseguimento nonostante i risultati da queste derivanti fossero al centro di una profonda revisione critica già al momento dell'adozione della norma in analisi. La dottrina aveva in merito rilevato come il sostanziale "ingessamento" imposto a tutti gli organi della società apparisse ben poco giustificato, ed in parte anacronistico, alla luce dei recenti studi economici e dei risultati di alcune indagini empiriche che avevano messo in dubbio il postulato della funzione disciplinare dell'OPA ostile, inducendo ad un nuovo importante bilanciamento di posizioni la stessa letteratura posta all'origine di tali teorie³²⁰ (per un'analisi più approfondita in argomento si veda *supra* Cap.III §3.2).

pubbliche aventi ad oggetto valori mobiliari sulla libertà contrattuale dei soggetti interessati alle offerte e sull'autonomia statutaria delle s.p.a. quotate nei mercati regolamentati, in Banca, borsa, tit. cred., 1995, I, p.577; A.TRON, *La legge n. 149/1992 e le strategie "antiscalata": un'analisi comparata della regolamentazione attuale*, in AA.VV., *Il diritto del mercato mobiliare*, (a cura di) C.RABITTI BEDOGNI, Giuffrè, Milano, 1997, p.247; M.LISANTI, *Le difese contro l'OPA in Italia, Gran Bretagna e Stati Uniti*, in Amministrazione e politica, 1995, p.161 secondo il quale la legge in questione appariva troppo sbilanciata a favore dell'offerente, di fatto congelando la posizione della società bersaglio nel corso dell'offerta, e impedendo per tale via il ricorso ai più tipici mezzi di difesa *amplius* in F.VELLA, *op. loc. cit.*, p.340 ss.

Va tuttavia rilevato come al momento della sua adozione tale normativa fu accettata nella sostanza dagli operatori del mercato che non sembrarono individuarci un *vulnus* alla loro libertà; testimone di tale atteggiamento è A.PORTOLANO, *op. cit.*, p.70 secondo il quale questo atteggiamento fu dettato una conseguenza della rilevanza quasi esclusivamente teorica, in quel momento storico, della minaccia di un'offerta ostile, ricorda, infatti, l'A. che "...una ampia fetta del tessuto economico era ancora nelle mani dello Stato. Sia che l'intervento pubblico prendesse le forme dell'ente pubblico economico, esente già *de jure* dalla minaccia di un *takeover*, sia che prendesse le forme della società per azioni in mano pubblica, allo stesso modo esente, sia pure solo *de facto*, da tale minaccia, la possibilità di un'acquisizione ostile era puramente teorica" e quanto, invece, al settore privato, "lo scenario era dominato da società il cui controllo era fermamente nelle mani di un gruppo di controllo stabile, sostanzialmente non scalabili".

³²⁰ Tale dottrina infatti riconosceva nella scelta del nostro legislatore "a favore di uno dei due contendenti" ed in particolare "dell'aggressore" (testualmente *ante-litteram* A.MIGNOLI, *Regolamentazione delle offerte pubbliche di acquisto e difesa delle società dalle scalate*, in *Compravendite internazionali di partecipazioni societarie*, Giuffrè, Milano, 1990, p.38 nel commentare il progetto di legge che sarebbe stato poi accolto) l'espressione della tendenza del nostro legislatore a considerare comunque positiva un'offerta pubblica ostile. Si vedano *ex multis* A.TRON, *op. cit.*, p.248; G.CARCANO, *Acquisto di azioni proprie come tecnica di difesa dalle scalate: la CEE rafforza il divieto*, in *Riv. soc.*, 1992, pp.1310 ss. spec. p.1313; F.VELLA, *op. loc. cit.*, p.341. Invece per una diversa posizione in merito ed un'analisi in termini positivi si vedano *contra* *ex*

A ciò si aggiunga che la “lapidaria”³²¹ formulazione della norma italiana non trovava alcun riscontro nelle analoghe disposizioni vigenti in altri ordinamenti, risultando tale appoggio incondizionato all’offerente assolutamente isolato nel panorama europeo. Anche in quei paesi in cui si era optato per una più accentuata limitazione delle tecniche di difesa era infatti prevista una regolamentazione che, oltre a distinguere con maggiore accuratezza le attività non consentite da quelle permesse, appariva comunque rivolta alla salvaguardia della libertà di determinazione dei soci, nella prospettiva di garantirgli la possibilità di tutelarsi di fronte a mutamenti dell’assetto societario indesiderati³²². A tal proposito è proprio nella prospettiva comunitaria, confrontando la norma interna con l’art.8 dell’allora Proposta di XIII Direttiva (intitolato “Limitazione dei poteri degli amministratori della società destinataria”) la prima risultava per un verso ben più rigorosa, e per un altro “meno convincente o addirittura forzata”³²³, in particolare discostandosi dalla norma comunitaria sotto il profilo della duplice immobilizzazione dell’organo amministrativo e dell’assemblea straordinaria. Talché parte della dottrina³²⁴

multis M.MONTANARI, *Gestione dell’impresa e offerta pubblica di valori mobiliari*, in Giur. Comm., 1995, pp.737 ss.; G.ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, CEDAM, Padova, 1996, pp.77 ss. spec.78 secondo il quale i divieti posti dalla norma sarebbero stati volti a “garantire la trasparenza delle transazioni sui titoli richiesti, assicurandone la stabilità del corso di borsa, al riparo da perturbazioni provocate da atti posti in essere da chi sia mosso da fini speculativi e non solo dall’intento di conservare gli equilibri contingenti”.

³²¹ Così F.ANNUNZIATA, *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio di titoli*, in Soc., 1992, p. 597 secondo cui il legislatore aveva abbandonato la neutralità che avrebbe dovuto caratterizzare la disciplina dei rapporti di forza tra offerente e società bersaglio.

³²² In tal senso F.VELLA, *La passivity rule nella legge italiana sulle offerte pubbliche di acquisto e gli effetti sul mercato del controllo societario*, in Banca, Impr., Soc., 1993, pp.226 ss.

³²³ Così R.WEIGMANN, *op. cit.*, p.572 il quale vede nella proposta di disciplina comunitaria “un margine di elasticità [...] più conforme alla vita degli affari”. F.VELLA, *Ibidem*, p.232 rileva come il testo della Proposta di Direttiva riflettesse il più ristretto ambito di applicazione della disciplina, con un’impostazione che sembrava ribadire la volontà di contrapporre ai vincoli per gli organi di direzione la massima libertà per gli azionisti. Al punto 2 era esplicitamente attribuita agli amministratori la possibilità di convocare, prima che terminasse il periodo di durata dell’offerta, la possibilità di convocare un’assemblea generale dei soci. Secondo l’A. era così “innegabile che essa attribui[sse] un ruolo all’assemblea che il nostro legislatore [aveva] invece escluso, non soltanto con riferimento alle modifiche dell’atto costitutivo e dello statuto, ma anche per quanto concerne le operazioni del quarto comma dell’art.16”. Per le differenze tra il progetto di direttiva ed il disegno di legge italiano in materia di OPA *cfr.* A.MIGNOLI, *op. ult. cit.*, p.94.

³²⁴ Si fa qui riferimento alla posizione di C.SALOMAO FILHO, M. STELLA RICHTER Jr., *op. cit.*, pp.116 e 126 ss. secondo i quali la scelta giuspolitica della “neutralità” sembrerebbe consigliarsi soprattutto nel caso di una realtà economica dominata da *publicly held corporations* controllate dagli amministratori, ma “l’Italia di questo genere di società è virtualmente priva”. Conforme a tale lettura anche F.VELLA, *op. ult. cit.*, pp.223 e 257 ss. il quale evidenzia come l’introduzione di una “doppia griglia”, volta a condizionare non soltanto, come in parte previsto in altri ordinamenti,

si era spinta fino a considerarla quale frutto di un’“attuazione” affrettata di una “direttiva che non esiste[va] ancora”, facendone derivare un’importazione “un po’ acritica” di una soluzione forse più acconcia ad altre realtà economiche.

Oltre a tali perplessità sollevate dalla dottrina in tema di politica legislativa, le regole contenute nella legge 149 del 1992 prestavano il fianco ad ulteriori critiche, in questo caso attinenti alla “approssimazione” in termini di tecnica legislativa con la quale tale norma era stata redatta.

Uno degli aspetti in merito considerato tra i più discutibili dalla dottrina riguardava l’ampiezza del divieto contenuto nell’art.16 della suddetta legge che impediva *in toto* alla società emittente di “deliberare modificazioni dell’atto costitutivo o dello statuto”. Un’imposizione considerata troppo ampia in quanto non circoscritta ai soli atti od operazioni idonei a contrastare l’offerta ma estesa, con riferimento all’organo assembleare, a qualsiasi operazione assunta in sede straordinaria. Ci si domandava³²⁵ quindi come la scelta di impedire operazioni che, pur traducendosi in una modificazione dell’atto costitutivo o dello statuto, fossero “fisiologiche”, “dovute” (ad esempio la riduzione di capitale in caso di perdite) o inidonee ad influire sull’esito dell’offerta pubblica (quali determinate modifiche dell’oggetto, della sede, della denominazione, delle regole di funzionamento degli organi sociali) potesse essere considerata ragionevole. Ed è per venire incontro a queste incongruenze che era stata proposta una lettura restrittiva della norma secondo il criterio ermeneutico “obiettivo-

l’attività degli amministratori, ma anche quella dei soci rappresenti una “peculiarità del nostro sistema”.

³²⁵ Si veda *ex multis* E.DESANA, *Opa e tecniche di difesa*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale n°250, Giuffrè, Milano, 2003, p.74. Ma in particolare rileva l’analisi di C.SALOMAO FILHO, M. STELLA RICHTER Jr., *op. cit.*, p. 117 i quali, oltre a ad interpretare tale norma nel senso della volontà del legislatore di permettere la dilazione di eventuali modifiche dovute fino al momento in cui non si sia chiusa l’offerta, si preoccupavano nello specifico dei possibili “abusi a danno della società” che sarebbero potuti derivare dall’ampiezza di tali limiti; questi, infatti, avrebbero avuto la capacità di trasformare un’offerta pubblica in uno strumento attraverso il quale un concorrente o un “professionista dell’ostruzionismo/del ricatto”, avrebbe potuto immobilizzare “per un non trascurabile lasso di tempo (fino a 45 giorni) attività ed operazioni di rilievo della società, e ciò anche quando l’offerta [fosse] per il suo tenore palesemente (ed anzi volutamente) destinata all’insuccesso”.

Va infine rilevato come la disciplina così congegnata comportava una immobilizzazione dell’organo amministrativo anche in caso di offerte potenzialmente sollecitate dallo stesso, il quale sarebbe venuto così a subire vincoli molto penetranti tuttavia non giustificati dalla esigenza di salvaguardare le finalità dell’offerente.

teleologico”³²⁶, la quale sottraesse ai vincoli previsti dal primo comma dell’art.16 le modificazioni “non idonee a realizzare i risultati colpiti dal divieto”; in altri termini, occorre valutare la finalità del divieto in questione, separando quelle in grado di ostacolare o rendere più onerosa l’offerta da quelle che assumessero invece un carattere di “neutralità”. Una lettura della quale però sono stati segnalati limiti³²⁷ che, pur volendo prescindere da un dato letterale già poco incline a lasciare spazio ad interpretazioni restrittive, comporterebbero il rischio dell’insorgenza di conflitti circa l’individuazione delle modificazioni vietate, evitabili solo con il ricorso all’attività dell’Autorità di vigilanza (che avrebbe dovuto ricondurre le singole operazioni nell’una o nell’altra categoria), della quale tuttavia il legislatore non sembrerebbe aver voluto valorizzare il ruolo.

Un ulteriore motivo di perplessità era legato al significato da attribuire all’espressione “modifiche significative relative all’attivo o al passivo della società”, contenuta nel comma 4 dell’art.16, che in questo caso riguardava le operazioni il cui compimento era precluso all’organo amministrativo. Il dubbio si poneva circa la possibilità che il divieto si riferisse ai soli atti di straordinaria amministrazione, secondo un criterio di tipo qualitativo, o al contrario comprendesse quelle iniziative, anche di gestione ordinaria, che fossero però idonee ad incidere in modo significativo sul patrimonio della società, seguendo un criterio di tipo quantitativo³²⁸. Il “grado di indeterminatezza” della espressione “in maniera significativa” poneva in questo modo un quesito non privo di importanza dal momento che mentre non vi erano dubbi sul carattere straordinario di determinate operazioni, finalizzate a diminuire il valore della società e quindi ad

³²⁶ Si fa riferimento a G.MINERVINI, *Tre pareri in tema di opa*, in *Contratto e Impresa*, 1995, p.552

³²⁷ La critica è di F.VELLA, *Commento sub art.16*, in AA.VV., *Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli*, Commentario a cura di R.COSTI, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, CEDAM, Padova, 1997, p.344. Per altre critiche circa l’adozione di tale metodo ermeneutico lo stesso G.MINERVINI, *Ibidem*, p.552 fa riferimento a A.GIULIANI, *Premesse e disposizioni preliminari*, in *Trattato di diritto privato*, (diretto da) P.RESCIGNO, UTET, Torino, 1982, p.219 ss.

³²⁸ Rilevavano in merito C.SALOMAO FILHO, M. STELLA RICHTER Jr., *op. cit.*, p. 123 come la disciplina italiana sembrasse far ricorso ad un criterio meramente “quantitativo” per sottrarre alcune operazioni a tale divieto. Non escludevano tuttavia che tale limite quantitativo potesse rappresentare, in alcuni casi, una deroga di carattere qualitativo, poiché comunemente operazioni rilevanti dal punto di vista patrimoniale non facevano parte dell’*ordinary course of business*. Una constatazione tuttavia dagli AA. ritenuta non sempre valida, portando essi l’esempio delle società finanziarie la cui attività tipica implica negoziazioni di rilevanti partecipazioni in società.

annullare o ridurre le aspettative legate all'OPA³²⁹, si potevano comunque riscontrare iniziative che sebbene dotate di analogo potenziale di contrasto risultassero rientranti più probabilmente nella gestione corrente³³⁰; in questo modo, entrambe le sopraesposte soluzioni al problema si rilevavano pressoché insoddisfacenti³³¹.

In conclusione, da tale analisi risulta come la scarsa chiarezza nella formulazione della legge 149 del 1992 avesse generato aspetti di criticità sicuramente non trascurabili, principalmente dovuti alla “parzialità delle regole del gioco” palesemente sbilanciate a favore dell'offerente; la quale finiva, nell' “asfitticità” del mercato mobiliare italiano, per far aumentare il rischio di conseguenze opposte rispetto a quelle auspiccate dal legislatore: un ulteriore indebolimento della raccolta di disponibilità attraverso il capitale di rischio ed una spinta per i ristretti gruppi di comando a “blindare” le società³³² basata sul presupposto che “limitarsi a prevedere una disciplina (anche rigorosa) che riguardi il solo periodo dell'offerta, significa istituire un sistema

³²⁹ Ne individuava una certa classificazione R.WEIGMANN, *op. cit.*, p.586 secondo il quale tra “gli atti che incidono in modo rilevante sull'attivo e sul passivo della situazione patrimoniale della società destinataria” rientravano le cessioni dell'azienda o dei suoi rami, lo smobilizzo di beni importanti e “magari proprio di quelli concupiti dall'offerente invisito”, concessioni o assunzioni di prestiti di rilevante ammontare, l'acquisto di unità produttive o brevetti in settori già fortemente occupati dall'offerente allo scopo di creare effetti di concentrazione vietati dalle leggi antimonopolistiche.

L'A. cercava poi di risolvere il quesito circa il significato dell'espressione “impegni senza contropartita”, giungendo a ritenere che per una società lucrativa la contropartita dovesse consistere in “almeno un ritorno di immagine”.

In termini analoghi P.MONTALENTI, *op. cit.*, p. 873, secondo cui sarebbe stato vietato “alienare cespiti cd. «strategici» dell'azienda, trasferire partecipazioni rilevanti, concludere contratti esorbitanti della gestione ordinaria, prestare garanzie per società controllate”

³³⁰ Si veda in merito F.VELLA, *op. ult. cit.*, p. 352 secondo il quale tale genere di operazioni sarebbe potuto essere “sia il risultato di una programmata scelta imprenditoriale di diversificazione e di riorganizzazione, sia il tentativo di introdurre elementi di disturbo nella futura gestione dell'offerente, una volta acquistato il controllo della *target*”.

³³¹ Affronta tale questione E.DESANA, *op. ult. cit.*, p.76 secondo la quale accogliendo la tesi meno restrittiva, volta ad impedire il solo compimento di atti di straordinaria amministrazione, “si sarebbe lasciato campo libero all'adozione di alcune delle operazioni” indicate quali di contrasto, del pari rimanendo fuori dalla portata del divieto la richiesta di un finanziamento “che avrebbe potuto essere anch'essa validamente utilizzata dagli amministratori per svuotare il patrimonio della società bersaglio rendendola meno appetibile”. D'altra parte però, continua l'A., un'interpretazione più estesa del divieto, comprensivo anche degli atti di ordinaria amministrazione idonei ad incidere significativamente sul patrimonio della società, avrebbe comportato altri problemi, “impedendo l'operato dell'organo amministrativo anche con riferimento ad atti di gestione corrente indispensabili per la vita della società”.

³³² Ragionamento sviluppato da F.VELLA, *La passivity rule nella legge italiana sulle offerte pubbliche di acquisto e gli effetti sul mercato del controllo societario*, in Banca, Impr., Soc., 1993, pp.258 ss.

largamente imperfetto, perché le più efficaci tecniche difensive si attueranno prima che qualcuno si induca a cominciare una scalata su quella società”³³³.

Una puntualizzazione quest’ultima particolarmente appropriata dato l’apparente totale disinteresse del legislatore del 1992 verso la regolamentazione delle tecniche di difesa preventiva. Se da un lato infatti, in termini di difese eventualmente assunte successivamente all’offerta, si era scelto di perseguire un modello di forte rigidità nei confronti della società *target*, dall’altro la legge 149 del 1992 non prendeva alcuna posizione in merito alla liceità della predisposizione di misure di difesa di tipo preventivo (nonostante il loro potenziale fosse noto ormai da tempo³³⁴).

Una discrepanza di approcci secondo alcuni emblematica dell’inidoneità della scelta normativa compiuta a conseguire gli obiettivi “disciplinari” che la stessa aveva inteso perseguire, la quale aveva generato incertezza, seppur poco diffusa, circa la legittimità di quelle misure che, pur predisposte al di fuori del periodo d’offerta (e come tali non ricadenti nel divieto) avrebbero reso “eccessivamente difficile il successo di un’OPA sui titoli della società difesa da quelle clausole”³³⁵.

³³³ Testualmente C.SALOMAO FILHO, M. STELLA RICHTER Jr., *op. cit.*, p. 125

³³⁴ Già anni addietro rilevava A.MIGNOLI, *Riflessioni critiche sull’esperienza italiana dell’opa: idee, problemi, proposte*, in AA.VV., *Borsa, scalate e offerte pubbliche di acquisto*, in Riv. soc., No. 1 – 2, 1986, pp.10-11 come “[l]e fortificazioni devono essere costruite in periodo di pace: un tempestivo acquisto di azioni proprie, la conoscenza della ripartizione del capitale, la sorveglianza del mercato, il sostegno del corso del titolo, la conclusione di solide alleanze (anche attraverso sindacati di blocco), sono alcune delle misure (oltre a quelle di carattere psicologico: un dialogo costante con gli azionisti, il sostegno del personale) che potranno dissuadere dall’attacco eventuali aspiranti aggressori”.

³³⁵ Così L. BARBIERA, *Riflessi della legge sulle offerte pubbliche aventi ad oggetto valori mobiliari sulla libertà contrattuale dei soggetti interessati alle offerte e sull’autonomia statutaria delle S.p.A. quotate nei mercati regolamentati*, in Banca, borsa, tit. cred., 1995, p. 588 il quale affermava che elevando a principio di ordine pubblico un *favor* per l’OPA, inclusivo del rafforzamento delle sue possibilità di successo attraverso l’eliminazione di ostacoli opposti già prima del suo lancio, si sarebbe potuta ipotizzare una limitazione dell’autonomia statutaria delle società quotate nei mercati regolamentati, tale da rendere inopponibile a chi avesse lanciato un’OPA sulle azioni della società protetta da tali clausole il contenuto delle stesse. Un dubbio rimasto isolato data la mancanza di una specifica disciplina sul punto, che aveva fatto concludere nel senso della legittimità del ricorso a tali misure purché adottate prima della pubblicazione del prospetto informativo (momento a partire dal quale avrebbe operato il divieto di cui all’art. 16 della legge n. 149 del 1992) e purché, ovviamente, non si fosse trattato di misure oggetto di un autonomo divieto da parte della legge. Conforme a tale ultima lettura F.VELLA, *op. ult. cit.*, pp.260-263 secondo cui alcuni strumenti «tradizionali», già conosciuti dalla prassi societaria italiana (quali, ad esempio, i sindacati azionari, le clausole statutarie volte ad una più alta partecipazione a talune decisioni o a

3.3.2 La disciplina del T.U.F.: il nuovo ruolo dei soci, l'individuazione di “atti ed operazioni che possono contrastare gli obiettivi dell'offerta” ed i patti parasociali

Una delle maggiori novità della profonda opera di riforma attuata con il TUF era proprio la disciplina dei vincoli operativi della società *target* nello svolgimento delle offerte pubbliche di acquisto³³⁶.

Con una scelta considerata “vera e propria inversione di rotta”³³⁷, il comma 1 dell'art.104 TUF per come originariamente formulato, nell'atto di stabilire il principio generale secondo il quale le società oggetto di OPA si astenevano “dal compiere atti od operazioni” che potessero “contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta”, faceva salva la possibilità del compimento di tali atti od operazioni allorché sussistesse una specifica “autorizzazione dell'assemblea ordinaria o straordinaria, per le delibere di competenza” assunta “con il voto favorevole di tanti soci che rappresenta[ssero] almeno il trenta per cento del capitale”³³⁸.

regolare la nomina degli amministratori), con tale disciplina potessero trovare non solo applicazione, ma addirittura “una rinnovata vitalità in funzione «antiscalata»”.

³³⁶ In tal senso F.VELLA, *La nuova passivity rule nella disciplina delle offerte pubbliche di acquisto: alla ricerca di un difficile equilibrio*, in Banca, impresa, società, 2000, p.159 e *Id.*, *Commento sub art. 104*, in Testo Unico della Finanza, Commentario (diretto da) G.F.CAMPOBASSO, UTET, Torino, 2002, p.887 dove sottolinea come tale disciplina sia stata sottoposta ad una immediata e “forse inattesa verifica sul campo che ha generato rilevanti, e controversi, problemi interpretativi”, riferendosi con ciò al caso dell'OPA lanciata da Olivetti-Tecnost su Telecom.

³³⁷ Definizione di P.MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, in Banca, borsa, tit. cred., 1999, p.158. Interessante è inoltre il punto di vista di F.M.MUCCIARELLI, *Combinazioni aziendali e passivity rule*, in Banca, borsa, tit. cred., 2000, p.232 secondo il quale tale “innovazione” avrebbe solo “rilevanza endosocietaria”, una modifica del solo riparto di competenze tra organi, “sicché ciò che viene modificato dalla nuova disposizione è l'organo sociale competente a deliberare sull'operazione, non il soggetto giuridico che adotta la difesa”.

³³⁸ La disciplina del quorum speciale per la deliberazione circa le misure di difesa, introdotta con il Testo Unico della Finanza, è stata uno degli aspetti più discussi dell'art.104. Dato il venir meno di tale previsione a seguito della modifica apportata alla norma dall'art. 1 del d.lgs. n. 146 del 25.9.2009 se riporteranno qui solo le posizioni prevalenti in merito e gli aspetti più salienti di tale discussione. Due le principali questioni nel dibattito: il primo dubbio era attinente alla eventuale esclusione (pur in assenza di una previsione analoga a quella contenuta nell'art.107 TUF) dal computo del quorum delle partecipazioni dell'offerente e del socio di maggioranza, per evitare notevoli conflitti di interessi e conseguenti deviazioni nella delibera; il secondo invece sorgeva con

Ne conseguiva, seppur in parte ribadendo il divieto espresso dall'art.16 della legge 149, del 1992, un "ribaltamento della previgente condizione di totale immobilismo imposta alla società *target*"³³⁹: da un lato questa "disciplina della *passivity rule* più rispettosa

riferimento alla natura speciale della disposizione in esame in rapporto alle normali maggioranze previste dal TUF, con particolare riferimento alla assemblea straordinaria.

Riguardo il primo si rimanda a P.G.MARCHETTI, *D.lgs. 58/1998. L'incidenza sulla disciplina delle assemblee: primi commenti*, in Riv. soc., 1998, p. 560, secondo cui il trenta per cento andrebbe calcolato sul capitale avente diritto di voto nell'assemblea, con esclusione dei soci in conflitto di interessi tra i quali rientrerebbero sia il soggetto che ha lanciato l'OPA sia chi, pur non partecipando all'operazione, rientri nell'ambito dei soggetti contemplati dall'art. 109 TUF; nello stesso senso si veda C.MOSCA, *op. cit.* p. 281; P.MONTALENTI, *op. ult. cit.*, p. 159 critica la norma per non avere limitato la legittimazione al voto ai soli azionisti "esterni" al gruppo di comando e definisce la norma come "precetto ancipite, in ragione della diversità della quota di controllo"; Cfr. *contra* E.DESANA, *Opa e tecniche di difesa*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale n°250, Giuffrè, Milano, 2003, pp.111-112 secondo la quale "con l'esclusione del caso dell'Opa obbligatoria" (nella quale ipotesi essa ritiene "paradossale" non escludere il socio offerente a causa della sua "naturale tendenza ad appoggiare le misure difensive" "la cui attuazione potrebbe far venire meno tale obbligo, sollevandolo dai relativi costi"), "in difetto di un'esplicita indicazione legislativa nel senso dell'esclusione dal voto di alcuni soggetti, sembra pertanto corretto ritenere che, in linea di principio, nel caso di Opa non concordata volontaria tutti i soci, compreso l'azionista di maggioranza e l'offerente, siano ammessi al voto, salvo che si provi, in concreto, il ricorrere di una situazione di conflitto di interessi ex art.2373 c.c."

In relazione al contrasto interpretativo sul quesito se questo sia sostitutivo o aggiuntivo rispetto a quelli previsti nella disciplina comune: nel primo senso si rimanda a P.G.MARCHETTI, *op. cit.*, p.560 secondo il quale l'abbassamento del quorum "è in linea con il radicale cambiamento di rotta rispetto alla previgente *passivity rule* in caso di opa"; P.MONTALENTI, *op. cit.*, P.158-159; MOSCA, *op. cit.*, p. 289 che ritiene tale lettura "maggiormente in linea con la formulazione dell'articolo in esame, alla luce, soprattutto, della volontà di dettare una disciplina unitaria dell'assemblea operante solo in caso di opa e solo per le scelte in materia di tecniche difensive"; CHIAPPETTA, *op. ult. cit.*, p. 969 per il quale "è da ritenere che la disposizione in commento rivesta, sia per la *sedes materiae* in cui è inserita sia per lo specifico parametro (capitale) prescelto quale quorum deliberativo, i caratteri della specialità"; nel secondo: LENER, *op. cit.*, pp. 254 ss. per il quale "può sostenersi che l'art.104 individui una soglia minima di capitale che deve in ogni caso esprimere il proprio voto favorevole", restando tuttavia "ferma la regola generale" dell'art.126 TUF; R.RORDORF, "I poteri degli azionisti di minoranza nel testo unico sui mercati finanziari", in Scritti di diritto societario in onore di Vincenzo Salafia, Milano, 1998, p. 155; R.WEIGMANN, "La nuova disciplina dell'Opa", in AA. VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, p. 201; G.MINERVINI, *Opa. Quorum e maggioranze per approvare le "azioni di contrasto"*, in Scritti in Onore di Pietro De Vecchis, Roma, 1999, pp.617 ss. e spec. 619 che ritiene che l'obbiettivo perseguito dalla minoranza meritevole di tutela e dunque che alla luce dello stesso debba interpretarsi l'art.104, combinandolo con quanto disposto dall'art.106; E.DESANA, *Opa e tecniche di difesa*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale n°250, Giuffrè, Milano, 2003, p. 116-118 secondo la quale tale interpretazione "appare più corretta anche alla luce delle finalità perseguite dal t.u.f.: solo in questo modo la minoranza riacquisterebbe un ruolo di rilievo nella decisione sull'offerta".

³³⁹ Così F.VELLA, *op. ult. cit.*, p.892

dell'autonomia dei soci³⁴⁰ rimetteva alla compagine sociale e non agli amministratori la decisione se valorizzare il proprio investimento aderendo immediatamente all'offerta, oppure utilizzare la propria partecipazione per respingere l'aggressore³⁴¹; dall'altro gli amministratori recuperavano comunque un'ampia libertà d'azione, limitata soltanto da un criterio di ordine teleologico (risultavano vietate unicamente le operazioni la cui finalità, anche potenziale, consisteva nell'ostacolare la scalata ritenuta ostile), in base al quale dovevano assumersi il compito e la responsabilità³⁴² "di

³⁴⁰ Così R.COSTI, *Il governo delle società quotate tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in Dir. Comm. Int., 1998, p.65. Conformi a tale lettura: F.CARBONETTI, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in Riv. soc., 1998, pp. 1352 ss. secondo il quale "una disciplina delle opa come quella foggiate dal testo unico può contribuire, in questa congiuntura, a dare alle imprese privatizzate ed a quelle non più familiari il tempo di irrobustirsi e di rafforzare la propria base azionaria con l'ingresso di investitori istituzionali di lungo periodo, evitando che esse divengano faciel e poco costosa preda di grandi imprese straniere"; L.ENRIQUES, *op. ult. cit.*, p.189 che ritiene che "la disciplina dettata nel 1998 predispone strumenti idonei a risolvere in modo equilibrato" le questioni di criticità nascenti nel contesto di OPA, in relazione alle specificità del contesto italiano; F.VELLA, *op. ult. cit.*, p.180 che considera tale disciplina "senz'altro più equilibrata ed equidistante nei confronti dei protagonisti delle OPA".

Al contrario per una valutazione critica si veda: P.MONTALENTI, *op. cit.*, p. 158-159 e *Id.*, *Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in Giur. Comm., 1998, p.342 ss. che lo considera un "precetto ancipite in ragione della diversità della quota di controllo", nel caso in cui questa fosse superiore alla quota del 30% (il che avviene di regola in Italia), la norma si rivelerebbe "uno strumento forte di prevenzione ed ostacolo al ricambio del potere societario"; conformi anche M.LISANTI, *L'abrogazione della l. n. 149/1992 fra il Testo Unico della finanza e la prossima direttiva UE sulle OPA*, in Corriere Giuridico, 1998, p.468 e G.LEMME, *op. cit.*, p.113.

In particolare su tale linea si vedano: G. BERTOLOTTI, *La difesa italiana de la OPA hostil*, in Revista de Mercado de Valores, 2009, n°5, p.242 secondo il quale, sebbene, osservata singolarmente e fuori dal contesto di evoluzione legislativa, tale norma potrebbe sembrare una norma a favore della contendibilità, "analizada en una perspectiva històrica asume màs bien la funciòn de una norma antiescalada", in quanto a differenza dell'immobilismo imposto dalla normativa previgente permette alla *target* di reagire alla scalata, con "una alteraciòn del reparto de competencias entre la gestiòn y la junta general" e comunque "con disprecio de los intereses de los accionistas"; F.REGALDO, *Le tecniche difensive nelle opa ostili – Riflessioni comparatistiche*, Giappichelli, Torino, 2006, p.125 per il quale se si considera "che il nucleo di controllo del 30% nelle società quotate italiane rappresenta la regola anziché l'eccezione, si comprende immediatamente come il legislatore, magari pure spinto dalla ricerca di un punto di equilibrio, abbia in realtà prodotto un affossamento del ricorso allo strumento dell'opa ostile."

³⁴¹ In tal senso E.DESANA, *op. ult. cit.*, p.96 la quale rileva come il modello cui si è ispirato il legislatore italiano nella regolamentazione delle tecniche di difesa dalle acquisizioni ostili è quello inglese, che assegnava agli azionisti il compito di autorizzare l'adozione di tali strumenti. Per una disamina del ruolo centrale dell'assemblea in tale ultimo modello si veda *Id.*, pp.38 ss.

³⁴² La posizione di preminenza attribuita agli amministratori dall'art.104 TUF che li ha resi titolari dell'attività di proposizione dell'armamentario difensivo, lasciando ai soci riuniti in assemblea il solo potere di acconsentire o, al contrario, apporre il proprio veto a tali attività, è stata corredata di un'altrettanto pressante disciplina della responsabilità derivante dall'adozione di tali misure

identificare per quali atti od operazioni [fosse] necessario munirsi della autorizzazione assembleare³⁴³.

Sotto il primo profilo ciò che rilevava maggiormente in termini di novità era l'arricchimento delle competenze dell'assemblea in pendenza di offerta pubblica di acquisto. In particolare, avendo riguardo all'assemblea ordinaria, si attribuiva al consesso dei soci il compito di decidere in relazione a questioni, non soltanto attinenti a materie che già per legge o per previsione statutaria sarebbero state rimesse alla sua competenza, ma anche in relazione a quelle rientranti nell'ambito gestorio³⁴⁴ e come tali ordinariamente rimesse all'organo amministrativo³⁴⁴. Ne derivava una chiara

difensiva. Recita infatti l'ultima parte del comma 1, dell'art.104 TUF: "resta ferma la responsabilità degli amministratori e dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiute".

Rilevava in proposito P.MONTALENTI, *op. cit.*, p.160 come tale previsione valesse a "temperare il rischio, particolarmente forte nella fattispecie, del perseguimento da parte degli amministratori dell'interesse del gruppo di comando, anziché della società", e come questa sia stata "rafforzata dall'introduzione dell'azione sociale di responsabilità promossa dalla minoranza (art.129 TUF)".

Una previsione rafforzata quindi, soprattutto se si pensa al fatto che, stando al dato letterale, tale responsabilità parrebbe permanere anche nell'ipotesi in cui l'impiego di misure difensive sia stato autorizzato dall'assemblea. Ancor di più poi se si aderisce all'orientamento prevalente riguardo tale disciplina che ritiene gli amministratori responsabili dei danni cagionati dall'adozione di misure difensive non soltanto, come al solito, nei confronti di creditori, terzi e soci *uti tertii*, ma anche nei confronti della società stessa, benché proprio questa le abbia autorizzate in precedenza.

In questi termini F.CHIAPPETTA, *op. cit.*, p.970; C.MOSCA, *op. cit.*, pp.308 ss.; P.ANELLO, S.RIZZINI, D.BUSINELLI, *D.lgs. n. 58 1998. Sollecitazione all'investimento e offerta pubblica d'acquisto*, in *Soc.*, 1998, pp.542 ss., L.ROVELLI, *L'art. 104 T.U.F., la passivity rule e l'adozione delle tecniche antiscaletta. La responsabilità degli organi amministrativi*, Relazione al Convegno organizzato da ITA, O.P.A., O.P.S. e patti parasociali, Milano, 24 febbraio 1999, p.10;

³⁴³ Così F.CHIAPPETTA, *Commento sub art. 104 TUF*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, (a cura di) G.ALPA – F.CAPRIGLIONE, CEDAM, Padova, 1998, II, p.970

³⁴⁴ Ci si riferiva quindi non soltanto alle operazioni tipicamente rimesse all'approvazione dell'assemblea ex art. 2364, n.1-2-3, ma anche a quelle che, nell'originale formulazione di tale articolo, ex n.4 venivano rimesse al giudizio dell'assemblea solo su scelta facoltativa dell'organo di gestione. Va qui rilevato però come a seguito dell'emanazione del TUF la disciplina della facoltà concessa agli amministratori in tal senso sia stata fortemente modificata dall'entrata in vigore della cosiddetta "riforma" della disciplina delle società per azioni di cui al d.lgs. 6 del 2003. Il vecchio n.4 dell'art. 2364 c.c. attribuiva all'assemblea ordinaria la delibera circa: "gli altri oggetti attinenti alla gestione della società' riservati alla sua competenza dall'atto costitutivo, o sottoposti al suo esame dagli amministratori, nonché sulla responsabilità degli amministratori e dei sindaci". Tale facoltà di sottoposizione da parte degli amministratori è così venuta meno con il nuovo n.5 ("delibera sugli altri oggetti attribuiti dalla legge alla competenza dell'assemblea, nonché sulle autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il compimento di atti degli amministratori, ferma in ogni caso la responsabilità di questi per gli atti compiuti") e con essa una parte dell'innovazione evidenziata dalla dottrina nella vigenza della norma. Si vedano comunque in tal senso E.DESANA, *op. ult. cit.*, p.97 e spec. *sub* note 60-61; L.G.PICONE, *op. cit.*, p.126; L.ROVELLI, *L'art 104 T.U.F., la passivity rule e l'adozione di tecniche antiscaletta. Le responsabilità degli organi amministrativi*,

accentuazione del “diritto di *voice*” riconosciuti agli azionisti di minoranza di società quotate. E presupponendo il corretto esercizio di tale diritto che fossero fornite ai soci tutte le informazioni necessarie a decidere in modo razionale e consapevole circa l'autorizzazione del ricorso a misure di difesa, venivano anche in tal senso a riaffiorare quei doveri di assistenza agli oblati, in particolare “informativa” (si veda *supra* Cap.I §1.3 per ciò che attiene al “comunicato dell'emittente”), dei quali per primo il TUF aveva investito gli amministratori³⁴⁵.

E sempre con riguardo alla posizione di quest'ultimi andava individuato il senso del secondo profilo, attinente all'attività degli amministratori. Sebbene infatti gli atti o le operazioni in grado di contrastare la scalata ostile dovessero essere approvati dall'assemblea ciò non toglieva che spettasse comunque agli amministratori il compito di assumere ogni iniziativa in merito e di proporre le tecniche di difesa. La scelta circa il comportamento della società *target* rimaneva così strettamente dipendente dalla volontà degli amministratori di stimolare l'intervento dell'assemblea attraverso la sua convocazione³⁴⁶, non potendosi arrivare sino a riconoscere ai soci la facoltà di sostituire la propria strategia di contrasto a quella degli amministratori e dovendosi perciò limitare il loro intervento alla sola alternativa fra approvazione o veto sulla scelta

Relazione al Convegno organizzato da ITA, O.P.A., O.P.S. e patti parasociali, Milano, 24 febbraio 1999, *passim*; E.DESANA, *Commento sub art.104*, in AA.VV., *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, (diretto da) G.COTTINO, UTET, Torino, 1999, p.29 secondo la quale “opportunamente è stata espressamente prevista, accanto all'autorizzazione dell'assemblea ordinaria, anche l'autorizzazione dell'assemblea straordinaria, a seconda della competenza. L'A. infine esemplifica: “[s]arà, quindi, competente l'assemblea ordinaria, per l'acquisto di azioni proprie o la cessione di cespiti aziendali importanti, l'assemblea straordinaria per autorizzare l'esercizio della delega di cui all'art.2443 c.c.”.

³⁴⁵ In tal senso E.DESANA, *op. ult. cit.*, p.98. In particolare sul “diritto di *voice*” si veda D.REGOLI, *Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo dei soci in pendenza di opa*, in Riv. soc., 2000, pp.799 ss. e spec. 813-821 secondo il quale “[d]alla combinazione delle norme con finalità di trasparenza con quelle degli artt. 104 e 107 TUF, emerge un nuovo assetto giuridico del ruolo di cui sono investiti o di cui possono autoinvestirsi gli azionisti oblati nel contesto di un'opa. La nuova disciplina non si limita, infatti, ad assicurare a costoro un esercizio consapevole ed informato del diritto di *exit*, ma attribuisce loro anche un potere di intervento, o, di interdizione, fondato sul presupposto che ogni eventuale iniziativa, che possa incidere sull'interesse degli azionisti della società bersaglio a non vedere pregiudicato il loro diritto di ricevere e/o di accettare l'offerta, deve essere vagliata e approvata”. Si veda inoltre P.MONTALENTI, *Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in Giur. Comm., 1998, p.342 ss. nel quale si pone contro coloro che considerano tale norma come generatrice del cosiddetto “blocco di minoranza”.

³⁴⁶ Così C.MOSCA, *op. cit.*, pp.268-269

difensiva progettata da quest'ultimi³⁴⁷. Una tesi quest'ultima che secondo parte della dottrina³⁴⁸ avrebbe trovato conforto direttamente nel dato letterale della norma, la

³⁴⁷ Così E.DESANA, *op. ult. cit.*, p.99. la quale fa derivare tale ragionamento dal fatto che tali atti siano "loro immediatamente riconducibili ed imputabili", rientrando "nella loro personale responsabilità [...] che permane verso la società anche nell'ipotesi in cui sia intervenuta una delibera autorizzativa dell'assemblea".

Si domanda quale estensione potessero raggiungere i poteri dell'assemblea così convocata ed addirittura se i soci potessero convocare l'assemblea in caso di inerzia degli amministratori D.REGOLI, *op. cit.*, p.818. L'A., in merito al primo quesito, si esprime nel senso che "l'assemblea sembra essere legittimata solo ad esprimere un'autorizzazione al compimento di tali atti (ovvero a negarla), senza peraltro poter modificare l'atto o l'operazione proposta, [...] la deroga legale consentita dall'art.104 TUF non può essere interpretata nel senso di legittimare l'assemblea a sostituire la propria strategia di contrasto a quella proposta dagli amministratori, mediante proposte di delibera totalmente o parzialmente diverse da quelle sottoposte al suo esame dagli amministratori"; per quanto concerne il caso in cui, di fronte all'inerzia degli amministratori, i soci della *target* intendano sollecitare tramite l'assemblea dell'art.104 iniziative dirette ad ostacolare l'OPA l'A. rileva come "in linea di principio non sussistano ostacoli ad una convocazione dell'assemblea" per tali fini, quanto invece alla possibilità di deliberare un'operazione difensiva non proposta dagli amministratori "si dovrà distinguere a seconda che tale iniziativa costituisca un'operazione che rientra istituzionalmente nelle competenze dell'assemblea, ovvero costituisca un atto di gestione". Conclude poi l'A. nel senso che "il problema degli atti gestionali difensivi voluti e proposti dall'assemblea" potrebbe in prospettiva "trovare soluzione nella più ampia autonomia statutaria che si sta diffondendo tra le società quotate.[...] Nell'ottica di una concorrenza tra gli statuti delle società quotate per attrarre l'interesse degli investitori, una clausola statutaria che rimettesse all'assemblea la tutela della contendibilità del controllo e della massimizzazione del valore di scambio delle azioni in caso di opa potrebbe apparire anche gradita al mercato". Conforme a tale lettura è anche G.LEMME, *Opa ostili su società quotate*, Riv. Dir. Comm., 2001, p. 117 secondo il quale la "competenza dell'assemblea ex art.104 del Testo Unico si differenzia da quella prevista dall' (ndr. allora) art.2364, n.4 c.c., in quanto si limita ad attribuire all'assemblea un potere interdittivo e [...] non prevede meccanismi in base ai quali sia possibile portare all'assemblea eventuali controproposte".

Secondo A.GUACCERO, N.CIOCCA, *op. cit.*, p.1330 rimane tuttavia dubbia la compatibilità tra il 3° comma dell'art. 2367 c.c. e l'art.104 TUF, e quindi la legittimazione di tanti soci costituenti il 10% del capitale sociale di convocare tale assemblea in via suppletiva. Concludendo tuttavia gli AA. nel senso della sicura esclusione di tale potere per le delibere riguardanti misure difensive sostanziate da atti di esclusiva competenza degli amministratori o atti, di competenza assembleare, che per loro natura implicano la necessità di una proposta degli amministratori o un progetto o una relazione del medesimo.

³⁴⁸ Tesi indicata da G.LEMME, *op. cit.*, p.117. Inoltre si veda in merito anche R.LENER, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio*, in Riv. Dir. Civ., 1999, p.254 secondo il quale da tale lettura "se ne potrebbe dedurre, di conseguenza, che la responsabilità degli amministratori per il compimento degli atti autorizzati sussista non soltanto nei confronti dei creditori sociali e dei terzi in genere [...] ma altresì nei confronti della società. Se invece si ritenesse escluso ogni apprezzamento discrezionale degli amministratori in merito all'esecuzione della deliberazione assembleare, sembrerebbe coerente escludere una loro responsabilità nei confronti della società, limitandola a quella nei confronti dei terzi". Cfr. sul punto F.CHIAPPETTA, *op.ult. cit.*, p.967 il quale osserva come di "autorizzazione" possa propriamente parlarsi solo per le attività attribuite (per legge, statuto, ovvero per precedente deliberazione assembleare) all'organo di amministrazione; nel caso di attività di competenza assembleare, per contro, la "autorizzazione" in oggetto coinciderebbe con la deliberazione che decide l'operazione.

quale riferendosi ad un'“autorizzazione” dell'assemblea agli amministratori sembrava presupporre un margine di apprezzamento discrezionale dell'organo di amministrazione in ordine all'esecuzione della deliberazione lasciando invece all'assemblea la sola scelta tra autorizzare e non autorizzare l'atto.

Forse anche allo scopo di superare le criticità manifestatesi sotto la vigenza dell'art.16 della legge 149, del 1992, accogliendo le critiche e le proposte mosse dalla dottrina in merito a tale disciplina³⁴⁹, il legislatore del Testo Unico rinunciava all'elencazione di specifiche categorie di atti vietati e rimetteva l'individuazione degli atti sottoposti alla preventiva autorizzazione dell'assemblea all'applicazione di un “criterio teleologico” incentrato sugli effetti pratici delle operazioni. Attraverso il ricorso ad una “clausola generale” di ampia portata³⁵⁰ che vietava agli amministratori il compimento di “atti ed operazioni che po[tessero] contrastare il perseguimento degli obiettivi dell'offerta” l'inibizione veniva rivolta solo a quelle operazioni la cui finalità, anche soltanto potenziale, consistesse nell'ostacolare la scalata ritenuta ostile, rimettendo comunque all'organo gestorio della *target* il compito di identificare nel concreto per quali misure fosse necessaria la sopradetta autorizzazione.

Anche tale formulazione era stata però oggetto di alcune critiche³⁵¹, in particolare per la mancanza di una esemplificazione di massima che prestava in tal modo il fianco ad

³⁴⁹ Si veda in merito *supra* Cap. III §3.3.1 ed in particolare la proposta di lettura sviluppata da G.MINERVINI di cui *sub* nota 326. Rileva inoltre L.G.PICONE, *op. cit.*, p.129 come “si tratta di un principio che, per l'ampiezza della sua portata, consente di superare le questioni interpretative sorte nella vigenza della legge n.149 del 1992”.

³⁵⁰ In tali termini R.LENER, *op.cit.*, p.253 secondo il quale mentre la l.149 del 1992 era improntata ad un “principio di drastico ridimensionamento degli organi sociali della società bersaglio durante la pendenza dell'offerta”, il TUF adottava “soluzioni più elastiche”.

Si veda inoltre F.VELLA, *op. ult. cit.*, p.165 secondo il quale “[l]'individuazione di questo criterio risponde all'esigenza di ancorare i comportamenti degli amministratori all'unica finalità che giustifica la *passivity rule*” e cioè non frustrare le aspettative dell'offerente e non penalizzare l'interesse dei soci a trarre vantaggio dall'offerta.

³⁵¹ Critico nei confronti di tale scelta era comunque L.G.PICONE, *op. cit.*, pp.129 ss. il quale rilevava come “[i]n realtà il legislatore, individuando gli atti e le operazioni vietate, non secondo la loro natura, ma alla luce delle potenziali conseguenze delle stesse [...] amplia[va] a dismisura il novero delle operazioni vietate, di fatto “imbavagliando” l'organo gestionale della società (salva naturalmente l'autorizzazione assembleare) per tutta la durata dell'offerta”. Per comprendere l'ambito della portata del precetto normativo l' A. proponeva un chiarimento generale *a priori* dei possibili obiettivi di un'OPA, intesi quali “finalità immediate” e dallo stesso individuati nell' “acquisto del quantitativo di strumenti finanziari indicato nel documento informativo, al prezzo e con le caratteristiche indicate nel documento informativo”; “acquisire il controllo della società

incertezze interpretative nella definizione dell'esatta portata del divieto. In tal senso, in assenza di altri riferimenti ed al fine di evitare "il blocco assoluto delle attività della società bersaglio di OPA", parte della dottrina aveva suggerito una interpretazione restrittiva di tale norma: si sarebbe dovuta ritenere necessaria l'autorizzazione assembleare soltanto in relazione ad atti ed operazioni che fossero "direttamente" volti a contrastare gli obiettivi dell'offerta, e fossero volti a creare "ostacoli oggettivi" al successo dell'offerta; di contro, non doveva essere considerata necessaria l'autorizzazione assembleare per il compimento di atti che potessero "solo indirettamente" contrastare l'offerta (*i.e.* le sopracitate "*factual defenses*")³⁵².

In un tale contesto la Consob è intervenuta offrendo un significativo contributo in funzione chiarificatrice; un tassello particolarmente importante della disciplina in esame nella misura in cui conserva ancor oggi la propria attualità in ragione dell'immutata formulazione legislativa del divieto posto a carico degli amministratori. La Consob interpellata circa il significato della disposizione³⁵³, nell'ambito della nota

emittente, ovvero l'insieme dei beni e dell'avviamento costituenti il patrimonio (l'azienda) della società". Anche in tal modo però l'A. riteneva la norma capace di conseguenze "estremamente pericolose" per l'emittente. Infatti, secondo l'interpretazione letterale della norma in esame, ogni atto od operazione che potesse comportare sia una riduzione del valore patrimoniale della società *target*, sia un incremento dello stesso valore (con conseguente incremento del prezzo di mercato delle azioni oggetto dell'offerta) sarebbe potuto essere ritenuto un atto volto a contrastare l'obiettivo dell'offerta, e pertanto avrebbe dovuto richiedere l'autorizzazione dell'assemblea con il quorum deliberativo del trenta per cento del capitale. Rileva in conclusione l'A. come secondo lui tale divieto legislativo "vada oltre le finalità volute dallo stesso legislatore: altro è impedire alla società *target* di porre in essere manovre difensive contro l'opa, altro è impedire di fatto la gestione della società *target*, con riferimento a qualsiasi atto che possa contrastare con gli obiettivi dell'offerta per tutto il periodo di durata dell'offerta".

Conforme a tale lettura sembrerebbe poi M.LISANTI, *Quale tutela per gli azionisti di minoranza?*, in Merc. Conc. Reg., 2000, p.163 ad avviso del quale sarebbe stato opportuno inserire nell'art.104 TUF una lista esemplificativa degli atti ed operazioni vietate, specificando che non si trattava di un'elencazione esaustiva.

Da ultimo *Cfr. contra* coloro che consapevoli della difficoltà di una puntuale definizione in via legislativa dei comportamenti contrastanti con l'obiettivo dell'offerta propendevano maggiormente verso un ruolo proattivo dell'Autorità di Vigilanza: F.VELLA, *op. ult. cit.*, p.165; M.CERA, *Commento a Tar Lazio, 21/10/99 e a Cons. Stato 29/10/99 n.1924*, in Riv. dir. priv., 2000, pp.130 ss.; F.CARBONETTI, *op. cit., passim*; F.PERNAZZA, *Autonomia e controllo nell'ordinamento delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1999, p.316; R.RORDORF, *La Consob come autorità indipendente nella tutela del risparmio*, in Foro It., V, 2000, pp.146 ss.

³⁵² L.G.PICONE, *Idem; Id.*, B.QUATRARO, *Le offerte pubbliche di acquisto e scambio, dottrina, casi e materiali*, Giuffrè, Milano, 2000, p.39

³⁵³ Ci si riferisce al *Comunicato Consob n. DAL/99039392*, in Consob Informa, n.21/99 del 24 maggio 1999 nel quale essa esplicitamente si richiama ai contributi di F. SANTORO PASSARELLI, *Atto*

OPA su Telecom Italia lanciata da Olivetti e Tecnost³⁵⁴, ha provveduto a supplire laddove il legislatore si era arrestato, esemplificando (seppur non esaustivamente) talune delle operazioni soggette alla particolare procedura di cui all'art.104 TUF.

Per primo l'Autorità di Vigilanza ha inteso individuare l'esatto significato giuridico da attribuire all'espressione "atti od operazioni". A suo avviso, riguardo al significato del termine "atti", "non sembra che possano essere presi in considerazione comportamenti che l'ordinamento non qualifichi già di per sé come "fatti giuridici" e pertanto "dovrà trattarsi di comportamenti a cui l'ordinamento fa conseguire effetti legalmente rilevanti", siano essi costitutivi, modificativi o estintivi di situazioni giuridiche ovvero sottoposti ad una condizione, ad un termine od un modo; al contrario, seguendo tale linea, non rientrano fra questi semplici "dichiarazioni di scienza, atti di accertamento o espressioni di giudizi che di per sé non siano produttivi di effetti giuridici"³⁵⁵. Quanto invece al secondo termine "operazioni", esso può considerarsi "una specificazione del primo", idonea a comprendere nel divieto anche "serie di atti fra loro collegati per la realizzazione di un determinato obiettivo che potrebbe non emergere dalla considerazione distinta dei singoli atti".

Rispetto poi al chiarimento dell'elemento teleologico in sé, espresso dalla formula "che possono contrastare gli obiettivi dell'offerta", la Consob, identificando quale presupposto obiettivo ordinario di un'offerta pubblica l'"acquistare con un certo esborso finanziario il controllo di una società che ha determinate caratteristiche strutturali e patrimoniali", ha cercato di individuare diverse categorie di atti od operazioni che possano appunto opporsi a tale scopo.

giuridico (voce), in *Enc. dir.*, IV, Milano 1959, pp. 203ss., e A. FALZEA, *Fatto giuridico* (voce), *Enc. dir.*, XVI, Milano, 1967, pp. 941ss.

³⁵⁴ Per un'approfondita analisi storica, economica e legale di tale acquisizione si rimanda *ex omnibus* a M.DALLOCCCHIO, G.LUCCHINI, *L'OPA Ostile- Il caso Olivetti-Telecom*, EGEA, Milano, 2001, *passim spec.* pp.35-127

³⁵⁵ Aggiunge in merito la Consob che "[i]n tal senso depone in primo luogo l'uso del termine "atti" che, in mancanza di indici contrari, non può che ritenersi conforme alla definizione che la dottrina generale del diritto dà degli "atti giuridici" che sono quei fatti caratterizzati dalla presenza di un comportamento umano a cui l'ordinamento ricollega effetti giuridici" e che "ritenere che con l'art. 104 la legge abbia inteso assegnare rilievo, tramite una clausola generale, ad atti che non costituiscono o modificano situazioni giuridicamente rilevanti, condurrebbe ad una incertezza applicativa difficilmente superabile e ad un rischio di completo immobilismo dei soggetti che si trovano in rapporto organico con la società".

In una prima categoria vengono ricompresi “gli atti che puntano ad incrementare il costo necessario per raggiungere il quantitativo di adesioni” che l'offerente intende ottenere. In tale ambito la Consob fa rientrare³⁵⁶ le operazioni di aumento di capitale o di conversione in azioni con diritto di voto di altri strumenti finanziari, “idonee a ridurre il valore percentuale del quantitativo di azioni oggetto dell'offerta, salvo che l'offerente non opti per un esborso complessivo maggiore”; inoltre equipara ad esse anche “l'acquisto di azioni proprie da parte dell'emittente”, proprio per la sua capacità di ridurre “la platea dei potenziali aderenti all'operazione” e, in tal senso rafforzare, la posizione dell'attuale controllante, incidendo sul prezzo di mercato dei titoli.

Una seconda categoria è quella dei comportamenti volti a “mutare, anche con effetto differito, le caratteristiche patrimoniali ed aziendali della società oggetto di acquisto”. In tal senso vengono individuati atti come: le cessioni di beni e delle altre componenti dell'attivo, le operazioni di fusione o scissione, gli atti che incrementano il peso dell'indebitamento finanziario sul bilancio della società, l'avvio di una politica di acquisizioni o, infine, l'imprevisto abbandono di attività d'impresa o l'improvvisa modifica delle politiche industriali o commerciali.

In una terza ed ultima categoria invece l'Autorità di Vigilanza riconduce tutti quei “comportamenti di disturbo volti a rendere difficile la possibilità che l'offerente raggiunga realmente l'obiettivo perseguito”. In tale area rientra, ad esempio la promozione di un'offerta contraria sulle azioni dell'offerente o di una sua controllata o l'acquisto di nuovi “business” che rendono più difficile il superamento dei problemi connessi alla normativa *antitrust*. Possono ugualmente considerarsi comportamenti di disturbo le operazioni che rendono estremamente costoso per il nuovo controllante esercitare, dopo il buon esito dell'offerta, atti tipici del socio di controllo, come il

³⁵⁶ Interessante è notare come la Consob, dichiarandolo inoltre nello stesso comunicato in analisi, abbia scelto una esemplificazione che “corrisponde sia all'ampia esperienza statunitense sulle tecniche di difesa sia alle indicazioni, di natura esemplificativa, compiute nella rule 21 del City Code inglese e nelle notes ad essa seguenti”. Tra gli esempi da essa forniti è infatti semplice individuare (seppur tradotti in termini italiani) misure di difesa tipiche della più nota casistica di *takeover* nordamericana, tra le quali in particolare: *selling of the crown's jewels* (i.e. le cessioni di beni e delle altre componenti dell'attivo), *porcupine provisions* (i.e. atti che incrementano il peso dell'indebitamento finanziario sul bilancio della società), *pac-man defense* (i.e. la promozione di un'offerta contraria sulle azioni dell'offerente o di una sua controllata) e *golden parachutes* (i.e. riconoscimento agli amministratori in carica di diritti particolari in caso di loro sostituzione).

riconoscimento agli amministratori in carica di diritti particolari in caso di loro sostituzione.

Infine la Consob è nuovamente intervenuta in ottica interpretativa su di un aspetto non espressamente disciplinato dalla norma in questione, confermando la liceità di operazioni esecutive di contratti stipulati anteriormente al lancio dell'offerta; sulla scorta della considerazione che l'orientamento contrario "contrasterebbe con l'esigenza di salvaguardia degli impegni legalmente assunti e farebbe conseguire all'offerta un grado di instabilità nella gestione della società incompatibile con il permanere delle azioni da essa emesse sul mercato"³⁵⁷. Una lettura che è stata ritenuta valida anche laddove non vi siano contratti in essere, ma semplici programmi e piani decisi anteriormente al lancio dell'OPA, che non richiedano tuttavia alcuno spazio di discrezionalità degli amministratori, permettendogli in questo modo di procedere all'attuazione di operazioni che sono tuttavia potenzialmente in grado di mutare gli assetti patrimoniali della società con plausibili effetti difensivi "di fatto"³⁵⁸ (in merito *amplius infra* in Cap.III §3.5.1).

In conclusione, va qui dedicata un'ultima considerazione ad un ulteriore aspetto con il quale il legislatore del TUF è sembrato voler compiere dei passi in avanti rispetto alla rigidità assunta in passato in tema di difese, giungendo finalmente a mostrare un (seppur moderato) interesse nell'approccio alla "regolamentazione" delle misure di difesa preventive.

Nel vigore della disciplina precedente, la possibilità, implicitamente riconosciuta dalla legge, di stipulare "sindacati di voto o di blocco", poteva essere assimilata ad uno strumento difensivo che rimaneva, tuttavia, escluso dall'ambito di applicazione dell'art.16 della legge 149, del 1992. Parte della dottrina aveva infatti rilevato come tali sindacati rappresentassero un elemento in grado di incidere significativamente sul governo delle società, poiché, contribuendo a determinarne gli assetti di potere, offrivano uno strumento idoneo a "limitare il numero delle già esigue società scalabili presenti sul mercato italiano".

³⁵⁷ Ci si riferisce alla Circolare Consob n. DIS/799085578 del 19 dicembre 1999.

³⁵⁸ Così F.VELLA, *op. ult. cit.*, p.170

In tale contesto veniva ad inserirsi il comma 3, dell'art.123 TUF³⁵⁹ che assicurava agli azionisti intenzionati ad aderire ad un'offerta pubblica di acquisto o scambio la possibilità di recedere *ad nutum* dai patti stipulati ai sensi dell'art.122 TUF aventi ad oggetto l'esercizio del diritto di voto od il trasferimento dei titoli. Sebbene neanche in questo caso il legislatore si fosse spinto fino a regolamentare con completezza ed unitarietà la categoria delle difese preventive, tale norma vantava in ogni caso il pregio di ricondurre ad un sistema unitario e coerente la situazione di incompatibilità che, in presenza di un patto parasociale, si determinava qualora fosse promossa un'OPA sui titoli della società.

In altri termini, nel risolvere la contrapposizione che, in caso di OPA, si determina tra la tutela delle libertà di aderire ad un patto parasociale e la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto, il nostro legislatore sembrerebbe in questo caso essersi proteso

³⁵⁹ La norma recita testualmente: "3. Gli azionisti che intendano aderire a un'offerta pubblica di acquisto o di scambio promossa ai sensi degli articoli 106 o 107 possono recedere senza preavviso dai patti indicati nell'articolo 122. La dichiarazione di recesso non produce effetto se non si è perfezionato il trasferimento delle azioni."

Proprio per tale sua formulazione, la norma aveva originato dei contrasti nelle posizioni dottrinali circa la sua interpretazione. La disposizione in questione si riferisce infatti espressamente alle offerte promosse ai sensi degli artt. 106 e 107 TUF, disposizioni che, com'è noto, sono contenute nella Sezione intitolata all'OPA obbligatoria.

Parte della dottrina allora propendeva per una interpretazione più rigida, consentendone l'applicazione esclusivamente alle ipotesi di OPA obbligatoria. Si veda in tal senso *ex multis* C.MOSCA, *op. cit.*, p. 272 secondo la quale "la scelta è stata probabilmente dettata dalla volontà di far prevalere la tutela degli interessi perseguiti dalla disciplina dell'opa obbligatoria rispetto all'autonomia privata espressa dagli azionisti nel momento in cui hanno scelto di aderire al sindacato di voto. In caso di opa volontaria che, al contrario, determina l'incontro tra due distinte autonomie negoziali (quella del promotore dell'offerta, da una parte, con quella espressa dagli azionisti quando hanno aderito al sindacato di voto, dall'altra) il T.U. rimane neutrale nei confronti delle scelte effettuate dagli azionisti in relazione all'esercizio del diritto di voto, non riconoscendo il medesimo diritto di recedere al sindacato ad essi assicurato, invece, in caso di opa obbligatoria". Conforme a tale lettura anche P.MONTALENTI, *op. cit.*, p.161.

Al contrario altra dottrina ha invece ritenuto che "siffatto diritto di recesso non è limitato al caso in cui venga promossa un'OPA obbligatoria, ex art.106, co.1, ma sussiste, più in generale, nel caso di OPA totalitaria ovvero di OPA preventiva parziale, ex art.107", così R.LENER, *op. cit.*, p. 272-273. Si veda inoltre R.COSTI, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2016, p.315 secondo il quale "[n]on vi è infatti alcuna ragione per discriminare fra offerta totalitaria preventiva e offerta totalitaria successiva e, ancor meno, fra preventiva totalitaria e preventiva parziale, promossa ai sensi dell'art.107"; se d'altro canto "la *ratio* del diritto di recesso sta nel non frapporre ostacoli alla circolazione dei diritti proprietari quando l'offerta sia seria, quella *ratio* sicuramente ricorre nell'ipotesi in cui l'offerta sia totalitaria, anche se non obbligatoria."

a favore della contendibilità del controllo societario³⁶⁰, spingendosi sino al punto³⁶¹ di sacrificare a tal fine l'autonomia privata degli aderenti al patto mediante il riconoscimento di una peculiare facoltà di recesso *ad nutum*. Una scelta confermata in sede di recepimento della Direttiva 2004/25/CE e tutt'ora in vigore, alla quale non può negarsi almeno il pregio di aver sicuramente agito quale precursore dell'odierna regolamentazione delle ipotesi di limitazioni al trasferimento dei titoli od al diritto di voto previste negli statuti o da patti parasociali (su cui si veda *infra* Cap.III §3.4).

3.3.3 La direttiva 2004/25/CE, la disciplina italiana di attuazione e la misura “anticrisi”

La Direttiva 24/2005/CE, meglio nota come Direttiva OPA (e da qui definita in tal modo), definitivamente approvata dal Parlamento Europeo il 21 aprile del 2004, è il frutto di un *iter* travagliato e quasi ventennale di discussioni e dibattiti, che hanno

³⁶⁰ Si veda in tal senso l'*Audizione al Parlamento* del Direttore del Tesoro, in Riv. soc., 1998, p. 2010, secondo cui la disposizione in questione è volta ad “incrementare la contendibilità del controllo societario in un sistema tradizionalmente bloccato come quello italiano”. In dottrina sulla relazione tra du, R. LENER, *op. cit.*, p. 273; A. TUCCI, *Patti parasociali e governance nel mercato finanziario*, Cacucci, Bari, 2005, p. 35; F.CHIAPPETTA, *I patti parasociali nel Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in Riv. soc., 1998, pp.1007 ss.; F.CARBONETTI, *I patti parasociali nelle società non quotate alla luce del Testo Unico della Finanza*, in Riv. soc., 1998, p. 911 ad avviso dei quali l'art.123, comma 3 risponderebbe all'esigenza di individuare un punto di equilibrio fra stabilità e contendibilità degli assetti proprietari delle società quotate. Ma *Cfr. contra* A.PICCIAU, *Commento sub art. 123*, in La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Commentario (diretto da) P.MARCHETTI e L.A. BIANCHI, Giuffrè, Milano, 1999, p.921 secondo il quale sarebbe solo l'OPA obbligatoria totalitaria ad essere “promossa ai sensi dell'art. 106 T.U.”, mentre l'OPA volontaria sulla totalità delle azioni sarebbe promossa ai sensi dell'art. 102.

Si veda inoltre più di recente C.MOSCA, *Azioni di concerto e OPA obbligatoria*, EGEA, Milano, 2013, pp. 32-33 e spec. *sub* note 63 e 67 secondo la quale tale disposizione avrebbe l'effetto di “innalzare la contendibilità”, con l'effetto che la minaccia di un'OPA ostile torna ad essere “verosimile”, rappresentando la disposizione di cui all'art.123, comma 3 TUF “un incentivo per ogni potenziale acquirente il quale decida di confidare nella scarsa coesione del patto di fronte ad un'offerta pubblica di acquisto.

³⁶¹ Una scelta che non è andata peraltro esente da critiche. Si veda *ex multis* G. OPPO, *Commento sub art. 122-123*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova 1998, II, p. 1140, secondo cui “l'attribuzione del diritto di recedere liberamente non appare gran rispettosa dell'autonomia privata”. Il “sacrificio” dell'autonomia contrattuale è stato messo in relazione “alle istanze pubblicistiche di tutela del mercato del controllo societario” da A. TUCCI, *Ibidem*, p. 35.

toccato i profili più rilevanti della disciplina delle acquisizioni societarie sussistente nei vari Stati membri³⁶². Notoriamente determinante allo scopo di raggiungere finalmente un accordo unanime sullo schema di tale Direttiva è stata la redazione di un provvedimento che contenesse unicamente l'affermazione di principi generali, la scelta di una cosiddetta “*framework directive*”, che avesse come caratteristica principale la previsione non già di obblighi, ma di mere opzioni rimesse alla scelta di ciascuno Stato Membro.

Va tuttavia preliminarmente sottolineato come la Direttiva OPA, a differenza di quanto generalmente ritenuto, non sia una direttiva sul mercato mobiliare, bensì una delle direttive finalizzate ad armonizzare il diritto societario e fondate sull'art. 50 par.

³⁶²Il primo progetto della Commissione risale al 1974: *Report on takeovers and other bids*, COM doc. XI/56/74, e per i cui esiti di indagine si veda R.R. PENNINGTON, *Relazione sulle offerte pubbliche di acquisto di titoli a fine di controllo e sulle altre offerte pubbliche*, in Riv. soc., 1975, p. 730ss. La prima proposta formale di XIII Direttiva risale al 1989: COM doc. 16 febbraio 1989, in GUCE C64/8 del 14 marzo 1989, p. 8, consultabile anche in Riv. soc., 1988, pp. 1342 ss. Una nuova proposta rivista è del 1996 (COM doc. 2 luglio 1996, in GUCE 378/10) e venne rigettata dal Parlamento europeo nel 2001, per un commento a tale progetto si vedano: F. ANNUNZIATA, *Verso una nuova proposta di direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche d'acquisto*, in Riv. soc., 1996, pp. 337 ss.; G. DI MARCO, *La nuova proposta di disciplina delle Opa nell'Unione Europea*, in Soc., 1996, pp. 137ss.; M. VENTORUZZO, *Respinta dal parlamento europeo la tredicesima direttiva sull'opa*, in Riv. soc., 2001, p. 955 In seguito venne presentata una nuova proposta nel 2002 (COM doc. 2 ottobre 2002), formulata dopo il parere dell'“*High level group*” di esperti presieduta dal Prof. Winter (per cui si veda *infra sub* nota 366). Prima dell'ultima formulazione, infine, venne chiesto un ulteriore parere: B.DAUNER LIEB, M.LAMANDINI, *The New Proposal of a Directive on Company Law Concerning Takeover Bids and the Achievement of a Level Playing Field*, European Parliament Directorate-General for Research, Working Paper, 9 dicembre 2002.

In tal senso *ex multis* M.TOLA, *La Direttiva europea in materia di OPA: prime riflessioni*, in Banca, borsa, tit. cred., 2005, p.490 la quale rileva come questo provvedimento si ponga a conclusione di un percorso “particolarmente laborioso costellato da due proposte di direttiva e da un'innunerevole mole di emendamenti, pareri, studi e consultazioni oltre che da clamorose decisioni di rigetto successive ad accordi già raggiunti”.

Ma per una disamina del dibattito che ha accompagnato tale direttiva e che ne ha seguito l'adozione si vedano inoltre G. DI MARCO, *Opa comunitaria: un nuovo passo verso l'integrazione dei mercati finanziari*, in Soc., 2004, pp. 1170ss.; R. MAGLIANO, *I nodi irrisolti della tredicesima direttiva società: dall'armonizzazione alla concorrenza tra ordinamenti*, in Dir. comm. int., 2005, pp. 283ss. e spec. pp. 283-288 per una descrizione del processo storico che ha portato all'emanazione dei tale norma; M. GATTI, *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto*, in Nuova giur. civ. comm., 2005, II, pp. 416ss.; L. SCIPIONE, *La direttiva europea in materia di OPA: profili generali e aspetti comparatistici*, in Riv. dir. impr., 2005, pp. 163ss.; *Id.*, *La nuova disciplina dell'opa europea: un'ipotesi di regolamentazione minimale*, in Dir. banca merc. fin., 2005, I, pp. 22 ss.; A. BENOCCI, *Il mercato (comune?) del controllo societario tra presente e futuribile, Riflessioni intorno alla direttiva 2004/25/CE sull'opa europea*, Pacini Editore, Pisa, 2005. Ed in particolare V.EDWARDS, *The directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On?*, in European Company and Financial Law Review, 2004, pp.416 ss.

2, lettera g) del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (vecchio art.44, par. 2, lettera g) del Trattato sull'Unione europea)³⁶³. È per questa ragione quindi che tale norma si riferisce esclusivamente alle offerte dirette ad ottenere il controllo di una società; più precisamente la Direttiva riguarda solo le offerte rivolte “ai possessori dei titoli di una società per acquisire la totalità o una parte di tali titoli [...] a condizione che sia successiva o strumentale all'acquisizione del controllo secondo il diritto nazionale della società emittente”.³⁶⁴

Da qui il suo “scopo annunciato”³⁶⁵, cioè quello di realizzare un cosiddetto “*level playing field*” a livello europeo circa le misure di tutela dei soci (in particolare di minoranza³⁶⁶)

³⁶³ Che recita appunto: “1. Per realizzare la libertà di stabilimento in una determinata attività, il Parlamento europeo e il Consiglio deliberano mediante direttive secondo la procedura legislativa ordinaria, previa consultazione del Comitato economico e sociale. 2. Il Parlamento europeo, il Consiglio e la Commissione esercitano le funzioni loro attribuite in virtù delle disposizioni che precedono, in particolare: [...] g) coordinando, nella necessaria misura e al fine di renderle equivalenti, le garanzie che sono richieste, negli Stati membri, alle società a mente dell'articolo 54, secondo comma per proteggere gli interessi tanto dei soci come dei terzi”.

³⁶⁴ Testualmente Art.2, lettera (a), Direttiva 24/2005/CE.

A differenza della Direttiva OPA, il diritto italiano prevede una disciplina generale applicabile a tutte le OPA, non solo a quelle per il controllo di società quotate. In tal senso l'art.1, comma1, lett.v) TUF.

Rileva infatti F.M.MUCCIARELLI, *L'attuazione della Direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in Giur. Comm., 2008, p. 450 come “[i]n pratica, il t.u.f. limita alle opa per il controllo l'ambito di applicazione delle disposizioni maggiormente influenzate dalla Direttiva opa”, ma a differenza di questa “l'ambito di applicazione è più ampio” essendo questo esteso “anche alle opa sui titoli non negoziati in un mercato regolamentato, mentre le norme anti-difese si applicano alle opa sui titoli, anche non negoziati, ma emessi da società con sede legale in Italia e “con titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di uno Stato comunitario” (art. 101-bis, comma 3 TUF), i quali non devono essere necessariamente gli stessi titoli oggetto dell'opa”.

³⁶⁵ Ci si riferisce in questo modo a quanto espresso nel primo e nel secondo considerando della Direttiva OPA: (1) “[c]onformemente all'articolo 44, paragrafo 2, lettera g), del trattato è necessario coordinare, al fine di renderle equivalenti in tutta la Comunità, talune garanzie che gli Stati membri esigono dalle società disciplinate dalle leggi di uno Stato membro ed i cui titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato di uno Stato membro, per proteggere gli interessi tanto dei soci come dei terzi”; (2) “[è] necessario tutelare gli interessi dei possessori di titoli delle società disciplinate dalle leggi degli Stati membri quando dette società sono oggetto di un'offerta pubblica di acquisto, ovvero si verifica un cambiamento nel controllo di dette società, ed almeno una parte dei loro titoli è ammessa alla negoziazione su un mercato regolamentato di uno Stato membro”.

³⁶⁶ Si veda in tal senso il nono considerando della Direttiva OPA: (9) “[è] opportuno che gli Stati membri adottino le misure necessarie per tutelare i possessori di titoli, in particolare quelli con partecipazioni di minoranza, quando è stato acquisito il controllo delle loro società [...]”.

Obiettivi rintracciabili anche nel cosiddetto “*Winter Report*”, un *report* redatto nel 2001 dal “Gruppo di alto livello di esperti di diritto societario” nominato dalla Commissione Europea con il compito di aiutare la Commissione stessa a preparare la proposta di direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto nonché a definire le priorità di sviluppo del diritto societario comunitario.

delle società con titoli negoziati in mercati regolamentati, in occasione del trasferimento del controllo sulle società stesse. Un intervento reso necessario in ragione, da un lato del crescente attivismo delle società europee nel settore delle M&A, e dall'altro, della constatazione di come le prospettive di successo di un'OPA siano diverse nei vari Stati membri anche a causa del diverso atteggiarsi delle possibili tecniche difensive³⁶⁷.

I punti nodali di tale disciplina, e come tale i più controversi e maggiormente contestati in sede dei lavori per l'emanazione della Direttiva, furono quelli riguardanti le misure difensive. Difatti, l'oggetto principale del dissenso e delle forti resistenze al raggiungimento di una posizione comune era riscontrabile proprio nella volontà di introdurre la *passivity rule* e la regola di neutralizzazione³⁶⁸ nel panorama di *takeover* europeo, quali regole generalmente applicabili in pendenza di OPA dalle società *target* quotate negli Stati membri.

Con queste premesse non dovrebbe stupire la constatazione che la definitiva approvazione della Direttiva OPA si sia realizzata sul piano del compromesso, con il

Secondo questi dunque due sarebbero dovuti essere i principi-guida dell'intervento comunitario: *in primis* la valorizzazione dello *shareholder decision-making* ed il conseguente ridimensionamento della discrezionalità degli amministratori; *in secundis*, la necessaria proporzione tra diritto di *voice* e rischio effettivamente sopportato. In tal senso di veda E.ROSATI, *La nuova disciplina delle tecniche di difesa nelle opa ostili*, in Soc., 2009, p.569.

Per ciò che attiene al sopraesposto *report* si veda fra tutti l'analisi svolta da L.ENRIQUES, *Le proposte del "Gruppo di alto livello di esperti di diritto societario" in tema di opa*, in Giur. Comm., 2002, pp.115 ss. e *Id.*, *In tema di difese contro le opa ostili: verso assetti più contendibili o più piramidali?*, in Giur. Comm., 2002, pp. 108 ss. il quale, già *ante-Direttiva OPA*, oltre a rilevare l'inefficacia (e la contro produttività) di regole severamente protettive degli azionisti esterni in tema di autorizzazione delle tattiche difensive per il loro effetto di "indurre gli imprenditori ad evitare in tutti i modi (*ndr.* con gli strumenti preventivi di separazione tra proprietà e controllo) che le società controllate possano mai essere oggetto di un tentativo di scalata ostile", osservava come "le proposte dei saggi U.E., dichiaratamente intese a livellare il campo di gioco, avvantaggerebbero [...] quegli Stati membri in cui prevalgono, quali tecniche di separazione tra proprietà e controllo, le partecipazioni incrociate ed i gruppi piramidali".

³⁶⁷ Così E.ROSATI, *Ibidem*.

³⁶⁸ Rileva M.TOLA, *op. ult. cit.*, p.496 come all'introduzione della *passivity rule* si fosse sempre opposta la Germania, "strenua sostenitrice della necessità che ogni decisione, in merito all'attuazione delle misure *anti-takeover*, dovesse essere rimessa al consiglio di sorveglianza ed agli amministratori"; mentre la previsione secondo la quale, in seguito alla pubblicazione del documento di offerta, i titoli a voto plurimo attribuiscono un solo voto nell'assemblea convocata per decidere l'attuazione delle misure di difesa, era pesantemente osteggiata da Svezia e Finlandia, "ove l'istituto del voto plurimo trova ampia diffusione".

necessario ricorso ad un accordo di opzionalità: la cosiddetta regola dell'“*opting-out*”. In tal modo, se per un verso entrambi i principi sopra ricordati sono stati infine ribaditi nella norma europea, tuttavia, la loro forza cogente ha subito un'incisiva “sterilizzazione”³⁶⁹ per via della previsione di un regime opzionale riconosciuto agli Stati membri i quali, in definitiva, potevano (e possono) rimettere alle società interessate la facoltà di adottare tali regole.

Più nello specifico la prima di tali regole, quella di passività, viene contemplata dalla Direttiva OPA all'art.9 (rubricato “Obblighi dell'organo di amministrazione della società emittente”) il quale impone all'organo di amministrazione della società emittente di ottenere l'autorizzazione dell'assemblea generale degli azionisti “prima di intraprendere qualsiasi atto od operazione che possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta”, e, in particolare “prima di procedere all'emissione di azioni che possano avere l'effetto di impedire durevolmente all'offerente di acquisire il controllo della società emittente”; con l'unica eccezione della “ricerca di altre offerte”, verso la quale la Direttiva sembrerebbe seguire un approccio di favore³⁷⁰.

³⁶⁹ In tal senso P. SFAMENI, *La nuova Direttiva europea sulle offerte pubbliche di acquisto*, in Riv. soc., 2004, p. 1002

Va inoltre ricordato come la chiave di volta di tale meccanismo possano essere considerate da un lato la previsione contenuta nel ventunesimo considerando della Direttiva OPA in base al quale: “Tenendo conto delle differenze esistenti nei meccanismi e nelle strutture del diritto societario negli Stati membri, agli Stati membri dovrebbe essere consentito di non esigere che le società stabilite nel loro territorio applichino le disposizioni della presente direttiva che limitano i poteri dell'organo di amministrazione della società emittente nel periodo entro il quale l'offerta deve essere accettata, e le disposizioni che rendono inefficaci le barriere previste dallo statuto o da accordi specifici. In tale caso, gli Stati membri dovrebbero perlomeno conferire alle società stabilite nel loro territorio la facoltà, che deve essere reversibile, di applicare queste disposizioni. Fatti salvi gli accordi internazionali di cui la Comunità europea è parte contraente, agli Stati membri dovrebbe essere consentito di non obbligare le società che applicano queste disposizioni conformemente agli accordi opzionali ad applicarle quando sono oggetto di un'offerta lanciata da una società che non applica le stesse disposizioni in conseguenza del fatto che si avvale di questi accordi opzionali.”; e dall'altro dalla previsione contenuta nel successivo art.12, per il quale tuttavia si veda *infra* in questo paragrafo.

Di “armonizzazione solo parziale” parla anche S.CAPPIELLO, *Le difese dalle offerte pubbliche di acquisto tra regolamentazione e autonomia statutaria*, in AA. VV., *Profili attuali di diritto societario europeo*, (a cura di) G.FERRI jr., M.S.RICHTER jr., Giuffrè, Torino, 2010, p.121 secondo il quale tale soluzione di compromesso sarebbe “conseguenza dell'importanza degli interessi in gioco e della diversità di vedute sullo spazio che occorre concedere ai *bidder* nell'ambito dei *takeover*”.

³⁷⁰ In tal senso E.ROSATI, *op. cit.*, p.569 che riscontra la *ratio* di tale eccezione nel “carattere non difensivo” di tale attività di ricerca, “anche alla luce del fatto per cui la presentazione di offerte

La regola di “neutralizzazione” invece la troviamo codificata nell’art.11 della Direttiva 24/2005/CE (appunto rubricato “Regola di neutralizzazione”). Al tempo dell’adozione della norma europea (ed ancora oggi) molti ordinamenti consentivano l’adozione di meccanismi giuridici mediante i quali il controllo di una società potesse essere mantenuto anche senza detenere la piena maggioranza delle quote (le difese preventive di cui più nel dettaglio *infra* Cap.III § 3.4). Successivamente all’entrata in vigore della Direttiva è stato così rilevato come la soluzione più semplice e lineare per impedire che questi patti o clausole ostacolassero la contendibilità del controllo societario sarebbe stata quella di “vietarle a livello europeo, codificando in una direttiva di armonizzazione il principio “un’azione-un voto”³⁷¹. Ma chiaramente non è stata questa la strada prescelta dalla Commissione. La Direttiva OPA, infatti, non si spinge sino ad incidere sui limiti all’autonomia statutaria stabiliti dai singoli ordinamenti nazionali, né sino ad introdurre un principio vincolante quale quello appena esposto, ma rivolge la sua efficacia esclusivamente alla “neutralizzazione” delle clausole statutarie e dei patti parasociali in grado di ostacolare la riuscita di un’OPA. A norma dell’art. 11 il riflesso del lancio di un’OPA e della sua pubblicità sarebbe proprio quello di rendere prive di effetto o non applicabili, a seconda delle circostanze, nei confronti dell’offerente talune restrizioni di tipo statutario o contrattuali della società emittente; con ciò riferendosi sia alle limitazioni relative al trasferimento di titoli³⁷² che quelle attinenti all’esercizio del diritto di voto³⁷³.

concorrenti andrebbe a beneficio degli azionisti della società target”. Per una più approfondita analisi di tale argomento si veda *infra* Cap. III § 3.5

³⁷¹ Così F.M. MUCCIARELLI, *op. ult. cit.*, p.459; sull’argomento si veda tra tutti G. FERRARINI, «Un’azione-un voto»: un principio europeo?, (versione italiana) in Riv. soc., 2006, pp. 24ss.

³⁷² In tal senso l’art.11, paragrafo 2 della Direttiva 2004/25/CE. Le quali sono connesse tanto a restrizioni di tipo statutario (art.11, paragrafo 2, prima parte), quanto a quelle di tipo contrattuale (art.11, paragrafo 2, seconda parte). Nel primo caso, in pendenza di OPA, le restrizioni “non si applicano”; nel secondo “non hanno effetto”. Così P.DEGIOIA-CARABELLESE, *Commento agli artt.104 e 104-bis TUF*, in AA.VV., *Commentario all’offerta pubblica di acquisto*, (a cura di G. FAUCEGLIA), Giappichelli, Torino, 2010, p.70

³⁷³ In tal caso l’art.11, paragrafo 3 della Direttiva, prescrive nella prima parte che le “le restrizioni al diritto di voto previste nello statuto della società emittente non hanno effetto”, in questo caso unicamente “nell’assemblea generale che decide su misure di difesa eventuali”. Ugualmente nella seconda parte rende inefficaci “le restrizioni al diritto di voto previste in accordi contrattuali tra la società emittente e possessori di titoli di questa società o in accordi contrattuali tra possessori di titoli della società emittente”. Si vedano in tal senso P.DE GIOIA-CARABELLESE, *Ibidem*; M.TOLA, *op. ult. cit.*, p.497.

Ma, per ciò che interessa la nostra analisi, l'art.12 può sicuramente essere considerato il più significativo di tale impianto normativo³⁷⁴, se non altro per il suo ruolo di colonna portante nell'accordo raggiunto alla base dell'emanazione della Direttiva OPA. Ci si riferisce alla scelta del legislatore comunitario di concedere agli Stati membri il "diritto di non esigere" (il cosiddetto *opt-out* statale) "che le società [...] con sede sociale nel loro territorio, applichino l'articolo 9, paragrafi 2 e 3, e/o l'articolo 11" (rispettivamente *passivity*³⁷⁵ e *breakthrough rule*); dovendo comunque "conferire alle società con sede sociale nel loro territorio la facoltà, che è reversibile" di applicare tali regole ("*opt-back in*" statutario), quando decidano di avvalersi dell'opzione concessagli. Osservando poi più da vicino la lettera di questo articolo si rileva come l'uso dell'interpunzione disgiuntiva "e/o" permetta l'adozione, o meno, della regola di passività e di quella di neutralizzazione indipendentemente l'una dall'altra; in altri termini tale scelta non

Merita qui di essere evidenziato inoltre che al paragrafo quattro il medesimo articolo prevede che "Quando, a seguito di un'offerta, l'offerente detiene il 75 % o più del capitale con diritto di voto, le eventuali restrizioni al trasferimento di titoli e ai diritti di voto di cui ai paragrafi 2 e 3 e qualsiasi diritto straordinario degli azionisti riguardante la nomina o la revoca di membri dell'organo di amministrazione previsto nello statuto della società emittente non vengono applicati; i titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nella prima assemblea generale che segue la chiusura dell'offerta, convocata dall'offerente per modificare lo statuto societario o revocare o nominare i membri dell'organo di amministrazione".

³⁷⁴ Sicuramente importante è inoltre la previsione della cosiddetta regola di "reciprocità" della quale qui si vuole offrire solo una descrizione, incidendo essa in maniera solo marginale sulla disciplina delle misure difensive, soprattutto nel panorama nazionale. Tale regola, contenuta all'art. 12, par. 3, consente agli Stati membri di esonerare le società che applicano le regole di passività e/o neutralizzazione dall'applicazione delle medesime qualora le società siano oggetto di un'offerta lanciata da una società che non applichi le medesime regole ovvero da una società controllata, direttamente o indirettamente, da quest'ultima. In simili casi tuttavia le misure difensive poste in essere in applicazione della regola di reciprocità devono essere state autorizzate anticipatamente dall'assemblea della società emittente, non più tardi di 18 mesi prima rispetto a quando l'offerta sia stata resa pubblica. Per un'analisi più approfondita si rimanda fra tutti a F.M.MUCCIARELLI, *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'opa*, in *Giur. Comm.*, 2005, pp.830 ss.; A.ANGELILLIS, C.MOSCA, *op. cit.*, *passim* il quale a p.1117 riconosce in tale regola l'obiettivo di creare un *level playing field* anche tra *bidder* e *target*.

³⁷⁵ Preferiamo qui mantenere questa dicitura al fine di conferire organicità al testo nel quale più volte è stata richiamata la passività del *board* in tali termini. Va però rilevato come secondo alcuni autori si dovrebbe più correttamente parlare di "*board neutrality rule*" in quanto la passività non risulta assoluta ma colpisce esclusivamente l'organo amministrativo, demandando all'assemblea generale degli azionisti l'autorizzazione a difendere la società. In tali termini *ex multis* A.ANGELILLIS, C.MOSCA, *op. cit.*, p.1121

casuale sembrerebbe voler riflettere il fatto che i due “micro-impianti normativi” sin qui considerati possano procedere tranquillamente in via separata³⁷⁶.

Ed è proprio a partire da quest’ultima considerazione che parte della dottrina ha mosso le proprie critiche alla disciplina comunitaria circa la reale incisività di tale scelta sulla contendibilità delle società europee. Dalla combinazione dei due principi e dalla deroga che ne può essere fatta dal legislatore nazionale può sicuramente scaturire una gamma di combinazioni possibili alquanto ricca e variegata, già a livello di ciascun ordinamento; se poi si considera il numero complessivo degli ordinamenti sottoposti a tale Direttiva, “risulta finanche azzardato, in tal materia, parlare di armonizzazione in senso tecnico”³⁷⁷. Con ciò avendo taluni concluso nel senso di un certo fallimento del

³⁷⁶ Così P.DE GIOIA-CARABELLESE, *op. cit.*, p.71. Ma a favore di questa tesi anche A.ANGELILLIS, C.MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della Commissione Europea*, in Riv. soc., 2007, p.1121 i quali sottolineano che “gli Stati membri sono liberi se recepire o meno la *passivity rule* e la *breakthrough rule* (una sola o entrambe)”; G.OPROMOLLA, *La nuova normativa italiana sulle OPA e le misure difensive contro le OPA ostili. Cosa cambia?*, in Soc., 2007, p.1446 il quale però evidenzia come la possibilità di disgiungere l’applicazione della disciplina e dunque di adottare un regime separato riguardi solo l’art.9 in rapporto all’art.11 e viceversa, ma non le singole fattispecie all’interno dell’alveo della regola di neutralizzazione. L’A. afferma che “non pare, in ogni caso, che la Direttiva consenta agli Stati membri di scindere le clausole o i patti parasociali difensivi introducendo la regola solo per alcuni e non per altri; di conseguenza, ogni Stato membro potrà introdurre la neutralizzazione o non farlo, per tutte tali clausole o patti”. Conforme a quest’ultima lettura F.M.MUCCIARELLI, *op. ult. cit.*, p.834 il quale rileva come la Direttiva non consenta “agli Stati membri di scindere le clausole o i patti parasociali difensivi, introducendo la neutralizzazione solo per alcuni e non per altri”.

³⁷⁷ Espressione di P.DE GIOIA-CARABELLESE, *Ibidem*, p.72 il quale, senza contare le combinazioni nascenti dalla clausola di reciprocità, individua sette diverse combinazioni in ciascuno Stato membro: 1) passività sì, neutralizzazione no; 2) passività no; neutralizzazione sì 3) entrambe sì; 4) entrambe no; contando poi che con l’adozione dell’*opt-in* statutario per le ipotesi di cui ai punti 1,2 e 3 conseguirebbero ulteriori ipotesi teoriche. E queste andrebbero infine moltiplicate per i 28 Paesi dell’Unione Europea. L’A. però conclude in senso non del tutto negativo alla disciplina comunitaria, considerando che sebbene la Direttiva OPA abbia preferito “lasciare agli Stati membri la scelta circa” l’inclusione o meno delle regole fin qui esposte, “[t]uttavia, non si ritiene che ciò sia un errore tecnico, né che modifiche dell’articolato siano auspicabili; *hic manebimus optime*, verrebbe da affermare, e la disciplina OPA, così com’è, non è forse un compromesso, ma una scelta rispettosa della specificità dei principi di taluni Stati membri, che come tale non necessita di cambiamenti in una prospettiva futura”.

Al contrario si vedano *contra ex multis* M. GATTI, *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche d’acquisto*, in Nuova Giur. Civ. Comm., 2005, II, pp.416 ss. spec. p.418 secondo cui “il menù estremamente ricco della direttiva è chiaramente in contrasto con il fine di armonizzare le norme europee in materia di opa”, definendo appunto tale impianto come una “Torre di Babele”; F.ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2014, pp.356 ss. che rileva come “[i]n sede di elaborazione della Direttiva, il legislatore comunitario è stato incapace di trovare, su di un terreno tanto delicato, un punto di incontro tra gli stati membri,

legislatore europeo³⁷⁸, almeno da un punto di vista tecnico, nel coordinamento del panorama delle *anti-takeover corporate defenses*, probabilmente dettato da una “invasiva” necessità compromissoria di ordinamenti che, seppur “gareggiando”³⁷⁹ quotidianamente “fianco a fianco” nel “mercato unico”, hanno da sempre manifestato approcci e necessità legislative diverse, talvolta inconciliabili.

La storia della normativa italiana della disciplina delle misure di difesa, soprattutto dal *post*-Direttiva OPA in poi, è caratterizzata da numerosi cambiamenti di rotta nei quali le differenze nelle scelte perseguite si fanno apprezzare soprattutto sul piano degli interessi che il legislatore ha, di volta in volta, degnato di tutela.

Con il Decreto Legislativo n.229 del 19 novembre, del 2007 (in applicazione della Legge delega n.77 del 2007), l'Italia ha recepito la Direttiva 2004/25/CE, manifestando un atteggiamento quantomeno coerente con le scelte precedentemente compiute

e ha dunque scelto una soluzione di compromesso, che si rileva insufficiente, oltre che complessa e farraginoso; aggiunge inoltre che “la Direttiva 2004/25/CE ha in realtà mancato il proprio obiettivo (l’armonizzazione della legislazione degli Stati membri), e soltanto una revisione dei testi comunitari potrà porre rimedio alla situazione che si è venuta a creare”; anche M.STELLA RICHTER jr., *A proposito della direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche di acquisto e dei suoi interpreti*, in *Profili attuali di diritto societario europeo*, (a cura di) G.FERRI jr., M.STELLA RICHTER jr., Giuffrè, Milano, 2010, p.211 conclude nel senso che “dopo la Direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto le società europee non sono più contendibili di quanto non lo fossero prima”.

Interessante anche la posizione di L.ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell’Unione Europea*, in *Riv. soc.*, 2010, p.674 il quale orientandosi verso una disciplina ancora più neutrale, o davvero neutrale, considera che, date le maggiori difficoltà nascenti da un *opt-back* in piuttosto che da un *opt-out*, “l’articolo 9 dovrebbe essere sostituito con una vera regola di *default* per gli emittenti europei: non gli stati membri ma le società dovrebbero avere la possibilità di derogarvi”.

³⁷⁸ D’accordo sembrerebbe anche M.GATTI, *op. cit.*, pp.419 che tuttavia nel domandarsi “così tanti regimi sono davvero meglio di niente?” risponde nel senso che la Direttiva almeno “costringe gli stati membri ad introdurre specifiche misure con riferimento alle difese anti-opa [...] che dovranno così prendere una posizione esplicita”, e inoltre “non solo contiene i requisiti minimi che la Comunità esige nel settore delle difese anti-opa [...], ma rappresenta anche un importante punto di osservazione per analizzare l’evoluzione di *policy* nelle discipline delle difese anti-opa”. Finendo l’A. per considerare lo strumento delle scelte opzionali “un primo passo graduale verso l’obiettivo dell’apertura del mercato europeo del controllo societario”.

³⁷⁹ Conforme a tale nostra ultima considerazione appare anche la posizione di R.MAGLIANO, *op. ult. cit.*, pp.295-296 la quale rileva come “[s]ebbene oggi prevalga la propensione a considerare positivi gli effetti riconducibili alla competizione tra ordinamenti giuridici, quantomeno nel sistema europeo, il rischio connesso all’adozione di provvedimenti insoddisfacenti, come la XIII direttiva, è che le diverse scelte dei legislatori nazionali, quando non portino ad una competizione virtuosa tra Stati, inneschino la temuta *race to the bottom*”. Conclude poi l’A. nel senso che “[t]enuto conto dei risultati, forse, sarebbe stato preferibile ammettere le difficoltà di trovare un punto di incontro e rinunciare a licenziare un testo che sembra venir meno alla funzione ad esso affidata”.

all'interno del Testo Unico in tema di "favore" verso la contendibilità delle società domestiche³⁸⁰. Il legislatore italiano ha infatti deciso di rinunciare alla facoltà di *opt-out* statale della *passivity rule* concessagli dalla Direttiva OPA, mantenendo integra l'obbligatorietà della regola di neutralità del consiglio di amministrazione (compreso anche il *quorum* speciale per l'autorizzazione) introdotta già nel 1998 con l'art.104 TUF. Lo stesso ha tuttavia colto l'occasione per fornire importanti precisazioni circa aspetti della regola in questione che in precedenza avevano generato non pochi dubbi. Si chiariva infatti che l'obbligo di astensione decorreva "dalla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, e fino alla chiusura dell'offerta" ovvero fino a quando l'offerta stessa non fosse decaduta, e che "la mera ricerca di altre offerte" non costituisca atto od operazione in contrasto con gli obiettivi dell'offerta e come tale non fosse soggetto ai limiti dell'art.104 TUF. Il legislatore del 2007 ha inoltre aggiunto un comma 1-*ter* all'art. 104 TUF avente ad oggetto la cosiddetta "autorizzazione di conferma" per l'attuazione di ogni decisione che, ancorché assunta prima del lancio dell'OPA, "non rientri nel corso normale delle attività della società e la cui attuazione possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta"³⁸¹. Sicuramente una

³⁸⁰ In tal senso A.TUCCI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, (a cura di) F.CAPRIGLIONE, CEDAM, Padova, 2010, p.924; *Id.*, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, CEDAM, Padova, 2015, p.622; A.MORELLO, *Scalate ostili e misure difensive: dalla Direttiva OPA al Decreto 146/09*, in Soc., 2010, p.159 secondo il quale tale scelta fu spinta dall' "esigenza di accrescere la contendibilità delle imprese quotate (tramite operazioni compiute sul mercato e non frutto di contrattazioni "private" tra gruppi di comando)". Si veda anche F.M.MUCCIARELLI, *Commento sub art. 104 TUF*, in Nuove Leggi Civ. Comm., 2010, p.92 per cui "[l]l'ordinamento italiano sino alla recente riforma (*ndr.* si tratta del D.Lgs. 146/2009), si collocava tra quelli più "market friendly", prevedendo tanto la neutralità degli amministratori quanto la neutralizzazione delle difese preventive".

Merita qui di rilevare come l'art.104 TUF avesse già subito una prima modifica con la riforma del diritto societario recata dai D.lgs. 17.1.2003, n.6 e 6.2.2004, n.37 volta a collocarlo più coerentemente nel mutato sistema del diritto delle società per azioni. L'innovazione principale consisteva nell'inserimento del comma 1-*bis* che consentiva espressamente l'emissione di azioni con diritto di voto subordinato al lancio di un'OPA, fermo restando che la riattivazione del potere di voto poteva avvenire solo previa deliberazione assembleare. In merito M.GATTI, *Le azioni con voto subordinato all'effettuazione di un'OPA e l' "autorizzazione di conferma"*, in Giur. Comm., 2004, pp.511 ss.; A.GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse per la società – Le offerte pubbliche in Italia ed in USA*, Giuffrè, Milano, 2007, pp.284 ss.

³⁸¹ Recitava la versione del 2007 dell'art.104 TUF: "(1) Salvo autorizzazione dell'assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società italiane quotate i cui titoli sono oggetto dell'offerta si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. L'obbligo di astensione si applica dalla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, e fino alla chiusura dell'offerta ovvero fino a quando l'offerta stessa non decada. La mera ricerca di altre offerte non costituisce atto od

maggiore innovazione è stata l'introduzione dell'art.104-*bis* TUF e la conseguente codificazione della "regola di neutralizzazione", che il nostro legislatore, in controtendenza rispetto alla quasi totalità degli altri Stati della UE, decise di rendere imperativa di *default*³⁸².

operazione in contrasto con gli obiettivi dell'offerta. Le assemblee deliberano, in ogni convocazione, con il voto favorevole di tanti soci che rappresentano almeno il trenta per cento del capitale. Resta ferma la responsabilità degli amministratori, dei componenti del consiglio di gestione e di sorveglianza e dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiuti. (1-*bis*) Le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione europea possono emettere azioni con diritto di voto subordinato all'effettuazione di un'offerta solo se, per il verificarsi della condizione, sia necessaria un'autorizzazione assembleare ai sensi del comma precedente. (1-*ter*) L'autorizzazione assembleare prevista dal comma 1 è richiesta anche per l'attuazione di ogni decisione presa prima dell'inizio del periodo indicato nel comma 1, che non sia ancora stata attuata in tutto o in parte, che non rientri nel corso normale delle attività della società e la cui attuazione possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta (2.) I termini e le modalità di convocazione delle assemblee da tenersi in pendenza dell'offerta sono disciplinati, anche in deroga alle vigenti disposizioni di legge, con regolamento emanato dal Ministro della giustizia, sentita la Consob." Si veda in tal senso F.VENTURINI, *Difese, concerto e derivati nelle ultime modifiche alla disciplina OPA*, in Soc., 2010, p.448 secondo cui il legislatore si era posto con questa norma e con il successivo art.104-*bis* TUF in piena compatibilità con la Direttiva OPA stante l'assenza della facoltà di *opt-out*, che verrà appunto introdotta solo in seguito nel 2009.

³⁸² Solo Italia, Estonia, Lettonia e Lituania decisero di seguire tale approccio. Si veda appunto COMMISSIONE CE, *Commission Staff working document: Report on the implementation of the Directive on Takeover bid*, 21 febbraio 2007.

Un' "innovazione" di cui però S.CAPPIELLO, *op. cit.*, p.232 individua la portata limitata "(all'efficacia dei sindacati di voto con riguardo alle assemblee per l'adozione delle misure difensive), posto che già [...]l'art.123 T.U.F. prevedeva per i sindacati di blocco un meccanismo analogo, per funzionamento e *ratio*".

Molto critico verso questa scelta si mostrava ancora di recente L.ENRIQUES, *La disciplina delle difese contro le OPA (e le non-OPA)*, in Riv. Dir. Soc., 2014, p. 135 il quale la considera "un'inutile e complessa regola", questo perché: "(a) in Italia già c'era la *mini-breakthrough rule* per i patti parasociali (b) non incideva sulla difesa strutturale consistente nell'uso di piramidi societarie e (c) neppure si applicava nel caso di azioni senza diritto di voto o a voto limitato munite di privilegi patrimoniali, le sole esistenti nella prassi italiana".

Recitava tale articolo: "(1) Fermo quanto previsto dall'articolo 123, comma 3, le disposizioni del presente articolo si applicano quando è promossa un'offerta pubblica di acquisto o di scambio avente ad oggetto i titoli emessi da società italiane quotate, ad esclusione delle società cooperative. (2) Nel periodo di adesione all'offerta non hanno effetto nei confronti dell'offerente le limitazioni al trasferimento di titoli previste nello statuto né hanno effetto, nelle assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni previsti dall'articolo 104, le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali. (3) Quando, a seguito di un'offerta di cui al comma 1, l'offerente venga a detenere almeno il settantacinque per cento del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, nella prima assemblea che segue la chiusura dell'offerta, convocata per modificare lo statuto o per revocare o nominare gli amministratori o i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza non hanno effetto: a) le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali; b) qualsiasi diritto speciale in materia di nomina o

Dopo poco più di un anno, tuttavia, l'impatto della crisi finanziaria globale spinse il legislatore italiano ad un brusco cambiamento di rotta, dettato appunto dal bisogno di contenere il rischio che l'eccessiva volatilità dei corsi azionari (talvolta fortemente deprezzati) potesse favorire troppo "disinvolute" operazioni di rastrellamento dei titoli³⁸³ sui mercati domestici.

Ci si riferisce al Decreto legge 185, del novembre 2008, meglio conosciuto come "Decreto Anticrisi", successivamente convertito mediante la legge 2, del 28 gennaio 2009 e nello specifico dall'art.13³⁸⁴ di tale legge per ciò che attiene alla materia oggetto del nostro esame.

revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza previsto nello statuto. (4) Le disposizioni di cui ai commi 2 e 3 non si applicano alle limitazioni statutarie al diritto di voto attribuito da titoli dotati di privilegi di natura patrimoniale." Esso prevedeva poi ai commi successivi un "equo indennizzo", in caso di successo dell'offerta, "per l'eventuale pregiudizio patrimoniale subito dai titolari dei diritti che l'applicazione delle disposizioni di cui ai commi 2 e 3 abbia reso non esercitabili".

³⁸³ Un fine non soltanto "dichiarato" apertamente dal legislatore (e si veda in tal senso la Relazione illustrativa al D.l. 29 novembre 2008, n.185) ma anche fortemente auspicato dall'Autorità di Vigilanza. In particolare, *Audizione del Presidente della Consob Lamberto Cardia, Camera dei Deputati VI Commissione Finanze, Roma 29 ottobre 2008*, pp. 18-19, nella quale l'allora Presidente della Consob si esprimeva nel senso che "[l]'attuale situazione del mercato ha fatto emergere nuove preoccupazioni sull'esposizione delle società quotate a tentativi di acquisizioni ostili. Elevate sono, infatti, le limitazioni attualmente imposte dalla normativa nazionale alle capacità di difesa delle società; limitazioni legittime e giustificate in contesti ordinari di mercato diversi da quello attuale. Il legislatore italiano, nel recepire la direttiva comunitaria in materia, e la Consob, nell'adottare la relativa disciplina regolamentare, hanno optato per la massima apertura dei mercati[...]. Queste scelte possono essere rimediale, per agevolare eventuali difese, a fronte di tentativi di acquisizione delle principali società italiane ed allineare il nostro Paese agli orientamenti prevalenti nei principali ordinamenti europei, che consentono maggiore libertà alle singole società nel definire il grado di apertura dei propri assetti proprietari. In particolare, si potrebbe valutare l'opportunità di eliminare l'attuale imperatività delle norme in materia di tecniche di difesa e neutralizzazione, consentendo alle società scelte statutarie in tutto o in parte diverse". Si veda in tal senso L.ENRIQUES, *op. ult. cit.*, pp.135-136 spec. *sub* note 11-12. Inoltre fra tutti si faccia riferimento all'analisi di R.LENER, "Basta passività, difendiamo l'italianità! L'OPA obbligatoria dinanzi alla crisi dei mercati", in *An. Giur. Econ.*, 2009, pp.53 ss.; *Id.*, *The New "Passivity Rule" in the Italian Anti-crisis Measures*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2009, p.416 secondo cui "[...] the driving force behind the legislator's actions is the fear that the current market depression will increase the number of hostile takeover bids; even by Italian bidders, there is no need to raise the spectre of foreign raids and, therefore, the number of attempts to change controlling groups and the management of the listed companies on the cheap"; R.COSTI, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2016, p. 81.

³⁸⁴ Per un'analisi approfondita di tale disciplina a seguito della sua emanazione si veda G.BERTOLOTTI, *La difesa italiana de la OPA hostil*, in *Revista de Mercado de Valores*, 2009, n°5, pp. 243 ss. il quale individuava in questa scelta del nostro legislatore una conferma della posizione, da quest'ultimo assunta anche in passato, in tema di contendibilità. Secondo l'A. "el dinamismo

Emendando gli articoli 104 e 104-*bis* del Testo Unico il nostro legislatore “degradò” la passività e la neutralizzazione da regole a “mere facoltà”, affidando all’autonomia statutaria della *target* la scelta sul se e sul come limitare il ricorso a misure difensive da parte dei vertici aziendali o rendere inefficaci quei patti che potessero disturbare i propositi di ascesa dell’offerente³⁸⁵. Inserendo in entrambi gli articoli la dicitura “gli statuti delle società italiane quotate possono prevedere che [...]”³⁸⁶ lo Stato Italiano accoglieva la possibilità offertagli anni prima dal legislatore comunitario adottando quale *default* un *opt-out* statale delle regole anti-difese, agevolando in questo modo l’adozione di quest’ultime e lasciando che la loro sorte dipendesse unicamente da un ipotetico *opt-back in* statutario da parte delle società obiettivo di OPA.

Ad ulteriore conferma di questo approccio avverso alla contendibilità delle quotate italiane si poneva inoltre la scelta di rimuovere dall’art.104 TUF il *quorum* minimo deliberativo del 30%, cosicché ove anche la società avesse scelto di adottare uno statuto improntato ad una maggiore neutralità nei confronti dell’offerta, il *quorum* sarebbe stato

italiano continúa alejándose del valor de la “disputa del control” y acercándose al valor de la “estabilidad de la propiedad”; si veda inoltre L.SCIPIONE, *Le regole in materia di misure difensive tra vecchia e nuova disciplina dell’opa*, in Soc., 2009, pp.581 ss.

³⁸⁵ In tal senso A.MORELLO, *op. cit.*, p.159 il quale parla a tal proposito di “statutarizzazione” delle regole anti-difese allo scopo di innalzare il livello di protezione delle nostre imprese.

³⁸⁶ Recitavano tali articoli: “Art. 104 (Difese) (1) Gli statuti delle società italiane quotate possono prevedere che, quando sia promossa un’offerta pubblica di acquisto o di scambio avente a oggetto i titoli da loro emessi, si applichino le regole previste dai commi 1-*bis* e 1-*ter*. (1-*bis*) Salvo autorizzazione dell’assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società italiane quotate i cui titoli sono oggetto dell’offerta si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell’offerta. L’obbligo di astensione si applica dalla comunicazione di cui all’articolo 102, comma 1, e fino alla chiusura dell’offerta ovvero fino a quando l’offerta stessa non decada. La mera ricerca di altre offerte non costituisce atto od operazione in contrasto con gli obiettivi dell’offerta. Resta ferma la responsabilità degli amministratori, dei componenti del consiglio di gestione e di sorveglianza e dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiuti. (1-*ter*) L’autorizzazione prevista dal comma 1-*bis* e’ richiesta anche per l’attuazione di ogni decisione presa prima dell’inizio del periodo indicato nel medesimo comma, che non sia ancora stata attuata in tutto o in parte, che non rientri nel corso normale delle attività della società e la cui attuazione possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell’offerta. (2) I termini e le modalità di convocazione delle assemblee di cui al comma 1-*bis* sono disciplinati, anche in deroga alle vigenti disposizioni di legge, con regolamento emanato dal Ministro della giustizia, sentita la Consob”; “Art. 104-*bis*(Regola di neutralizzazione)(1) Fermo quanto previsto dall’articolo 123, comma 3, gli statuti delle società italiane quotate, diverse dalle società cooperative, possono prevedere che, quando sia promossa un’offerta pubblica di acquisto o di scambio avente ad oggetto i titoli da loro emessi si applichino le regole previste dai commi 2 e 3 (*ndr.* per i successivi commi rimasti invariati si veda *sub nota* 382)”.

quello che, a seconda dei casi, era previsto per la specifica delibera; con il risultato di garantire comunque una maggiore celerità nell'adozione della delibera stessa e di lasciare maggiore libertà agli amministratori della *target* circa le migliori modalità per rispondere alla scalata³⁸⁷.

A seguito di questa modifica, tutt'oggi, in caso di convocazione dell'assemblea ordinaria, occorrerà l'intervento di almeno la metà del capitale sociale con diritto di voto nella stessa ed il voto favorevole della maggioranza del capitale rappresentato (potendo lo statuto intervenire in merito solo per richiedere *quorum* deliberativi più elevati, si veda *infra* § 3.5.1). In seconda convocazione, non è invece previsto alcun *quorum* costitutivo. In caso invece di convocazione dell'assemblea straordinaria, occorrerà la presenza di almeno la metà del capitale sociale ed il voto favorevole dei due terzi del capitale rappresentato in assemblea; con un abbassamento del solo *quorum* costitutivo ad un terzo in seconda convocazione (anche qua lo statuto può solo prevedere un *quorum* costitutivo più elevato in prima convocazione e *quorum* rafforzati in seconda).

Le modalità di convocazione non sono invece difformi da quelle previste per ogni riunione assembleare delle società quotate (*i.e.* inserimento sul sito internet dell'avviso di convocazione, che deve contenere le indicazioni previste dall'art.125-*bis*, comma 4 TUF), se non per il dimezzamento del termine a quindici giorni in ragione della celerità dei tempi dell'OPA e per il fatto che, tenuto conto che la data di convocazione

³⁸⁷ Rilevano A.GUACCERO, N.CIOCCA, *Commento sub art. 104 TUF*, in AA.VV., Il Testo Unico della Finanza, Tomo II, UTET, Torino, 2012, pp. 1317-1318 come diverso sia il senso da attribuire alla prima versione dell'art.104 rispetto a quella così modificata. Mentre la prima alla regola di passività applicava dei requisiti di funzionamento dell'assemblea per l'assunzione delle decisioni difensive (in particolare proprio il quorum minimo del 30% a prescindere dalla convocazione), la seconda omette qualsiasi alterazione al procedimento decisionale in assemblea, limitandosi a prescrivere regole in materia di convocazione, in particolare riducendo i termini di pubblicazione al fine di adeguarli alla stringente tempistica di un'OPA. Ne consegue che "mentre lo scopo originario della regola di passività era di intervenire sul funzionamento dell'assemblea chiamata a decidere sulle misure difensive, includendovi quelle che sono ordinariamente di competenza amministrativa, la funzione attuale è soltanto quest'ultima, cioè il solo spostamento delle decisioni amministrative in favore dell'assemblea. E concludono gli AA. nel senso che questo "significa una sostanziale contrazione della portata della regola, proprio se si considera che la parte prevalente delle decisioni postula comunque, per ragioni di diritto societario, la competenza assembleare". Conformi a tale lettura sembrerebbero anche F.GHEZZI, M.VENTORUZZO, *Offerte pubbliche di acquisto*, in AA.VV., Il Testo Unico della Finanza – Un bilancio dopo 15 anni, (direzione di) F.ANNUNZIATA, EGEA, Milano, 2015, p.161

dell'assemblea *ex art.104 TUF* possa cadere a ridosso della chiusura del periodo di adesione, il Regolamento Emittenti al comma 6, dell'art.40 stabilisce che se l'assemblea dovesse tenersi negli ultimi dieci giorni del periodo di adesione, quest'ultimo dovrebbe essere prorogato in misura tale che dall'assemblea decorrano dieci giorni (gravando così sull'emittente l'onere di provvedere ad una sollecita decisione in merito alla convocazione assembleare, dovuto alla possibilità che l'eventuale decisione di assumere misure difensive possa intervenire quando alcuni azionisti abbiano già aderito all'offerta).

L'assemblea poi sarà straordinaria od ordinaria unicamente in dipendenza del tipo di atto od operazione che si intenda approvare in qualità di contrasto all'OPA, conservando ciascun organo i propri poteri in merito agli atti di propria competenza, quand'anche dotati di effetti difensivi. In particolare, ci si dovrà rivolgere alla prima ogni volta che le difese si concretino, ad esempio, in modificazioni dell'atto costitutivo, in emissioni di obbligazioni convertibili o in delibere di scioglimento della società: in questi casi va infatti evidenziato come il contenuto della delibera non si limiterà solo ad un'autorizzazione all'organo amministrativo, ma piuttosto consisterà di una decisione vera e propria in merito al compimento di atti od operazioni di naturale spettanza dell'assemblea straordinaria³⁸⁸.

La tecnica legislativa adottata al tempo appariva così chiara soprattutto analizzando la disciplina prescelta per la regola di passività: salva diversa previsione statutaria, l'OPA doveva essere trattata dalla società come ogni altro fenomeno societario di tipo negoziale che intercorresse con soggetti terzi, dimodoché, nonostante la pendenza

³⁸⁸ In tali termini Così A.GUACCERO, N.CIOCCA, *Ibidem*, p.1329 come invece "propriamente autorizzativo" sarà invece il contenuto della deliberazione di un atto od un'operazione di contenuto esclusivamente gestorio, fisiologicamente di esclusiva competenza dell'organo amministrativo (ad esempio: atti di disposizione di beni sociali od emissione di obbligazioni); gravando in tal caso la competenza sull'assemblea ordinaria. Ed analoga conclusione andrebbe mantenuta anche per le società con sistema dualistico: qui infatti le difese che consistono in atti od operazioni di contenuto esclusivamente gestorio appartengono naturalmente al consiglio di gestione; spettando invece al consiglio di sorveglianza solo nella misura in cui implicino operazioni strategiche o piani industriali o finanziari su cui l'atto costitutivo preveda la necessaria deliberazione dell'organo di controllo. *Cfr.* sulle competenze assembleari in funzione dell'art.104 TUF A.TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale e "supervisione" degli azionisti*, Giuffrè, Milano, 2003, pp.13 ss.

dell'offerta, ogni attività tornava ad essere consentita all'organo gestorio secondo le normali regole di governo societario.

Dalla *passivity rule* alla *passivity "exception"*, da regola generale ad eccezione alla regola, laddove la regola generale era appunto la piena legittimità di ogni forma di attività degli amministratori in pendenza di OPA ("*activity rule*" è stata definita³⁸⁹) nella misura in cui nulla fosse specificato nello statuto³⁹⁰.

³⁸⁹ Così P.DE GIOIA-CARABELLESE, *op. cit.*, pp.78 ss. da cui mutiamo tale ragionamento. L'A. può inoltre essere annoverato tra i pochi che hanno guardato con favore (o almeno non con sfavore) alla disciplina in commento. Questo infatti la considera "lodevole", da un punto di vista di *law and economics*, "nel modo in cui inquadra l'istituto dell'OPA [...]. Una proposta di acquisto di azioni di una società quotata da parte di un soggetto terzo è fenomeno che sembra non differire da ogni altra attività negoziale che riguardi la società". Conclude poi nel senso che "la scelta del legislatore italiano per l'attivazione di misure difensive in caso di OPA ("*activity rule*") è opportuna, in quanto sdrammatizza la portata di un evento ordinario (l'OPA) che, da un lato, costituisce un meccanismo raro di trasferimento del pacchetto di controllo dell'impresa quotata, e che, ben lungi dal portare "*per definizione*" vantaggi per gli investitori, può in realtà costituire pregiudizio per lo stesso patrimonio aziendale"; inoltre sempre secondol'A. "l'azionista, sulla base del diritto vigente, già goderebbe di adeguata tutela", in quanto in caso gli amministratori dovessero abusare di talune facoltà di tipo gestorio e/o statutario loro spettanti al fine di neutralizzare un'offerta verrebbero a soggiacere "alla "spada di Damocle" dell'azione di responsabilità esperibile dai soci" ai sensi dell'art. 2395 c.c.

Per un'analisi degli aspetti marginalmente positivi di tale norma si veda inoltre S.CAPPIELLO, *Le difese*, in AA.VV., *Le offerte pubbliche di acquisto*, (a cura di) M.STELLA RICHTER jr., Giappichelli, Torino, 2011, pp.123 ss. e *Id.*, *Le difese dalle offerte pubbliche di acquisto tra regolamentazione e autonomia statutaria*, in AA. VV., *Profili attuali di diritto societario europeo*, (a cura di) G.FERRI jr., M.S.RICHTER jr., Giuffrè, Torino, 2010, pp.233 ss. il quale riporta il pensiero di coloro i quali ritengono che "una regola rigida in materia di misure difensive può innescare la c.d. "legge delle conseguenze non volute", sulla base dell'assunto che "la contendibilità non si riesce ad ottenere "per decreto"". Secondo questa linea di pensiero per favorire una maggiore diffusione e riallocazione efficiente della proprietà sarebbe opportuno assegnare la *passivity rule* alla sfera dell'autonomia statutaria e piuttosto concentrare le iniziative normative su misure stringenti che limitino l'estrazione di benefici privati del controllo di carattere dissipativo. Si veda a riguardo anche L.ENRIQUES, *op. ult. cit.*, *passim*.

³⁹⁰ Si veda in tal senso G.BERTOLOTTI, *op. cit.*, p.244 secondo il quale la transizione da una fonte legale ad una statutaria incideva solo sul momento genetico delle obbligazioni, permettendo alla società di scegliere liberamente se includerle o meno nella sua organizzazione. Aggiunge però l'A. che "[s]in embargo, si las cláusulas de pasividad y de neutralidad son incluidas en los estatutos, el cumplimiento de las obligaciones que de ahí derivan está íntegramente sujeto a las normas que lo rigen, no importando en absoluto la circunstancia de que la fuente la obligación sea la autonomía estatutaria en lugar de la ley". In tal senso si veda inoltre A.MORELLO, *op. cit.*, p. 160 secondo il quale "se la *passivity rule* è una regola di distribuzione della competenza, allora, la clausola statutaria che [...] riproduca, su base volontaria, questa regola, si farà ascrivere nel catalogo di quelle disposizioni del contratto sociale che [...] prescrivono l'autorizzazione degli azionisti per il compimento di atti degli amministratori".

“Il non dissimulato protezionismo che aveva ispirato questo *revirement* attirò giustamente gli strali della dottrina e soprattutto dei commentatori economici”³⁹¹.

I dubbi più rilevanti sorgevano in considerazione del fatto che la disciplina precedente a quella adottata con il “Decreto Anticrisi” consentiva comunque all’assemblea di adottare misure difensive e che l’ “italianità” delle imprese era interesse che poteva essere evocato come meritevole di tutela tutt’al più con riferimento ad imprese di carattere strategico per lo Stato e non per tutte le società quotate, non dovendo in ogni caso quest’ultimo essere perseguito a discapito dell’interesse degli azionisti di minoranza a disporre di un *exit* conveniente a fronte di eventuali abusi o incapacità del controllante³⁹².

In tal senso l’aspetto in relazione al quale la disciplina in esame mostrava maggiormente il fianco era proprio la modalità con cui si era scelto di dare spazio all’autonomia statutaria in materia di tecniche di difesa: secondo certa dottrina la transizione al nuovo regime di derogabilità della *passivity rule* avrebbe dovuto essere realizzata (come poi si è infine fatto, si veda *infra*) riconoscendo agli statuti la facoltà di sottrarsi alla disciplina sino ad allora vigente (“*opt-out*”), consentendo in questo modo agli azionisti di minoranza di pronunciarsi sull’adozione di una regola che incideva negativamente sulle loro possibilità di esercizio del diritto di *exit* e che per di più rappresentava in tale contesto “un cambiamento delle regole del gioco mentre questo e[ra] in corso”³⁹³.

³⁹¹ Letteralmente L.ENRIQUES, *op. ult. cit.*, p.136. E si veda in tal senso pure F.M.MUCCIARELLI, *Mercato del controllo e contendibilità: il ragionevole declino della passivity rule*, in P. BENAZZO, M. CERA, S. PATRIARCA, *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, UTET, Torino, 2011, pp. 633 ss.; *Id.*, *Le offerte pubbliche d’acquisto e scambio*, Giappichelli, Torino, 2014, p. 101 secondo cui tale scelta del legislatore si era infine dimostrata “effimera”; R.MAGLIANO, *Neo colbertismo domestico e misure difensive antiscalata*, in *Dir. Comm. Int.*, 2012, p.666.

³⁹² In tal senso S.CAPPIELLO, *op. ult. cit.*, p.233 il quale considera inoltre tale intervento come “sostanzialmente superfluo” considerando che “la significativa presenza nel caso italiano” delle “barriere” sia strutturali che tecniche “rende alquanto esigua la possibilità di lancio e successo di un’o.p.a. ostile, tanto più considerando che la regola della reciprocità pone comunque le imprese italiane al riparo rispetto alle o.p.a. lanciate da fondi sovrani”.

³⁹³ Così *Ibidem*, *Le difese*, in AA.VV., *Le offerte pubbliche di acquisto*, (a cura di) M.STELLA RICHTER jr., Giappichelli, Torino, 2011, p.123 secondo cui proprio la “fiducia” agisce quale “perno dei mercati finanziari”. Una fiducia che “deve essere salda anche per quanto riguarda le regole del gioco: la certezza che esse non cambino in corso d’opera (se non attraverso procedimenti cui lo stesso investitore partecipi) è un fondamentale fattore di attrazione degli investimenti, in particolare stranieri, verso un determinato mercato finanziario”.

Non passa molto (anche qui appena un anno) ed il legislatore italiano, anche in forza di una seppur flebile ripresa dei mercati, decide di tornare sui suoi passi³⁹⁴ adottando da ultimo una disciplina che riprende a grandi linee le posizioni critiche espresse sino a quel momento circa l'evoluzione della regolamentazione dell'OPA.

Rilevava infatti parte della dottrina come il modello ridisegnato dall'art.1 del Decreto legislativo 25 settembre 2009, n.146, si collocasse in una "posizione di equidistanza" rispetto ai due approcci che lo avevano preceduto³⁹⁵: se da un lato ha lasciato invariata la disciplina della neutralizzazione (rimasta perciò del tutto opzionale), dall'altro ha ristabilito, quale regola di *default*, quella dell'astensione dal contrasto dell'OPA, riconoscendo tuttavia ai soci il potere "inedito" di derogare ("*opt-out*"), in tutto o in parte, al modello "legale" di passività. In altri termini, sulla base di tale Decreto le quotate italiane saranno chiamate a modificare i propri statuti solo se valuteranno conveniente affrancare i propri amministratori dall'obbligo di passività, altrimenti operante per legge; dovendo in tale ultimo caso comunicare la deroga alla Consob, al pubblico ed alle altre autorità di vigilanza dei mercati degli Stati dell'Unione Europea in cui i propri titoli siano negoziati.

Una scelta accolta col benestare della maggioranza della critica³⁹⁶, che ha come effetto quello di abilitare i soci ad una "personalizzazione" della *passivity rule* da cui deriva una

³⁹⁴ Fa notare F.CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario*, Wolters Kluwer, Milanofiori Assago, 2017, p.373 come anche questa volta "importanti spinte per un ritorno al passato" giunsero dalla Consob e dal Parlamento, vendendo in particolare richiesto che "una volta superata l'attuale fase di emergenza" la *passivity rule* fosse reintrodotta "in considerazione del fatto che altrimenti il mercato italiano sarebbe divenuto meno attraente per gli investitori istituzionali"; il riferimento è qui all' *Incontro annuale con il mercato finanziario, Discorso del Presidente Lamberto Cardia*, Milano 13 luglio 2009, p. 19 ed al Parere della Camera dei Deputati sullo schema di Decreto Legislativo n°146/2009.

³⁹⁵ Così A.MORELLO, *op. cit.*, p. 159 il quale rinviene tra le motivazioni alla base di tale ritorno alla *passivity rule* "legale" (seppur derogabile) "l'esigenza di assicurare una condizione di parità tra le quotate italiane e quelle concorrenti in altri Paesi comunitari e l'esigenza, che con la prima si è inteso contemperare, di assicurare il completo coinvolgimento degli azionisti in ogni decisione".

³⁹⁶ Fra tutti particolarmente sbilanciato in tal senso risulta L.ENRIQUES, *op. ult. cit.*, p. 136 che ritiene la soluzione così raggiunta quella "ottimale"; ma si vedano anche in tal senso *Id.*, R.J.GILSON, A.M.PACCES, *The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)*, in *Harvard Business Law Review*, 2014, pp.85 ss; *Id.*, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell'unione europea*, in *Riv. soc.*, 2010, p.674.

Emblematica è inoltre *ex multis* la posizione di S.CAPPIELLO, *Le difese dalle offerte pubbliche di acquisto tra regolamentazione e autonomia statutaria*, in AA. VV., *Profili attuali di diritto societario europeo*, (a cura di) G.FERRI jr., M.S.RICHTER jr., Giuffrè, Torino, 2010, p.234 per il quale " il sistema

variegata casistica di ipotesi di deroga alla disciplina “legale” (di cui si tratterà *infra* in Cap. III §3.5.1).

Questa è in massima parte³⁹⁷ la disciplina attualmente applicabile alle tecniche difensive dalle OPA ostili e come tale sarà oggetto dei paragrafi a seguire.

3.4 Le Difese preventive (*i.e.* le “barriere” e le “strategie difensive preventive”)

Come già altrove analizzato (si veda *supra* Cap.II §2.3), molti ordinamenti consentono l'adozione di meccanismi giuridici che permettono di mantenere il controllo di una società per azioni anche detenendo partecipazioni di minoranza (le cosiddette strategie difensive “preventive”) o, comunque consentono di “blindare” la compagine sociale contro qualsiasi tentativo di scalata (le cosiddette “barriere”)³⁹⁸.

Rimandando per l'analisi delle sostanziali differenze tra le “strategie” (o “difese”) e le “barriere”, e tra le barriere “tecniche” e quelle “strutturali”, a quanto sopra detto (si veda sempre *supra* Cap.II §2.3) possiamo qui ricordare tra le più importanti misure difensive preventive presenti nel nostro ordinamento: le clausole di prelazione o di gradimento, i massimali al diritto di voto od al possesso azionario, le azioni a voto

dell'*opt-out* è conforme al principio fondamentale secondo cui chi investe deve poter contare sulla certezza che le regole fondamentali del gioco non cambiano se non attraverso meccanismi e procedure predeterminati (*i.e.* la deliberazione dell'assemblea straordinaria). Inoltre esso consente al legislatore di indicare tramite la regola di *default* la direzione cui si ritiene il sistema debba tendere (*i.e.* la contendibilità), ma lascia in ogni caso alle società di optare per un diverso sistema, imponendo loro di motivare la scelta e sostenere gli eventuali costi che ne derivino, quali l'eventuale riduzione del valore delle azioni in conseguenza del venir meno della contendibilità”.

³⁹⁷ Salvo alcune modifiche o proposte tali intervenute *medio tempore*, tra cui il D.lgs. 27.1.2010, n.27 che seppur non incidendo sulla disciplina sostanziale della regola di passività, novella il comma 2 prevedendo che “[l]avviso di convocazione relativo alle assemblee di cui al presente articolo è pubblicato con le modalità di cui all'articolo 125-*bis* entro il quindicesimo giorno precedente la data fissata per l'assemblea”; riducendo tali termini in considerazione della tempistica propria dell'OPA.

³⁹⁸ Si veda in tal senso *ex multis* G. FERRARINI, «Un'azione-un voto»: un principio europeo?, (versione italiana) in Riv. soc., 2006, pp. 24ss. che ne fornisce anche un'ampia classificazione in chiave comparatistica.

multiplo ed i diritti speciali di nomina a cariche sociali, ma soprattutto, i gruppi piramidali e gli incroci azionari³⁹⁹.

3.4.1 La neutralizzazione: le limitazioni statutarie al trasferimento dei titoli in pendenza dell'offerta

Quando si discute di “neutralizzazione” ci si riferisce ad una regola che ha per obiettivo, appunto, la neutralizzazione dello strumentario difensivo eventualmente predisposto dall'*establishment* della società bersaglio al fine di impedire od ostacolare futuri tentativi di scalata; e come tale, almeno in teoria, volta ad aumentare la contendibilità del controllo societario⁴⁰⁰.

Regola che, dapprima introdotta con valore imperativo in sede di recepimento della Direttiva OPA, risulta oggi foggata nel nostro ordinamento come mera facoltà la cui introduzione deve avvenire tramite l'inserimento di una apposita clausola nello statuto sociale (si veda *amplius supra* Cap.III §3.3.3).

Con tale formula sintetica, “neutralizzazione” appunto, ci si riferisce tuttavia ad una regola dal contenuto sicuramente complesso la cui applicazione deve districarsi al limite tra diritto societario classico e diritto dei mercati finanziari. E pur volendosi qui limitare ad un'analisi più approfondita di quest'ultima disciplina se ne rileva già

³⁹⁹ Non essendo questa la sede in cui poter approfondire l'analisi delle singole misure di difesa si rimanda a più approfondita dottrina per una classificazione sicuramente più esaustiva, e fra tutti si vedano E.DESANA, E.DESANA, *Opa e tecniche di difesa*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale n°250, Giuffrè, Milano, 2003, pp. 187 ss.; G.FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in Riv. soc., 2000, pp.743 ss.; F.REGALDO, *Le tecniche difensive nelle opa ostili – Riflessioni comparatistiche*, Giappichelli, Torino, 2004, pp. 62 ss.; F.M.SBARBARO, *I fiduciary duties nel quadro delle scalate ostili*, Eurilink, Roma, 2017, pp.59 ss.

⁴⁰⁰ In tal senso *ex multis* F.CHIAPPETTA, *op. ult. cit.*, p.381; R.COSTI, *op. ult. cit.*, p.86; F.ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2014, p.359; E.ROSATI, *op. cit.*, p.572 secondo la quale “un meccanismo del genere, più che un'opzione a vantaggio delle minoranze azionarie, rappresenterebbe una presa di posizione a favore dell'offerente, che avrebbe pertanto degli impedimenti in meno al successo della propria offerta”, e ancora che “si potrebbe sostenere che l'applicazione della regola di neutralizzazione consenta il passaggio del controllo non mediante o, almeno, non solo grazie all'acquisto di una partecipazione significativa, ma grazie all'emendazione forzata dello statuto dell'emittente e la sopravvenuta inefficacia degli accordi in vigore tra i soci e tra soci e società”.

solamente in essa una operatività su due diversi livelli; una duplice facoltà rimessa ora all'autonomia statutaria, ora a quella individuale. Per un verso essa consiste nella facoltà attribuita agli statuti delle società dall'art.104-*bis* TUF di prevedere che, in occasione del lancio di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio diretta all'acquisto del controllo (in base al rinvio contenuto all'art.101-*bis*, comma 3 TUF), vengano sterilizzate, rispetto all'offerente, alcune barriere preventivamente innalzate a difesa della società, rendendole temporaneamente inefficaci, nei confronti dell'offerente, sia durante che, in certe ipotesi, dopo la chiusura dell'offerta; per l'altro, tale norma viene ad essere completata da un punto di vista funzionale dalla previsione contenuta nel comma 3 dell'art.123 TUF, la quale attribuisce al socio la facoltà di recedere dai patti parasociali, in ogni tempo e senza nessun preavviso, in occasione del lancio di un'offerta promossa ai sensi degli articoli 106 o 107⁴⁰¹. Due possibilità peraltro da non potersi ritenere equivalenti e di cui si darà conto nel proseguo di questo lavoro.

Adottando una visione di insieme, una comminatoria di inefficacia rivolta ad eventuali limitazioni al diritto di voto ed alla circolazione delle azioni (di fonte statutaria o parasociale), che potrebbero ostacolare la riuscita di un'offerta pendente, costituisce il "logico completamento" del divieto espresso dall'art.104 TUF (per cui *amplius infra* in §3.10), avendo modo di esplicitarsi anzitutto nell'assemblea dei soci convocata per deliberare sugli atti oggetto di tale divieto, proprio nel presupposto dell'esistenza di un

⁴⁰¹ Per una discussione sul senso da attribuire a tale norma e per una sua applicazione, nonché interpretazione, estensiva si veda *supra sub* nota 359

Così nel testo di L.FURGIUELE, *La regola di neutralizzazione*, in AA.VV., *Le offerte pubbliche di acquisto*, (a cura di) M. STELLA RICHTER jr., Giappichelli, Torino, 2011 secondo la quale mediante l'art.123, comma 3 TUF si è introdotto "un diritto altrimenti inesistente sul piano del diritto comune", mentre ai sensi dell'art. 104-*bis* TUF la facoltà di rendere inefficaci le difese preventivamente innalzate contro le offerte ostili è attribuita "attraverso la delimitazione del potere organizzativo dei soci".

Si veda al riguardo anche P.DE GIOIA-CARABELLESE, *op. cit.*, pp. 93-95 secondo il quale ove la società abbia scelto di adottare l'*opting-in choice* della regola al comma 2 dell'art. 104-*bis* TUF "lo scenario sarà equivalente ad un labirinto". Infatti, "qualora tale accordo cada nell'alveo dei patti parasociali previsti dall'art.123 Tuf, l'aderente avrà il diritto di recedere, ma al tempo stesso vi sarà un generale principio di non applicabilità (non efficacia) degli accordi contrattuali in parola". Verrebbero così "paradossalmente a coesistere" due diritti, in capo agli aderenti agli accordi contrattuali di limitazione all'esercizio del diritto di voto o al trasferimento delle azioni: "uno che consente il recesso", "l'altro di quiescenza *pro tempore*". Conclude l'A. nel senso che "rimane nell'ordinamento italiano un disallineamento concettuale fra la disciplina statutaria in esame e quella dei patti parasociali".

dovere di astensione in capo all'organo amministrativo della *target* e venendo incontro all'esigenza di attuare una (seppur temporanea) "redistribuzione" dei diritti sociali nelle sopradette assemblee; al fine inoltre di assicurare al nuovo azionista di controllo piena corrispondenza tra potere di voto e partecipazione ai risultati economici dell'impresa⁴⁰².

Per ciò che attiene in particolare all'art.104-*bis* TUF, giova qui ricordare come questo (a differenza del preesistente art.104) fu introdotto nel nostro ordinamento solo a seguito dell'emanazione della Direttiva 2004/25/CE⁴⁰³. E se si considera che proprio l'adozione dell'art.11 della Direttiva OPA, relativo alla neutralizzazione, è stato uno dei punti che nei lavori preparatori "ha provocato le più vivaci discussioni"⁴⁰⁴, si comprendono più agevolmente le ragioni alla base del suo contenuto eterogeneo e della scelta di regolamentare una serie di ipotesi tra loro autonome, di certo non esaustive delle possibili difese che le società possono erigere preventivamente; dal che anche la norma che attua la regola di neutralizzazione nell'ordinamento nazionale pone taluni problemi interpretativi sia sul piano della tecnica normativa scelta, sia su quello dei contenuti della disciplina in essa predisposta⁴⁰⁵.

Dal primo punto di vista ha suscitato una certa discussione la scelta del nostro legislatore di "statutarizzare" l'istituto della neutralizzazione, essendosene fatta dipendere l'applicazione dall'inserimento, nello statuto, di una clausola in questo senso esplicita. Ad una prima analisi sembrerebbe che la dottrina⁴⁰⁶ abbia accolto con favore

⁴⁰² In questi termini M.MAUGERI, *Commento sub art. 104-bis TUF*, in AA.VV., *Il Testo Unico della Finanza*, Tomo II, UTET, Torino, 2012, pp.1346 ss.

⁴⁰³ Per un'analisi delle possibilità di recepimento della regola di neutralizzazione in seguito alla Direttiva 2004/25/CE si veda *ex multis* M.STELLA RICHTER jr., *A proposito della direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche di acquisto e dei suoi interpreti*, in *Profili attuali di diritto societario europeo*, (a cura di) G.FERRI jr., M.STELLA RICHTER jr., Giuffrè, Milano, 2010, pp.210-211

⁴⁰⁴ Letteralmente R.COSTI, *op. cit.*, p.86

⁴⁰⁵ Così L.FURGIUELE, *op. cit.*, p.134 la quale rileva come "[l]a norma in commento deve l'articolazione del suo contenuto all'origine comunitaria e alla medesima derivazione devono ricondursi [...] alcune distonie e incongruenze del dettato rispetto alla disciplina vigente nell'ordinamento italiano".

⁴⁰⁶ Si veda *ex multis* la posizione di A.MORELLO, *op. cit.*, pp.164ss. secondo il quale "[l]a scelta di mantenere inalterato l'enunciato legislativo merita un plauso non solo per una ragione di mercato, ma anche per una considerazione di ordine logico-giuridico che tiene conto della linearità e della coerenza del sistema normativo di riferimento". Continua l'A. *sub* nota 34 nel senso che "statutarizzare [...] significa, infatti, contribuire ad innalzare il livello di trasparenza delle nostre imprese perché formalizzare in un documento soggetto a pubblicità legale le decisioni" della

tale approccio normativo: *in primis* per la sua capacità di ricondurre ai soci la scelta di “depotenziare” eventuali meccanismi anti-scalata, e poi (e forse soprattutto) per la sua coerenza da un punto di vista logico-giuridico con l’ordinamento italiano: in un mercato come il nostro dove il socio di riferimento solitamente “dispone di mezzi bastevoli per contenere o annullare gli effetti pro-scalata derivanti dalla neutralizzazione” questa disposizione presenta il vantaggio di rimettere “anche nella forma” alla volontà di questo “ogni determinazione sul se e come prevenire la scalabilità della propria impresa” essendo in più tale decisione immediatamente conoscibile dal mercato tutto⁴⁰⁷. Tuttavia, altra parte della dottrina ne ha evidenziato taluni profili critici. Secondo questa, la contestuale scelta del legislatore di circoscrivere l’ambito di operatività dell’autonomia statutaria nel recepimento della regola *ex art.104-bis* (originando un disallineamento con l’art.104, essendo solo la prima limitata nei contenuti e non derogabile) finirebbe per contrastare con le finalità sue proprie, configurandola quale strumento dalle ridotte potenzialità applicative confermate dalla permanenza del comma 3, dell’art.123 nel corpo del Testo Unico e dall’inabilità del meccanismo ad impedire che il socio di maggioranza modifichi comunque la struttura societaria al fine di conservarne il controllo⁴⁰⁸.

società in tema di difese vuol dire “limitare il rischio che il socio di riferimento si veda costretto a ricorrere a quelle manovre di “aggiustamento” degli equilibri proprietari che [...] rischiano di offuscare i reali rapporti di controllo delle imprese”. Conforme a tale lettura P.DE GIOIACABELLESE, *op. cit.*, p.95 che la ritiene “una scelta appropriata, risultando in linea con il principio di autonomia negoziale, ai sensi del quale il migliore assetto societario è quello che nell’ambito dello statuto, i contraenti si danno, senza alcun intervento dirigitico esterno”.

Si veda inoltre la posizione di M.MAUGERI, *op. cit.*, p. 1348 per il quale tale scelta risulta “comprensibile” alla luce del rischio di incorrere in una “distorsione” degli incentivi alla promozione dell’adozione di vincoli alla possibilità di attivare difese da scalate ostili: “essa lascia libera l’organo amministrativo di valutare se sottoporre o meno ai soci l’adozione della regola di neutralizzazione, nella precisa consapevolezza della ridotta portata pratica di tale valutazione in un ordinamento, come quello italiano, caratterizzato dalla presenza di notevoli condizionamenti alla possibilità per lo statuto di contemplare misure di difesa preventive” e altresì “dal diritto degli azionisti, sia pure a condizione che siano “qualificati” dalla entità della partecipazione sociale detenuta, di richiedere l’integrazione dell’ordine del giorno dell’assemblea, se non addirittura la sua convocazione, al fine di deliberare su quella adozione (*ex art.126-bis TUF* e *art.2367 c.c.*)”.

⁴⁰⁷ In tal senso A.MORELLO, *Ibidem*.

⁴⁰⁸ Così L.FURGIUELE, *op. cit.*, p.136 secondo la quale una lettura unicamente a favore, come quella sopra esposta, non renderebbe integralmente conto di quanto, sul piano “ricostruttivo”, la disciplina della neutralizzazione sia idonea a realizzare: per un verso l’art.104-bis attua una delimitazione del potere di ricorrere alle difese preventive, mentre per l’altro ne sancisce l’“ultrattività”, estendendo il potere di neutralizzazione ai soci anche ad ipotesi che sarebbero

Sotto il profilo dei contenuti della disciplina in esame, dubbio è inoltre se, una volta esercitata la facoltà di *opt-in*, la società debba recepire nel proprio statuto la regola nella sua interezza o possa modificarne la portata o comunque richiamarne solo taluni aspetti. Si evidenzia in tal senso la posizione di coloro che ritengono di escludere una tale flessibilità, fondando tale rilievo da un lato sulle esigenze di certezza e trasparenza degli assetti di potere endosocietari e dall'altro sul tenore letterale della disposizione in esame il cui primo comma, soprattutto se posto a raffronto con quello dell'art.104 TUF, non sembra lasciar spazio ad operazioni che ne selezionino il contenuto precettivo. Mentre infatti il comma 1 dell'art.104-*bis* TUF consente agli emittenti di prevedere unicamente che “si applichino le regole previste dai commi 2 e 3”, senza

derogabili solo per effetto di regole di diritto comune. Viene così ad essere valorizzato qualcosa di diverso ed ulteriore rispetto al mero riconoscimento di una facoltà già in essere nella posizione di socio, attraverso l'individuazione ed il riconoscimento di uno specifico spazio di negoziazione destinato a rilevare sul mercato e coerente con i caratteri tipologici delle società quotate in quanto funzionale al disinvestimento. L'A. rifacendosi all'opera di C.ANGELICI, *Note minime su “La libertà contrattuale e i rapporti societari”*, in Giur. Comm., 2009, pp.403 ss. evidenzia come “diversamente da quanto si verifica nell'ambito dell'autonomia contrattuale, in cui è rimessa alle parti la predisposizione di un programma, altrettanta libertà non sussiste sul piano dell'impresa, in cui l'individuazione del limite dell'autonomia contrattuale implica la definizione di uno spazio negoziale possibile. Questo è quanto può dirsi avvenire per effetto dell'attribuzione all'autonomia statutaria della neutralizzazione [...]”. Continua l'A. nel senso che “la previsione statutaria della neutralizzazione costituisce un indice rilevante per la formazione del prezzo dell'acquisto del controllo e [...] può risolversi in uno strumento di negoziazione del prezzo stesso dell'offerta”. Tuttavia conclude in senso negativo alla scelta complessiva del legislatore proprio per la scelta di quest'ultimo di circoscrivere l'ambito di operatività dell'autonomia statutaria a quanto espresso dal dettato dell'art.104-*bis* TUF.

Ma si vedano in senso conforme L.SCIPIONE, *Le regole in materia di misure difensive tra vecchia e nuova disciplina dell'opa*, in Soc., 2009, p.589 secondo cui non essendosi preoccupata la Direttiva OPA di disciplinare qualsivoglia tipo di dispositivo il cui effetto sia uguale a quello dei meccanismi statuari o contrattuali espressamente citati dall'art.11 “[n]e consegue inevitabilmente che anche l'art.104-*bis* risenta di tale impostazione e presenti, pertanto, un ambito di applicazione altrettanto ristretto, disciplinando, in realtà, soltanto alcune delle possibili misure difensive preesistenti all'offerta”; COMMISSIONE FINANZE DEL SENATO, *Parere del 25 ottobre 2007* per cui non essendo diretta a tutti gli strumenti di difesa strutturale, la regola di neutralizzazione può indurre “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 patti parasociali”; ASSONIME, *Le modifiche alla disciplina dell'OPA: regola di passività, regola di neutralizzazione e reciprocità (decreto anti-crisi n.185 del 29 novembre 2008)*, Circolare n.18, 15 aprile 2009, p.11 per cui “[l]'impatto della regola di neutralizzazione deve essere comunque valutato in relazione a due fattori: da una lato, la presenza di altre regole di diritto societario, che di fatto limitano la possibilità di adottare di barriere preventive: si pensi, ad esempio, al divieto posto a carico delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio di tetti al diritto di voto o suoi scaglionamenti (art. 2351, 3 comma, c.c.); dall'altro, la circostanza che non tutte le barriere preventive sono rese inefficaci dalla regola di neutralizzazione: si pensi ad esempio alle strutture piramidali”.

ulteriori specificazioni, l'art.104, comma 1-*ter*, TUF ammette gli statuti a “derogare, in tutto o in parte, alle disposizioni dei commi 1 e 1-*bis*”, aprendo dunque testualmente spazio ad applicazioni “personalizzate” della regola di passività⁴⁰⁹.

Nell'ordinamento italiano la regola di neutralizzazione è stata configurata, in linea con il legislatore comunitario, avendo riguardo a tre principali fattispecie; tre diverse regole che necessitano di un'analisi separata⁴¹⁰.

⁴⁰⁹ Così M.MAUGERI, *op. cit.*, pp. 1350-1351 e spec. *sub* note 24-25; sembrerebbero confermare tale punto di vista anche P.DE GIOIA-CARABELLESE, *op. cit.*, p.71 secondo il quale “in merito alla regola di neutralizzazione *tertium non datur*”; F.M.MUCCIARELLI, *Commento sub art. 104-bis TUF*, in Nuove Leggi Civ. Comm., 2010, p.105 il quale ammette in ogni caso che “una simile soluzione solleva molte perplessità riguardo alla Direttiva OPA, la quale sembra prevedere due alternative secche, ossia introdurre o non introdurre la neutralizzazione”.

Cfr. invece *contra* A.MORELLO, *op. cit.*, p.164 che pone alla base delle ragioni del suo convincimento il fatto che la norma in esame “racchiude una “lista di regole” che si presentano, non solo, eterogenee sul piano dei contenuti ma anche (e sembra essere questo il dato decisivo) del tutto indipendenti l’una dall’altra sul versante dei presupposti applicativi nel senso che l’applicazione di ciascuna di queste regole è sganciata (indipendente, appunto) dall’applicazione delle altre; L.FURGIUELE, *op. cit.*, p.140 per la quale l’applicazione parziale di tale norma non soltanto “può ritenersi compatibile con le esigenze di disinvestimento”, ma addirittura, in taluni casi, per l’estrema eterogeneità delle ipotesi in essa contemplate, “tale circostanza si presenta necessaria”.

⁴¹⁰ In tal senso si veda *ex multis* F.M.MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d’acquisto e scambio*, Giappichelli, Torino, 2014, p.113 secondo il quale nell’esaminare tali regole bisogna prestare particolare attenzione al fatto che queste “devono essere inserite in statuto, e quindi, hanno l’efficacia tipica delle clausole statutarie e non delle norme di legge”. Da questo anche l’A. ne fa derivare un giudizio di ridotta portata innovativa di tale norma in quanto “anche se lo statuto contenesse qualche meccanismo atto a ostacolare il trasferimento del controllo [...] i soci se fossero scontenti degli effetti di simili clausole in caso di opa, sceglierebbero semplicemente di eliminarle del tutto dallo statuto”. Conclude quindi l’A. nel senso che la regola “ha un’importanza molto limitata”.

Va poi menzionato il fatto che in base al comma 4 dell’art.104-*bis* TUF “[l]e disposizioni di cui ai commi 2 e 3 non si applicano alle limitazioni statutarie al diritto di voto attribuito da titoli dotati di privilegi di natura patrimoniale”: dovendosi probabilmente ritenere che la *ratio* di tale esclusione possa rinvenirsi nel fatto che la limitazione al voto per tali titoli risulta già compensata dal privilegio patrimoniale. Infine al comma 5 la norma in esame prevede che “[q]ualora l’offerta [...] abbia avuto esito positivo, l’offerente è tenuto a corrispondere un equo indennizzo per l’eventuale pregiudizio patrimoniale subito dai titolari dei diritti che l’applicazione delle disposizioni di cui ai commi 2 e 3 abbia reso non esercitabili” ma per una più approfondita analisi delle condizioni e dell’efficacia di tale indennizzo si rimanda ad altra dottrina, in particolare si vedano *ex multis* G.BERTOLLOTTI, *op. ult. cit.*, p.249 critico sul punto in quanto “*aparte de la hipòtesis de un idilico cuanto poco probable acuerdo entre las partes, parece proporcionar al juez indicaciones de màxima, sin vincularlo sin embargo al respeto de verdaderos y propios limites cuya individualización habria sido en cambio preferible*”; F.ANNUNZIATA, *op. cit.*, p.360; R.COSTI, *op. cit.*, p.88; E.ROSATI, *op. cit.*, p.571 la quale introduce quel filone di pensiero secondo cui “[i] fatto poi che sia previsto un meccanismo indennizzatorio non migliora le cose e potrebbe indurre a pensare ad una vera e propria espropriazione dell’autonomia negoziale delle parti che si vedrebbero, per l’appunto, neutralizzato

La prima riguarda i “limiti statuari al trasferimento delle azioni”, i quali diventano inefficaci verso l’offerente a partire dall’inizio del periodo di adesione all’offerta⁴¹¹. In altri termini, in presenza di eventuali clausole di gradimento o di prelazione, l’offerente e potrà acquistare le azioni anche se il *placet* gli viene negato e aderire all’offerta anche senza averne preventivamente compiuto la *denuntiatio* (riferendosi con tali termini ad eventuali clausole di gradimento o prelazione), essendo tuttavia questa “inefficacia” dei limiti alla circolazione delle azioni solo “relativa”, con ciò intendendosi essa rivolta esclusivamente a beneficio dell’offerente e lasciando invece intatta l’applicabilità dei vincoli alle ipotesi in cui l’azionista intenda alienare la partecipazione a soggetti diversi da chi promuove l’offerta. Per di più, se da un canto si rileva come non assuma alcun rilievo ai fini dell’applicazione della norma la circostanza che l’offerta abbia sortito o meno gli effetti sperati dall’offerente, dall’altro, sebbene possa apparire lapalissiano, giova sottolineare come le limitazioni quivi neutralizzate siano solo quelle “previste dallo statuto” e non invece quelle radicate in una previsione legale (come ad esempio l’ipotesi del comma 3, dell’art.2343, riguardante l’inalienabilità delle azioni emesse a fronte dei conferimenti in natura prima della verifica della relativa stima).

Per ciò che attiene alla circoscrizione della vigenza della neutralizzazione al “periodo di adesione all’offerta”, di tale locuzione va accolta un’interpretazione estensiva che ricomprenda non solo il lasso di tempo originariamente indicato nel documento di offerta ma anche il periodo che dovesse delinarsi a seguito della proroga indotta dalla pubblicazione di offerte concorrenti ai sensi dell’art.44, comma 5, Regolamento Emittenti o al verificarsi delle ipotesi previste dall’art.40, comma 4 e 6 del predetto Regolamento (*i.e.* convocazione di un’assemblea *ex* art.104 TUF o più generiche “esigenze di corretto svolgimento dell’offerta e di tutela degli investitori”). Si fa notare tuttavia come il riferimento al periodo di adesione non possa intendersi nel senso di esigere che in tale frangente si produca anche l’effetto traslativo della proprietà delle azioni: ciò che si risolverebbe in uno svuotamento della portata della regola essendo

il corredo statuario e contrattuale da loro stesse approntato per delineare la struttura e gli equilibri interni alla società”.

⁴¹¹ Il riferimento è alla prima parte del comma 2, dell’art 104-*bis* TUF in base al quale “[n]el periodo di adesione all’offerta non hanno effetto nei confronti dell’offerente le limitazioni al trasferimento di titoli previste nello statuto [...]”

quell'effetto destinato a svilupparsi solo dopo la chiusura del periodo di adesione (al momento dell'accredito delle azioni sul "conto titoli" intestato all'offerente contestualmente al pagamento del corrispettivo)⁴¹².

Da questa esplicitazione della natura "transitoria" della neutralizzazione, se ne fa poi derivare un'importante risposta negativa al quesito circa l'ascrivibilità della delibera, dell'assemblea straordinaria, di introduzione od eliminazione della clausola di neutralizzazione dallo statuto al novero delle "modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione" legittimanti il recesso del socio dissenziente *ex art.* 2437, comma 1, lett. g c.c. Si rileva infatti come qui si tratti di una mera "sospensione" del diritto partecipativo e non una più incisiva modificazione, imponendo la funzione stessa della regola una delimitazione della sua area di operatività al periodo in cui abbia modo e ragione di esplicarsi: "fino (ma non oltre) al momento in cui l'offerente abbia conseguito il controllo della società bersaglio"⁴¹³.

Ciò detto, tuttavia non può non rilevarsi come tale disposizione vanti una ridotta portata innovativa, in particolare in termini di ampliamento o riesplorazione dell'autonomia statutaria.

Da un primo punto di vista tale "clausola di neutralizzazione" produce semplicemente l'effetto di limitare l'ambito di applicazione di clausole che sono parimenti di natura statutaria, come tale dotando le società italiane di un potere di cui esse già godevano prima dell'introduzione di tale regola potendo già prima introdurre clausole di gradimento e limitarne l'ambito di applicazione o condizionarne l'efficacia. Secondo poi, la portata della norma viene ad essere drasticamente ridotta dalla lettera dell'art. 2.1.3, comma 2, lettera c), del Regolamento di Borsa Italiana (rubricato "Condizioni generali per l'ammissione") che non ammette alla quotazione titoli non liberamente negoziabili⁴¹⁴. Con la conseguenza che la regola in esame verrebbe ad applicarsi solo in

⁴¹² Così M.MAUGERI, *op. cit.*, p.1353 e *sub* nota 34

⁴¹³ Letteralmente M.MAUGERI, *ibidem*

⁴¹⁴ Una regola che a sua volta deriva dalla formulazione contenuta nell'art. 46, par. 1, della Direttiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 28 maggio 2001, riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e l'informazione da pubblicare su detti valori. Si veda sul punto L.ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell'Unione Europea*, in Riv. soc., 2010, p.665 secondo il quale la formulazione della norma europea (oggi recepita dal Regolamento di Borsa Italiana in "qualora la restrizione non comporti

caso di un'offerta lanciata su titoli non quotati di società con altri titoli quotati, le quali in base al dettato dell'art 101-*bis*, comma 1 TUF sono qualificate come “società italiane quotate”⁴¹⁵.

Il Testo Unico, infine, prescrive l'inefficacia dei limiti al trasferimento delle azioni solo riguardo a quelli di natura statutaria, non anche di quelli parasociali come invece indicato nella Direttiva OPA; tuttavia questa limitazione è perfettamente coerente con il fatto che ai limiti parasociali (i cosiddetti “sindacati di blocco”) continua ad applicarsi il diritto di recesso di cui all'art. 123, comma 3 TUF⁴¹⁶. A ben vedere infatti, la versione “domestica” di tale regola presenta una portata applicativa ben maggiore di quella propria della norma di matrice comunitaria. Mentre la Direttiva neutralizza solo le restrizioni previste “in accordi contrattuali tra la società emittente e possessori di titoli di questa società o in accordi contrattuali tra possessori di titoli della società emittente”, la norma contenuta nel Testo Unico, volgendosi a disciplinare genericamente i “patti indicati nell'articolo 122” TUF, consente di superare la qualificazione soggettiva delle parti e di neutralizzare pertanto la limitazione anche se nascente dall'accordo con un terzo. In questa prospettiva si spiegherebbe infatti l'inciso iniziale della norma in commento che lascia “fermo quanto previsto dall'articolo 123, comma 3” TUF⁴¹⁷.

Giova però evidenziare come, sebbene quivi “complementari”, la disciplina dei due articoli (*i.e* 104-*bis* e 123, comma 3 TUF) mantenga le distanze sia sul piano operativo che su quello degli interessi effettivamente tutelati, essendosi voluto con il primo

alcun rischio di perturbare il mercato”) che ammette un potere di gradimento sui trasferimenti di azioni se l'uso di tale clausole “non è in grado di perturbare il mercato”(par.3), sia “sufficientemente vaga per rendere dubbia la legittimità della clausola di gradimento perfino anche limitatamente a trasferimenti di azioni oltre una determinata soglia di rilevanza”.

⁴¹⁵ In tal senso F.M.MUCCIARELLI, *op. ult. cit.*, p.114. Ma si veda anche L.FURGIULE, *op. cit.*, p.140 che la considera in tal senso “una ipotesi inattuabile nell'ordinamento italiano”, e ne propone una sua considerazione alla stregua di “area rilevante di neutralizzazione” cosicché “potrebbe quindi ritenersi, in base al comma 2 dell'art.104-*bis*, che possano essere sterilizzati altri meccanismi anch'essi finalizzati a limitare o impedire la circolazione delle partecipazioni”.

⁴¹⁶ Si veda in tal senso *ex multis* F.M.MUCCIARELLI, *L'attuazione della Direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. Comm.*, 2008, p. 461

⁴¹⁷ La Direttiva OPA, all'art.11, par.2, comma2, pone inoltre la condizione che siffatti accordi siano stati conclusi “dopo l'adozione” della stessa; requisito temporale dal quale la norma contenuta nel TUF prescinde del tutto.

Così M.MAUGERI, *op. cit.*, p.1352. Ma si veda in particolare L.FURGIUELE, *op. cit.*, pp. 137-139 per un'approfondita analisi sul rapporto tra la regola di neutralizzazione contemplata dall'art.104-*bis* TUF e quella contenuta nell'art.123, comma 3, TUF.

garantire il buon esito dell'offerta consentendo a tutti i soci "indiscriminatamente" di aderirvi, mentre con il secondo la possibilità per il singolo socio di apportare i propri i titoli all'OPA mediante un diritto potestativo di recesso, anche parziale, dai patti parasociali, venendo tuttavia il trasferimento dei titoli ad assumere in quest'ultima ipotesi la qualifica di *condicio iuris* per accedere alla neutralizzazione, laddove il vincolo all'autonomia privata è qui giustificato solo sulla base dell'adesione all'offerta⁴¹⁸.

3.4.1.1 (Segue) le limitazioni al diritto di voto contenute nello statuto o in patti parasociali e la loro sorte in caso di successo dell'OPA

La seconda clausola di "neutralizzazione" attiene ai limiti al diritto di voto.

Ai sensi del comma 2, dell'art. 104-*bis* TUF, le società bersaglio possono introdurre una clausola nello statuto che "nelle assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni previsti dall'articolo 104" renda inefficaci "le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali".

Una regola dalla portata sicuramente meno incisiva per ciò che attiene ai patti parasociali, in questo caso "sindacati di voto", di quella sopra esposta (art.123, comma 3 TUF attinente ai "sindacati di blocco"), in particolare per la sua efficacia limitata alle adunanze assembleari in cui i soci si pronuncino in merito alla autorizzazione delle misure difensive, nonché, con esclusivo riferimento alle delibere adottate sui punti all'ordine del giorno concernenti tali atti od operazioni⁴¹⁹ (aggiudosi ulteriormente a questo la sua portata temporale limitata ai patti parasociali conclusi *post*-Direttiva 2004/25/CE).

⁴¹⁸ Conforme F. CHIAPPETTA, *I patti parasociali nel Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in Riv. soc., 1998, p.1008 il quale sottolinea in particolare come il vincolo imposto all'autonomia privata si giustifichi nei limiti in cui lo scopo perseguito sia l'adesione all'offerta.

⁴¹⁹ Sempre M.MAUGERI, *Ibidem*, p.1354 il quale rileva inoltre come "questa minore intensità si registra nell'ordinamento italiano anche sul piano della vigenza temporale della regola, la quale, a differenza di quanto osservato per la neutralizzazione dei limiti parasociali al trasferimento dei titoli, è in grado di colpire unicamente i sindacati di voto "conclusi dopo l'adozione" della Direttiva OPA".

Va invece qui rilevato come a seguito del Decreto Legge 24 giugno 2014, n.91 (cosiddetto “Decreto Competitività” convertito con modificazioni nella Legge 11 agosto 2014, n.116) la regola di neutralizzazione ha di certo riacquisito importanza in merito alle limitazioni statutarie al diritto di voto. Prima di tale modifica, infatti, parte della dottrina ne aveva sottolineato l’ambito di applicazione “quasi inesistente” stante il divieto imposto dal codice civile alle società facenti ricorso al mercato dei capitali di rischio di introdurre tetti al diritto di voto o suoi scaglionamenti⁴²⁰. Ora invece, il sopradetto Decreto ha modificato la disciplina del comma 3, dell’art.2351 del codice civile e del comma 2, dell’art.104-*bis* TUF con la conseguenza che se da un lato anche lo statuto delle quotate può oggi “prevedere che, in relazione alla quantità delle azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato a una misura massima o disporre scaglionamenti”; dall’altro, nelle assemblee chiamate a deliberare circa l’adozione delle misure difensive “le azioni a voto plurimo conferiscono soltanto un voto e non si computano i diritti di voto assegnati ai sensi dell’articolo 127-*quinquies*”⁴²¹,

⁴²⁰ F.M.MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d’acquisto e scambio*, Giappichelli, Torino, 2014, p.114 che basava il suo ragionamento sulla vecchia formulazione del comma 3, dell’art.2351 c.c. secondo cui “[l]o statuto delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio può prevedere che, in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato ad una misura massima o disporre scaglionamenti”; perciò ne faceva derivare quale unico ambito di applicazione di tali clausole quello delle “pochissime società quotate che, in base a leggi speciali, quale quella sulla privatizzazione delle banche pubbliche, hanno in statuto tetti al diritto di voto”; in tal senso si pronunciava anche L.FURGIUELE, *l op. cit.*, p.141.

⁴²¹ Un’altra delle innovazioni estremamente rilevanti del Decreto Legge 24 giugno 2014, n.91 è stata proprio l’introduzione dell’art.127-*quinquies* nel Testo Unico. Questo consente alle società quotate (o quotande) di inserire nei propri statuti il cosiddetto “voto maggiorato”. Da un punto di vista sostanziale, la norma rimette all’autonomia statutaria le modalità per l’attribuzione del voto maggiorato e per l’accertamento dei relativi presupposti, posti ex lege, i seguenti limiti: da un lato la maggiorazione può essere pari fino a un numero massimo di due voti per ciascuna azione, e dall’altro le azioni a cui viene assegnato il voto maggiorato devono essere appartenute al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a due anni dalla data di iscrizione in un apposito elenco istituito a cura delle società vengono perciò chiamate “*loyalty shares*”). La portata maggiormente innovativa in questa disposizione è rappresentata dal superamento del tradizionale principio “*one share one vote*”, di cui prima all’art. 2351, quarto comma, c.c. anch’esso emendato dal Decreto Competitività.

Tale scelta si pone nel solco di alcune posizioni in precedenza espresse dalla Consob. Si veda infatti in merito S.ALVARO, A.CIAVARELLA, D. D’ERAMO, N. LINCIANO, *La deviazione dal principio “un’azione – un voto” e le azioni a voto multiplo*, in Quaderni Giuridici Consob, Roma, 2014 secondo cui “[i]n base alla rassegna svolta, consentire l’emissione di categorie speciali di azioni a voto multiplo può favorire la quotazione in borsa e operazioni di ricapitalizzazione efficienti; inoltre, la possibilità di accrescere il numero di voti in funzione del tempo di detenzione delle azioni ordinarie (cosiddette *loyalty shares*) può incentivare una più attiva partecipazione degli azionisti alla vita

venendo così a “neutralizzare” anche la nuova disciplina delle azioni a voto maggiorato.

La regola di neutralizzazione viene in questo modo a subire una riespansione della sua portata applicativa in un duplice senso: *in primis* quale clausola posta a salvaguardia della libertà di espressione dei soci in seno alle assemblee convocate *ex art.104*, che oggi risulta finalmente “attiva” in considerazione del nuovo terzo comma dell’art.2351 c.c. (alla quale però possono ora essere rivolti gli stessi dubbi espressi *supra* in Cap.III §3.4.1 per le limitazioni statutarie al trasferimento dei titoli); *in secundis*, e soprattutto, in foggia di nuovo strumento di recupero della contendibilità, posta la nuova posizione del legislatore italiano che sembrerebbe essersi diretto (con la riforma del comma 4, dell’art.2351 c.c. e l’introduzione dell’art.127-*quinquies* TUF) verso l’eliminazione del principio “*one share-one vote*”, da sempre considerato baluardo della capacità di espressione dei soci di minoranza e di contrasto all’*entrenchment* del socio di riferimento in sede di assemblea⁴²².

Va qui sottolineato in merito come sia da porre fuori dal campo di applicazione di tale regola una riespansione del potere attribuito agli strumenti finanziari partecipativi il cui voto in assemblea, secondo il dettato dell’ultimo comma dell’art.2346, sia genericamente escluso, fondandosi ciò sulla considerazione in base a cui la loro legittimazione al voto unicamente su materie specifiche sia da considerare non già come una “limitazione” bensì come “attribuzione” di un diritto amministrativo in sé del tutto eventuale.

La terza ed ultima clausola di neutralizzazione che le società italiane possono adottare è costituita infine dalla peculiare ipotesi, riprodotta nel comma 3 dell’art.104-*bis*, secondo cui, “a seguito dell’offerta”, l’offerente “venga a detenere almeno il

societaria. Tali, innovazioni, tuttavia, dovrebbero essere accompagnate dall’introduzione di alcuni vincoli e da maggiori presidi a tutela dei soci di minoranza”.

⁴²² Esso è infatti stato uno dei principi fondamentali posti dal citato “*Winter Report*” (per cui *sub nota* 366) proprio alla base dell’intervento comunitario.

In merito *ex multis* si veda il lavoro di G.FERRARINI, *One Share - One Vote: A European Rule?*, in *European Company and Financial Law Review*, 2006, pp. 147 ss.; E.ROSATI, *op. cit.*, p.572 rilevava a questo proposito come il valore insito in tale struttura fosse appunto quello di “favorire, a livello atomistico, quella separazione tra proprietà e controllo che è inversamente correlata all’entità dei costi di agenzia”.

settantacinque per cento del capitale” della società quotata (“con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza”). In tale ipotesi la norma in analisi dispone che nella prima assemblea che venisse convocata per “per modificare lo statuto o per revocare o nominare gli amministratori o i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza⁴²³ alcune “difese preventive” divengono inefficaci. Ed in particolare “le azioni a voto plurimo conferiscono soltanto un voto e non hanno effetto: a) le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali; b) qualsiasi diritto speciale in materia di nomina o revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza previsto nello statuto; b-bis) le maggiorazioni di voto spettanti ai sensi dell'articolo 127-*quinquies*”.

Si individuano quali elementi presupposti al godimento di tale limitazione: il raggiungimento della soglia del 75% proprio “a seguito dell’offerta”, non assumendo a tal fine alcun rilievo eventuali acquisti effettuati dopo la chiusura del periodo di adesione (la restrizione si giustifica infatti solo in funzione dell’accoglienza riservata dagli oblati alla proposta dell’offerente), e un’iniziativa per la convocazione assembleare derivante dallo stesso offerente. Sebbene infatti nulla venga esplicitato nella norma in esame circa l’iniziativa per la convocazione dell’organo assembleare, una lettura della norma conforme al dettato del par. 4, dell’art.11 della Direttiva 2004/25/CE (“convocata dall’offerente”) e allo spirito della regola in esame, sembrerebbe richiedere all’offerente, quale condizione per la neutralizzazione dei diritti dei soci, una manifestazione del suo concreto interesse ad avvalersene espressa mediante una sua richiesta di convocazione assembleare formulata *ex art.2367 c.c.*⁴²⁴ .

A differenza di quanto analizzato sopra, in questo contesto si assiste ad una sterilizzazione “assoluta” delle limitazioni parasociali al diritto di voto, laddove, al

⁴²³ Fa notare giustamente L.FURGIUELE, *op. cit.*, p.141 come tale dettato “deve considerarsi errato nel riferimento alla nomina assembleare del consiglio di gestione, dato che tale organo, in base all’art.2409-*novies*, comma 3 c.c., viene necessariamente nominato dal consiglio di sorveglianza. Rilevando inoltre come tale ipotesi di neutralizzazione presenti una ridotta portata applicativa, considerato che “sarebbe sufficiente la formazione di minoranze di blocco per rendere inoperante la previsione”.

⁴²⁴ Così secondo l’analisi di M.MAUGERI, *op. cit.*, pp. 1355

contrario del dettato dell'art.123, comma 3 TUF, la comminatoria di inefficacia espressa alla lett. a, del comma 3, dell'art.104-*bis* TUF non presenta alcuna delimitazione operativa verso i patti individuati *ex* art.122 TUF.

Va qui sottolineato tuttavia come tale neutralizzazione si produca solo in relazione alla materia della revoca o nomina delle cariche sociali e delle modificazioni statutarie. Proprio con riguardo a quest'ultime essa dispiega la sua portata indipendentemente dalla presenza di una qualche connessione della programmata modificazione con l'offerta appena conclusa: consentendo così all'offerente di "modellare" la struttura organizzativa della società nel senso reputato conforme ai suoi interessi. D'altronde, la fissazione della soglia partecipativa richiesta per godere della neutralizzazione al 75% in tanto può trovare spiegazione in quanto consente all'acquirente di adottare qualsivoglia variazione dell'assetto statutario in base al disposto degli artt. 2368 ss. c.c., e di adeguare dunque la situazione "di fatto" (*i.e.* la composizione della compagine sociale) a quella "di diritto" (*i.e.* la ripartizione del diritto di voto tra gli azionisti). La neutralizzazione opererebbe allora anche nelle delibere adottate al fine di elidere o modificare proprio quegli eventuali diritti speciali o limiti statuari al voto od alla nomina/revoca degli amministratori; non sembrando inoltre possibile subordinare la validità o l'efficacia di una tale delibera al consenso del titolare del diritto speciale⁴²⁵.

Questa clausola si pone così nei confronti dell'offerente in una duplice veste. Se per un verso consentirebbe all'offerente ormai in possesso del 75% del capitale sociale di "porsi al riparo da insidie che possono conseguire dalla presenza di azioni a voto plurimo" e di eventuali vincoli al voto, in quanto tutte le azioni, ormai "neutralizzate", verrebbero ad esprimere in assemblea un unico voto "con sollievo dell'offerente

⁴²⁵ Così M.MAUGERI, *op. cit.*, p.1356 e spec. *sub* note 49-50-51 il quale considera tale conclusione negativa coerente sia con le finalità dell'art. 104-*bis* TUF, la cui realizzazione ne resterebbe altrimenti rimessa alla insindacabile volontà di coloro i cui diritti dovrebbero essere neutralizzati, sia con la struttura della norma, la quale mostra di risolvere il profilo della tutela dei soci incisi dalla modificazione essenzialmente, ancorchè non esclusivamente, nel diritto all'indennizzo di cui al 5° comma. È infatti evidente che, se si muovesse dall'esigenza del consenso individuale dell'azionista titolare dei poteri speciali di nomina, questi ultimi, pur inefficaci "nella prima assemblea successiva alla chiusura dell'offerta", e quindi inidonei in prima battuta ad impedire all'offerente di esprimere la maggioranza dei componenti del consiglio di amministrazione o sorveglianza, tornerebbero a rivivere (ove appunto non eliminati a mezzo di modifica statutaria) in occasione del primo rinnovo delle cariche sociali "successivo a quella assemblea" e ad impedire, dunque, una piena esplicazione dell'influenza dominante intestata all'offerente.

medesimo che verrebbe così a disporre delle maggioranze occorrenti per rinnovare gli organi aziendali e modificare lo statuto” (*i.e.* “finalizzare l’OPA”)⁴²⁶; per altro verso non tutela colui che, pur ottenendo il controllo della società, non raggiunge la soglia del 75%, “nel qual caso le difese preventive continuano ad essere efficaci”, con la conseguenza che, “chi detiene più del 25% del capitale con diritto di voto su nomina e revoca degli amministratori è certo che le eventuali difese preventive in statuto non saranno superabili”⁴²⁷.

3.5 Le Difese successive (*i.e.* le “strategie difensive successive”)

La varietà delle tecniche difensive adottabili successivamente al lancio di un’offerta pubblica di acquisto è sicuramente notevole, almeno quanto la diffusione della loro analisi nella letteratura, in particolare in quella comparatistica; per questo risulta maggiormente opportuno per il nostro studio limitarsi a citarne semplicemente le categorie principali⁴²⁸ alle quali l’inventiva e l’abilità del *management* della *target* possano attingere.

⁴²⁶ Così P.DE GIOIA-CARABELLESE, *op. cit.*, pp.95-96 il quale portando l’esempio della situazione azionaria della Ericsson nel 2002 sfata il *misunderstanding* circa la *ratio* della norma secondo cui “l’offerente è virtualmente diventato “padrone” della società, grazie al 75% del capitale della società in suo possesso, per cui, di primo acchito, la regola di neutralizzazione ai suoi fini potrebbe risultare irrilevante.

⁴²⁷ Così F.M.MUCCIARELLI, *op. ult. cit.*, p.115 il quale aggiunge inoltre che “quanto più la partecipazione del socio di maggioranza relativa si avvicina al 25% del capitale di diritto di voto, tanto più è difficile neutralizzare le eventuali difese statutarie, poiché al primo basterà acquistare durante l’offerta un numero di azioni che gli consenta di raggiungere la soglia del 25% per rendere la regola di neutralizzazione inapplicabile”; e si veda anche *Id.*, *L’attuazione della Direttiva opa nell’ordinamento italiano*, in *Giur. Comm.*, 2008, p. 462 spec. *sub* nota 75 per cui “in un paese in cui i gruppi familiari di comando mantengono il controllo grazie a difese tecniche e non per il fatto di avere acquistato la maggioranza azionaria, la regola di neutralizzazione potrebbe indurli ad incrementare la propria partecipazione per evitare scalate”.

⁴²⁸ Per un’analisi certamente più approfondita si veda fra tutti R.J.GILSON, B.S.BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, Foundation Press, NY, 1995 e Supplement 2003-2004, pp.752 ss.; F.M.SBARBARO, *I fiduciary duties nel quadro delle scalate ostili*, Eurilink, Roma, 2017, pp.59 ss.; F.M. MUCCIARELLI, *Società per azioni e offerta pubblica d’acquisto. Le difese successive contro offerte pubbliche d’acquisto di azioni quotate*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale* n°265, Giuffrè, Milano, 2004, pp.10 ss.; per l’analisi comparata G.FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000, pp.776 ss.; F.REGALDO, F.REGALDO, *Le*

La risposta più frequente ad una scalata ostile è costituita dal “contenzioso”, una scelta effettuata al chiaro scopo di ritardare (o se possibile impedire) il successo dell’offerta sindacandone legittimità ed irregolarità procedurali e costringendo l’offerente ad impegnarsi, soprattutto economicamente, anche sul fronte legale. Un’altra tattica impiegata frequentemente sono gli “acquisti di azioni proprie”, che possono eseguiti per scopi diversi: l’aumento della percentuale nelle mani dell’*incumbent*, l’innalzamento del prezzo dell’offerta oltre il livello che l’offerente voleva (o poteva) pagare, la sottrazione all’offerente di un consistente pacchetto di azioni detenuto da un azionista a lui avverso, ed infine il “riacquisto a premio” delle azioni possedute da un attuale (o potenziale) offerente allo scopo di neutralizzare sul nascere la minaccia di un’offerta (il cosiddetto “*greenmail*”). Altre tecniche difensive ugualmente note sono le “acquisizioni difensive”, volte a creare ostacoli *antitrust* o regolatori per l’offerente, i cosiddetti “*golden parachutes*”(i.e. “paracadute d’oro”), clausole nei contratti di lavoro che assicurano agli amministratori buonuscite proibitive in caso di un cambio di controllo, ed infine la cosiddetta “difesa *Pac-Man*” consistente in un’offerta da parte della società bersaglio per l’acquisto di azioni della stessa offerente, volta a sfruttare a proprio vantaggio i limiti alle “partecipazioni incrociate”.

Nell’ordinamento italiano la determinazione di quali siano le difese da cui gli amministratori debbano astenersi, salvo autorizzazione dell’assemblea, è rimessa dal legislatore all’interprete. Le difese “successive” da ricondurre al comma 1, dell’art. 104 TUF vengono infatti descritte tramite un criterio di tipo teleologico (“atti o operazioni che possano contrastare il perseguimento degli obiettivi dell’offerta”), una definizione aperta e di tipo funzionale che fa gravare sugli amministratori la valutazione dell’appartenenza del concreto atto o operazione al genere delle difese e, in ultima

tecniche difensive nelle opa ostili – Riflessioni comparatistiche, Giappichelli, Torino, 2004, pp. 91ss. Ma si veda a riguardo anche A.GUACCERO, , *Interesse al valore per l'azionista e interesse per la società – Le offerte pubbliche in Italia ed in USA*, Giuffrè, Milano, 2007, pp.347 ss. che si esprime nel senso della “non necessità di individuare un catalogo di operazioni funzionali alla difesa”, interessandosi maggiormente alla “ricerca di un canone di condotta degli organi sociali e dei singoli azionisti”.

analisi, sull'Autorità di Vigilanza e sul giudice la verifica dell'omissione e i termini della responsabilità dell'organo amministrativo⁴²⁹.

E proprio alla Consob è spettato il compito di offrire un contributo a meglio chiarificare le fattispecie che possono integrare gli atti e le operazioni idonee a contrastare l'offerta, esemplificando alcune tipologie di comportamenti vietati (si veda a riguardo *supra* Cap.III §3.3.2).

Per ciò che interessa la nostra analisi, va qui rilevato come in questo panorama classificatorio delle tecniche anti-OPA, sostanzialmente indefinito, ve ne sia una in particolare verso la quale prima gli interpreti e poi il legislatore hanno manifestato una piuttosto chiara posizione di favore. Si tratta della “ricerca di offerte concorrenti”, meglio conosciuta come ricerca del “cavaliere bianco” (*i.e.* “*white knight defense*”).

Invero già prima della espressa regolamentazione della liceità di tale fenomeno, la Consob si era espressa nel senso di escludere dall'applicazione dell'art.104 TUF le attività degli amministratori tese “ad individuare la fattibilità di una proposta alternativa ritenuta maggiormente favorevole per gli azionisti”⁴³⁰. Tale orientamento era conseguenza, in primo luogo, della convinzione che rientrasse fra i doveri degli amministratori la ricerca delle ipotesi di combinazione aziendale ritenute migliori nell'interesse degli azionisti e, in secondo luogo, della difficoltà di individuare la ragione di un'autorizzazione assembleare. Una posizione giustificata dall'Autorità di Vigilanza con il fatto che “la promozione dell'offerta, se interrompe parzialmente lo spazio di movimento degli amministratori, non recide il rapporto di fiducia fra essi e gli azionisti e pertanto lascia agli amministratori anche il compito di tutelarne gli interessi”⁴³¹, quello

⁴²⁹ Così A.GUACCERO, N.CIOCCA, *Commento sub art. 104 TUF*, in AA.VV., *Il Testo Unico della Finanza*, Tomo II, UTET, Torino, 2012, p.1335. Ma si veda anche in merito S.CAPPIELLO, *op. cit.*, p.114 e gli AA. citati *supra* sub note 340-343

⁴³⁰ Ci si riferisce alla già nota Comunicazione n. DAL/99039392 del 18-5-1999 della CONSOB, che fa discendere le sue conclusioni dall'allora vigente disciplina contenuta nel *City Code* inglese e dall'art. 3, comma 3, del regolamento COB n. 89/03 francese; ma soprattutto dal fatto che “[a]ncora più esplicitamente la ricerca di nuove offerte” era “consentita agli amministratori senza l'autorizzazione dell'assemblea dall'art. 8 dell'ultimo testo (frutto dell'accordo dei rappresentanti di tutti i paesi) della Proposta di Direttiva.

⁴³¹ Merita qui di sottolineare come alcune delle espressioni utilizzate dall'Autorità di Vigilanza per spiegare la sua posizione in merito alla possibilità per il *board* di ricercare offerte alternative (ad esempio la stessa notazione secondo la quale la promozione dell'OPA lascerebbe comunque agli amministratori il compito di tutelare gli interessi degli oblati), sembrerebbe assumere le fattezze

che questi non potrebbero fare è “compiere atti di gestione finalizzati a mettere in difficoltà l'offerta esistente, la decisione sul cui esito deve restare nelle mani degli azionisti, mentre la ricerca di alternative non danneggia direttamente le possibilità di riuscita dell'offerta ma si limita ad ampliare le possibilità decisionali degli azionisti”; rimanendo comunque fermo che tale eventuale attività degli amministratori fosse soggetta al rispetto delle regole generali sul loro operato, sia dal punto di vista della responsabilità verso gli azionisti e la società (per violazione del dettato dell'art. 2392 c.c.), sia dal punto di vista della necessità che siano garantiti tutti gli standard di correttezza e trasparenza tipici della regolamentazione del mercato finanziario.

Nonostante questa lettura non fosse andata esente da critiche⁴³², la ricerca di un'offerta concorrente è ora espressamente esclusa dal novero delle misure difensive successive

di una sorta di *endorsement* verso una lettura dell'interesse sociale incentrato sulla massimizzazione dello “*shareholder value*”; la quale, data la disciplina prescelta dal legislatore, sembrerebbe affiorare anche nell'impostazione regolamentare di quest'ultimo. La Consob ed il legislatore nazionale parrebbero così adottare una posizione *shareholder-oriented* dalla quale tale ricerca, non solo non risulta idonea a contrastare il conseguimento dell'obiettivo dell'offerta, ma al contrario, individuando l'obiettivo principale nella possibilità di vendere i titoli, ne accrescerebbe il valore potenziale grazie alla concorrenza.

Senza alcuna pretesa di completezza bibliografica, si vedano a riguardo *ex multis* G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in Riv. soc., 2000, p. 780 secondo il quale si “impone agli amministratori ed ai *managers* di non agire nell'interesse proprio o di eventuali controllori, bensì in quello degli azionisti in genere alla massimizzazione del valore del proprio investimento”; F.VELLA, *La nuova passivity rule nella disciplina delle offerte pubbliche di acquisto: alla ricerca di un difficile equilibrio*, in Banca, impresa, società, 2000, p.169; P.G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in Giur. Comm., 2000, pp. 795ss.; A.GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse per la società – Le offerte pubbliche in Italia ed in USA*, Giuffrè, Milano, 2007, pp.138ss.; F.M.SBARBARO, *I fiduciary duties nel quadro delle scalate ostili*, Eurilink, Roma, 2017, *passim*

⁴³² Ci si riferisce alla posizione espressa da F.M.MUCCIARELLI, *Combinazioni aziendali e passivity rule*, Banca Borsa, tit. cred., 2000, p.235-237 secondo cui l'argomentazione della Consob non convince “per la semplice ragione che la decisione dell'assemblea [...] non è sovrapponibile alle decisioni individuali dei singoli azionisti di disinvestire o mantenere la partecipazione, sicché la sottoposizione di un'operazione difensiva alla prima non può essere esclusa per il solo motivo che l'operazione si rivolga materialmente a tutti i soci”. L'A. ritiene in tal senso opportuna una distinzione tra le due ipotesi configurabili: la prima risultante nella semplice trasmissione da parte della *target* di informazioni della società indistintamente ad ogni potenziale acquirente al fine di sollecitare un'asta, la seconda in cui le informazioni vengono fornite, su iniziativa dell'*incumbent management*, ad un determinato soggetto da loro scelto come “parte di un più complesso piano di combinazione aziendale di cui gli amministratori si fanno promotori”, ostacolando quest'ultima l'OPA in corso e dovendo essere sottoposta all'autorizzazione di cui all'art.104 TUF.

Orientamento confermato più volte dall'A. nel corso degli anni, si vedano a riguardo *Id.*, *Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto. Le difese successive contro offerte pubbliche d'acquisto di azioni quotate*, in Quaderni di Giurisprudenza Commerciale n°265, Giuffrè, Milano, 2004, pp.173

dalla lettera dell'art. 104 TUF, secondo cui “[l]a mera ricerca di altre offerte non costituisce atto od operazione in contrasto con gli obiettivi dell'offerta”; una disposizione che discende dalla Direttiva OPA (art.9, comma2), ma adottata in sede di recepimento con una formulazione più precisa di quest'ultima⁴³³.

Nel testo comunitario si individua infatti quale eccezione alla necessaria preventiva autorizzazione dell'assemblea degli azionisti “la ricerca di altre offerte”, mentre la norma italiana dispone che sia la “mera” ricerca di altre offerte a non contrastare con gli obiettivi dell'offerta.

Questa precisazione comporta il riaffiorare di dubbi già in precedenza espressi circa l'ammissibilità di iniziative degli amministratori volte ad “agevolare” la formulazione di tali offerte. Se infatti può permettersi una “collaborazione” tra l'organo amministrativo ed il nuovo offerente, almeno nel senso della messa a disposizione di documenti sufficienti allo svolgimento da parte del secondo degli accertamenti funzionali alla formulazione dell'offerta, più dubbio è invece se possa considerarsi “mera” una ricerca volta a “procacciare” nuovi offerenti verso i quali gli amministratori assumano, per la società, impegni futuri di tipo industriale o finanziario⁴³⁴.

ss. e spec. *sub nota* 94; *Id.*, *L'attuazione della Direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. Comm.*, 2008, p. 467 nel quale sottolinea come “le offerte concorrenti potrebbero talvolta esercitare sull'azionista una coazione a vendere [...] che dipenderà dalla disciplina sull'opa concorrente applicabile al caso concreto”; e *amplius* a riguardo in *Id.*, *White knights and black knights. Does the search for competing bids always benefits the shareholders of “target” companies?*, in *European Company and Financial Law Review*, 2006, pp.408 ss.

Si veda in senso conforme anche F.VELLA, *La nuova passivity rule nella disciplina delle offerte pubbliche di acquisto: alla ricerca di un difficile equilibrio*, in *Banca, impresa, società*, 2000, p.169 seppur lo stesso partisse dal presupposto che “sebbene tale ricerca sia di oggettivo ostacolo agli obiettivi dell'offerente e risponde anche all'esigenza del *management* di salvaguardare le proprie posizioni con il ricorso ad un azionista amico, non contrasta, anzi valorizza, gli interessi presidiati dalla disciplina delle OPA.

⁴³³ In tal senso A.GUACCERO, N.CIOCCA, *op. cit.*, p.1336; si veda G.BERTOLOTTI, *op. ult. cit.*, p.247 per un'analisi di tale disposizione, il quale sembra fornirne una visione positiva in base al fatto che “[l]a exención parece màs bien explicarse por razones de mercado y sobre el presupuesto de que “otras” ofertas seràn aceptadas por parte de los accionistas sòolo y en cuanto mejoren la oferta originaria y entonces, cuando la búsqueda llegue a buen fin, la desinversión serà realizada en condiciones màs ventajosas”.

⁴³⁴ Sempre A.GUACCERO, N.CIOCCA, *Ibidem*, p.1337 i quali sottolineano come senza questa collaborazione da parte del *board* “la ricerca di nuovi offerenti non sarebbe sostanzialmente percorribile se non come misura difensiva previa autorizzazione assembleare”. Concludono poi nel senso che “gli amministratori dovranno valutare se vi siano informazioni o documentazioni che siano tenuti a non divulgare e in ogni caso dovranno, ai sensi dell'art.114, co.4, TUF, stipulare un

Una soluzione ci viene fornita da certa dottrina⁴³⁵ secondo la quale, seguendo la logica di fondo della disciplina sulle OPA concorrenti che non consente la disparità di trattamento tra i potenziali offerenti, “per far sì che gli azionisti guadagnino grazie a eventuali rilanci, è necessario garantire la parità informativa tra offerenti concorrenti”. In questo senso diviene “non mera” la ricerca in cui gli amministratori forniscano aiuti al “cavaliere bianco” che ne facilitino la scalata o che vincolino in qualche maniera la società, ma soprattutto quella per cui ostacolino d’accordo con quest’ultimo la prima offerta la fine di far riuscire la seconda.

3.5.1 La *passivity rule*: il modello “legale” ed i modelli “convenzionali”

Rimandando alla trattazione “storica” dell’adozione della regola di passività in Italia (svolta *supra* in Cap.III, Parte Seconda, §§3.3.1 e ss.) per l’analisi compiuta circa gli aspetti di tale disciplina rimasti oggi invariati rispetto al passato, ci si rivolge ora ad un’analisi più approfondita di alcuni profili particolarmente rilevanti.

accordo di riservatezza con il nuovo offerente se non vogliono incorrere nell’obbligo di comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate”. Nel senso di ammettere un “contributo fattuale degli amministratori alla definizione di dette offerte” risulta anche S.CAPPIELLO, *op. cit.*, p.114

⁴³⁵ Si tratta di F.M.MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d’acquisto e scambio*, Giappichelli, Torino, 2014, p.103 il quale tornando su di un argomento da lui già affrontato in passato (si veda *sub* nota 419) “mera ricerca” è quella che “a) non toglie agli azionisti una possibilità di vendere le azioni, ma al contrario dà loro una *chance* in più; b) non rappresenta uno strumento in mano agli amministratori per influenzare, sia pure indirettamente, la compagine sociale”. Lo stesso A. considera agevolazioni vere e proprie all’offerente concorrente “fornire al cavaliere bianco informazioni ignote al primo offerente oppure [...] consentirgli di compiere una *due diligence* sulla società per individuarne il vero valore”.

D’altro canto lo stesso art.42, comma 5, del Regolamento Emittenti stabilisce che, in caso di offerte concorrenti, l’emittente che “fornisce informazioni ad uno degli offerenti, comunica tempestivamente le medesime informazioni agli altri offerenti”, i quali devono a tal fine presentare richieste circostanziate.

Pertanto, anche se una ricerca “non mera” di un offerente viene autorizzata dall’assemblea, l’emittente deve, su richiesta degli altri offerenti, fornire loro le medesime informazioni date al cavaliere bianco.

Per ciò che attiene alla definizione dell'ambito soggettivo ed oggettivo di applicazione della regola di passività (e le sue conseguenti esenzioni), questi possono essere agevolmente individuati tramite l'esegesi del combinato disposto tra gli artt. 104, 101-*bis* e 105, comma 2 TUF. Difatti, volendo trarre più semplicemente una regola dalla sommatoria delle disposizioni in essi contenute, la passività risulta imposta a società aventi sede legale in Italia, che siano quotate in Italia o in altro stato membro dell'Unione Europea, in relazione ad offerte (provenienti da un soggetto diverso dal socio di controllo e dal medesimo emittente) aventi ad oggetto titoli quotati, azionari o non azionari, dotati del diritto di voto sulla nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza, ovvero su altri argomenti individuati dalla Consob *ex art.105, comma 3 TUF*⁴³⁶.

Un'altro aspetto, sicuramente da approfondire, riguarda la decorrenza della *passivity rule*. Un tema che, già all'indomani dell'emanazione del Testo Unico, ha costituito occasione di interventi della Consob e dei giudici amministrativi, cui sono seguite modifiche legali e regolamentari della disciplina.

L'Autorità di Vigilanza fu chiamata ad esprimersi in merito in occasione della nota acquisizione, dapprima ostile e poi concordata, lanciata nell'autunno 1999 dalle Assicurazioni Generali sull'Ina; invero la formulazione dell'allora vigente art.104 TUF non conteneva alcuna precisazione circa il momento di partenza dell'obbligo di astensione, lasciando nel dubbio l'interprete, come pure l'art.102 TUF che, nel regolare gli adempimenti di coloro che avessero voluto proporre un'offerta, si limitava a prevedere in capo a quest'ultimi un obbligo di darne "preventiva comunicazione alla Consob, allegando un documento, destinato alla pubblicazione, contenente le

⁴³⁶ Definizione conclusiva assunta a seguito dell'analisi svolta da A.GUACCERO, N.CIOCCA, *op. cit.*, p.1326. È importante sottolineare come questi, evidenziando un'irrelevanza della natura azionaria dello strumento finanziario in favore della prevalenza del potere di voto che esso eventualmente attribuisca, considerino il riferimento al "diritto di voto nell'assemblea" inteso come "competenze dell'organo assembleare" e non semplicemente quale "luogo" di espressione del voto; con la conseguenza che l'art.104 TUF venga a trovare applicazione anche quando oggetto dell'offerta siano strumenti finanziari non azionari che abbiano diritto di voto su almeno uno degli argomenti di competenza (e nello specifico quelli indicati dal comma 2, dell'art.105 TUF), ordinaria o straordinaria, dell'assemblea a prescindere dalle modalità con cui tale voto venga manifestato.

informazioni necessarie per consentire ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta”.

Nel caso di specie si trattava di stabilire se la regola di passività trovasse applicazione fin dalla comunicazione delle Generali all'Ina, alla Consob ed al mercato, effettuata ai sensi degli allora artt. 102 TUF e 37, comma 1, del Regolamento Emittenti⁴³⁷; o se invece si dovesse ritenere necessario attendere la comunicazione completa all'autorità di vigilanza, cioè la trasmissione a quest'ultima del documento d'offerta⁴³⁸.

La vicenda ebbe però un esito tutt'altro che lineare. Difatti, sebbene la Consob si fosse in principio espressa in senso favorevole alla prima ipotesi⁴³⁹, a seguito del ricorso

⁴³⁷ All'epoca di tale scalata il “periodo d'offerta” veniva definito dall'art.35, lett. c) del Regolamento quello “intercorrente tra la data della prima comunicazione al mercato e la data prevista per il pagamento del corrispettivo”. Per ciò che riguardava invece l'art.37, comma 1 imponeva a chi intendesse procedere ad un'offerta un onere di preventiva comunicazione di tale determinazione rivolto alla Consob, al mercato e all'emittente (“Colui che intende procedere ad un'offerta pubblica comunica senza indugio, fuori dall'orario di negoziazione, contestualmente al mercato, all'emittente e alla Consob, gli elementi essenziali, le finalità dell'operazione e i nomi degli eventuali consulenti”); a questa comunicazione poteva però non essere allegato il documento d'offerta, secondo quanto si poteva evincere dalla formulazione del comma 2 che faceva comunque decorrere il termine di 15 giorni a disposizione della Consob per chiedere informazioni integrative ex art.102 TUF, dalla ricezione del documento d'offerta da parte dell'Autorità di Vigilanza, confermando così come alla prima comunicazione questo potesse essere non allegato (testualmente: “La comunicazione alla Consob è completa e prende data, ai fini dell'articolo 102, comma 2, del Testo Unico, dalla ricezione del documento d'offerta e della scheda di adesione, redatti, rispettivamente, secondo gli schemi in Allegato 2A e 2B, nonché della documentazione concernente la garanzia e l'avvenuto rilascio delle necessarie autorizzazioni. Il suo inoltro è reso contestualmente noto all'emittente e al mercato”).

⁴³⁸ Così E.DESANA, *Opa e tecniche di difesa*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale n°250, Giuffrè, Milano, 2003, p.92 e spec. *sub* nota 50 per la sua analisi della vicenda.

Per le diverse posizioni assunte nel dibattito circa la decorrenza della *passivity rule* si vedano *ex multis Id.*, *Opa e decorrenza della passivity rule: note a margine di una recente vicenda*, in *Giur. It.*, 2000, p.1759 ss.; F.CHIAPPETTA, R.RISTUCCIA, *Ma quando inizia il gioco dell'Opa?*, in *Giur. Comm.*, 2000, pp.18 ss.; G.PRESTI, M.RESCIGNO, *La decorrenza della passivity rule tra delegificazione e sindacato giurisdizionale*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2000, pp.133 ss.; G.ROMAGNOLI, *Ammissibilità e conseguenze della prima comunicazione dell'intenzione di procedere al lancio dell'OPA. Considerazioni sparse a margine dell'offerta pubblica delle Assicurazioni Generali sulle azioni Ina*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1999, pp.310 ss.

⁴³⁹ Si tratta della Comunicazione n. DIS/99071599 del 2-10-1999 della Consob ove si legge che “una comunicazione effettuata ai sensi dell'art. 37, comma 1, del regolamento n. 11971/99 (regolamento emittenti), se contiene gli elementi indicati nella norma regolamentare ed è espressione di una manifestazione di volontà certa, è idonea ad avviare il periodo di offerta e, conseguentemente, a produrre gli effetti previsti dalle norme vigenti in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio”, compresi quelli relativi alla regola di passività di cui all'art.104 TUF.

presentato da Ina davanti ai Giudici Amministrativi⁴⁴⁰, fu costretta a rivedere la sua posizione e per di più a modificare la formulazione del Regolamento, tacciato di illegittimità da quest'ultimi laddove collegava gli effetti dell'offerta, ed in particolare la regola di passività, alla sola comunicazione preliminare.

Nella riformulazione del Regolamento Emittenti⁴⁴¹ conseguente alla pronuncia del Consiglio di Stato scomparvero così dall'art. 35 i riferimenti ai concetti di "periodo" e "durata dell'offerta", mentre nel rimodellato art. 37 (oggi confluito nell'art.37-ter, riguardando l'odierno art.37 il contenuto della comunicazione ex art.102, comma 1 TUF) fu previsto che alla comunicazione alla Consob (ex art. 102, comma 1 TUF), dalla quale continuava comunque a decorrere la *passivity*, fosse allegato anche il documento d'offerta; non consentendo più una comunicazione preliminare all'Autorità di Vigilanza svincolata dalla trasmissione di quest'ultimo alla stessa.

Se si considera che l'individuazione del periodo d'offerta è posto a presidio del bilanciamento di due opposti interessi: quello della società bersaglio a non essere vincolata nella gestione in pendenza di un'offerta e quello dell'offerente a non subire un'attività difensiva a ridosso dell'offerta medesima, si può rilevare come nel nostro ordinamento è quello dell'offerente allo svolgimento dell'offerta libero dai condizionamenti dell'emittente a sembrare prediletto⁴⁴².

Le modifiche sopra espresse, infatti, non hanno in alcun modo inciso sul momento in cui la *target* veniva effettivamente a conoscenza del documento d'offerta, non essendo stata imposta una contestuale comunicazione di tale documento alla società bersaglio nel momento in cui lo stesso veniva inviato all'Autorità di Vigilanza.

⁴⁴⁰ Ina s.p.a. ricorse dapprima al T.A.R. Lazio (ord., 21.10.1999, n.2964) e poi al Consiglio di Stato (ord., 20.10.1999, n.1984), sul presupposto che dall'esecuzione del Regolamento Emittenti e dall'osservanza della soluzione interpretativa fornita dalla Consob derivasse in conseguenza dell'illegittima anticipazione degli effetti della *passivity rule* un danno grave ed irreparabile per la società bersaglio. Entrambi i giudici, sia pure sulla base di argomenti diversi, hanno escluso la legittimità dell'orientamento della Consob, sospendendo in sede cautelare l'efficacia della nota e del Regolamento stesso. In particolare, ad avviso del Consiglio di Stato era considerabile legittima la distinzione (negata invece dal T.A.R.) tra comunicazione e presentazione del documento d'offerta, ma questa diveniva *contra legem* laddove si volessero far operare i vincoli relativi alla *passivity rule* dalla prima comunicazione, e non da quella completa alla Consob.

⁴⁴¹ Modificato con Delibera Consob, 6 aprile 2000, n.12475

⁴⁴² In tal senso A.GUACCERO, N.CIOCCA, *op. cit.*, p.1327

Ed allo stesso modo tale condizione non sembra essere cambiata neanche a seguito del recepimento della Direttiva OPA⁴⁴³, a seguito del quale il legislatore primario italiano è finalmente intervenuto, modificando il procedimento di offerta e, tramite un richiamo a quest'ultimo, la stessa decorrenza della regola di passività. Il nuovo testo del comma 1, dell'art. 102 TUF, per come modificato dal D.lgs. n. 229 del 2007, prevede infatti che “[l]a decisione ovvero il sorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio sono senza indugio comunicati alla Consob e contestualmente resi pubblici”, secondo i contenuti e le modalità definiti dall'art. 37 del Regolamento Emittenti⁴⁴⁴, mentre il comma 3 della medesima disposizione stabilisce che “l'offerente promuove l'offerta tempestivamente, e comunque non oltre venti giorni dalla comunicazione di cui al comma 1, presentando alla Consob il documento di offerta destinato alla pubblicazione”. Per ciò che attiene invece all'art. 104 TUF, viene ora previsto espressamente che “l'obbligo di astensione” si applichi “dalla comunicazione di cui all'art. 102, comma 1⁴⁴⁵, e fino alla chiusura dell'offerta ovvero fino a quando l'offerta non decada⁴⁴⁶”.

⁴⁴³ Si veda in merito per la trasposizione della disciplina comunitaria nel nostro ordinamento F.M.MUCCIARELLI, *L'attuazione della Direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. Comm.*, 2008, p. 466 e spec. *sub* nota 95

⁴⁴⁴ La formulazione odierna è infine il risultato della recente riforma che ha toccato tutto il Titolo II del Regolamento Emittenti, sostituito con delibera n. 17731 del 5.4.2011, con il quale sono stati modificati lo stesso art.37 e l'art.38 (“Documento d'offerta”) ed è stato in particolare introdotto l'art.37-*ter* rubricato “Promozione dell'offerta”. A seguito di tali interventi l'emittente può effettivamente venire a conoscenza del documento d'offerta soltanto dopo l'approvazione della Consob su quest'ultimo e la contestuale pubblicazione per il mercato tutto.

⁴⁴⁵ Da segnalare in merito è la posizione di A.GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse per la società – Le offerte pubbliche in Italia ed in USA*, Giuffrè, Milano, 2007, p.80 e spec. *sub* nota 242 il quale rileva una certa difformità fra le intenzioni espresse dal testo della Direttiva OPA e quelle invece contenute nella norma italiana. Secondo l'A. “il più rilevante punto di distacco tra il sistema italiano e quello comunitario risiede [...] nel diverso momento di decorrenza della *passivity rule*, che nel sistema nazionale coincide con la comunicazione alla Consob del documento d'offerta, mentre nel progetto comunitario coincide con la prima comunicazione della decisione di promuovere un'offerta, come prescritta dall'art. 6.1 (art. 9.2, 2° comma). [...] Il sistema congegnato dalla direttiva prevede una scansione degli obblighi pubblicitari da parte dell'offerente consistente in una comunicazione della volontà di lanciare l'offerta e nella successiva presentazione del relativo documento (rispettivamente, artt. 6.1 e 6.2)”. E conforme sembrerebbe anche P.DE GIOIA-CARABELLESE, *op. cit.*, p.86 secondo il quale “la legislazione comunitaria lascia un certo margine di discrezionalità agli Stati membri, anche alla luce del fatto che le *raiding techniques* possono assumere caratteristiche diverse a seconda delle prassi e/o giurisdizioni”.

⁴⁴⁶ Merita qui di essere solo menzionato un ulteriore problema posto da tale disciplina. In base al dettato dell'art. 104 TUF il termine finale della regola in tema di difese coincide con la chiusura dell'offerta ovvero con la sua decadenza. L'individuazione esatta della “chiusura dell'offerta”

La scelta circa il momento da cui far decorrere la *passivity rule* viene così a cadere su quello in cui l'offerta viene resa nota al mercato mediante una comunicazione ufficiale⁴⁴⁷: con la conseguenza che la società bersaglio sarà tenuta alla regola di passività in presenza di una comunicazione della sola decisione di lanciare un'offerta e in mancanza della compiuta conoscenza di tutti gli elementi di quest'ultima che saranno contenuti solo nel successivo documento d'offerta.

Ciò comporta per un verso un rischio di protrarre eccessivamente il “periodo di ingessatura”⁴⁴⁸ nel quale si trova la società *target*, e per l'altro una pesante carenza informativa, che rischia di vanificare l'intero meccanismo di approvazione assembleare laddove gli amministratori proponano l'adozione di misure difensive prima che i soci oblati possano aver preso piena cognizione dell'offerta che gli è stata protesa.

Rischio, va detto, tuttavia oggi mitigato dal tenore particolarmente analitico del contenuto prescritto per la comunicazione dall'art.37 del Regolamento Emittenti, cui ai sensi dell'art.38 dello stesso Regolamento deve tra l'altro accompagnarsi una dichiarazione dell'offerente in materia di garanzie per far fronte ai propri impegni, e dalla circostanza che la presentazione del documento d'offerta non possa comunque avvenire oltre i venti giorni dalla comunicazione *ex* art.102 TUF⁴⁴⁹.

rimane anch'essa, come l'inizio, indefinita, potendosi rintracciare in sede regolamentare due momenti entrambi rilevanti: il termine del periodo di adesione (solitamente considerato quale termine finale dalla prassi di mercato ed indicato dall'art.40 del Regolamento Emittenti) e la “data ultima di pagamento del corrispettivo” (prima della quale l'offerente deve peraltro comunicare i risultati dell'offerta e le indicazioni necessarie sulla conclusione della stessa *ex* art.41, comma 6, del Regolamento Emittenti). Sembrerebbe naturale ricondurre la soluzione della questione al primo momento, stante che decorso tale periodo non sia più configurabile un'offerta che possa essere accettata e pertanto la stessa dovrebbe considerarsi chiusa. Tuttavia l'art.9 della Direttiva 24/2005/CE individua la “pubblicazione del risultato dell'offerta” quale termine minimo applicabile sicché appare coerente estendere la durata della regola fino a tale momento (sebbene il periodo di adesione si chiuda prima).

⁴⁴⁷ In tal senso sembrerebbe la scelta da ultimo compiuta dalla Consob, la quale modificando con delibera n. 18214 del 9.5.2012 l'ultimo comma dell'art.37-*ter* ha soppresso le parole: “e, contestualmente, all'emittente”, con il risultato che ad oggi della promozione dell'offerta è data comunicazione all'emittente unicamente mediante “un comunicato reso noto al mercato”.

⁴⁴⁸ Così R.COSTI, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2016, p.82

⁴⁴⁹ Conforme a tale lettura risulta F.M.MUCCIARELLI, *op. ult. cit.*, p.104 secondo il quale “[l]e informazioni che l'offerente deve fornire sin dalla prima comunicazione [...] sono già sufficientemente dettagliate da consentire all'assemblea di non deliberare completamente “al buio””. Al contrario l'A. sembrerebbe preferire una norma che anticipi ancor più la decorrenza della *passivity rule* al momento in cui gli amministratori vengano “effettivamente”, e quindi non per

D'altra parte, dal momento così individuato non solo la società bersaglio deve ottenere l'autorizzazione assembleare per il compimento di "atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta", ma tale autorizzazione è richiesta a norma del comma 1-*bis*, dell'art. 104 TUF (recepimento letterale dell'art.9, comma 3 della Direttiva 2004/25/CE) anche per "l'attuazione di ogni decisione presa prima dell'inizio del periodo indicato nel comma 1, che non sia ancora stata attuata in tutto o in parte, che non rientri nel corso normale delle attività della società e la cui attuazione possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta"⁴⁵⁰. Potendosi trattare di decisioni deliberate tanto dall'assemblea quanto dagli amministratori⁴⁵¹.

Tuttavia, la formulazione ampia e piuttosto vaga di questo aspetto della regola di passività è divenuta fonte di dubbi interpretativi, in particolare per ciò che attiene al requisito dell'"attuazione solo parziale" ed al concetto di "operazioni che rientrano nel corso normale dell'attività". In mancanza di tali ulteriori requisiti, infatti, sembrerebbe

forza formalmente, a conoscenza dell'offerta (con una lettura più vicina al dettato della Direttiva OPA); sul presupposto che "[i]n queste circostanze, anche prima della comunicazione ufficiale di un'opa, gli amministratori potrebbero compiere misure difensive che rientrino nella loro sfera di competenza anche senza l'autorizzazione assembleare". E si veda anche P.DE GIOIA-CARABELLESE, *op. cit.*, p.87 secondo cui "nell'ordinamento italiano, la forma prevale sulla sostanza e, dunque, ove anche la imminente OPA sia *vox populi*, il "segreto di Pulcinella", in quanto già ben nota agli operatori, la regola di passività non scatta fino a che non vi sia il formale annuncio dell'offerente". *Contra* invece in passato l'analisi di F.VELLA, *Commento sub art. 104*, in Testo Unico della Finanza, Commentario (diretto da) G.F.CAMPOBASSO, UTET, Torino, 2002, p.896-898 a cui si rimanda inoltre per approfonditi riferimenti bibliografici sulla questione. Secondo l'A. "è necessario che la stessa informazione abbia quelle caratteristiche di completezza tali da soddisfare le esigenze conoscitive di tutte le tipologie di investitore, compresa quella interessata a valutare, in una prospettiva lontana da una logica meramente speculativa, tutti i fattori qualificanti la proposta dell'offerente", inoltre la semplice comunicazione al mercato "non comporta automaticamente la irrevocabilità dell'offerta che, per essere tale deve rendersi necessariamente nota ai suoi destinatari in modo che questi siano posti in grado di accettarla".

⁴⁵⁰ Riguardo a questa disposizione S.CAPPIELLO, *Le difese*, in AA.VV., *Le offerte pubbliche di acquisto*, (a cura di) M.STELLA RICHTER jr., Giappichelli, Torino, 2011, p.126 si esprime nel senso di "effetti retroattivi (seppur in senso atecnico)" dell'obbligo di astensione incombente sull'organo di gestione, "anche rispetto al momenti di presentazione dell'offerta". *Contra* si esprimono invece A.GUACCERO, N.CIOCCA, *op. cit.*, p.1327 per i quali si tratterebbe piuttosto di una "estensione della nozione di difese, che non include solo la deliberazione *ex novo* nel periodo di offerta di atti o operazioni in contrasto con quest'ultima, ma anche di eventi anteriori che abbiano il medesimo effetto".

Secondo L.SCIPIONE, *op. ult. cit.*, p.584 invece "[l]a 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".

⁴⁵¹ In tal senso F.M.MUCCIARELLI, *op. ult. cit.*, p.106

che eventuali meccanismi difensivi approvati *pre-OPA* possano essere considerati “liberi” o, tutt’al più, coperti dall’opzione statutaria per la neutralizzazione *ex art.104-bis* TUF.

In passato la Consob aveva fornito un parere⁴⁵² *ante-litteram* circa la liceità di operazioni degli amministratori esecutive di atti riferibili ad un’attività decisoria anteriore al lancio dell’offerta, escludendo la necessità di un’autorizzazione assembleare a condizione che l’attuazione non richiedesse un rilevante grado di discrezionalità nell’esecuzione da parte degli amministratori e che si trattasse di decisioni rilevanti per l’esterno e cioè quantomeno conoscibili da terzi. Una lettura che però non collima più con la nuova versione del TUF, come modificato per attuare la Direttiva OPA: invero né il Decreto n.229 del 2007 né la Direttiva stessa distinguono tra operazioni che conferiscono uno spazio di discrezionalità e operazioni che non ne conferiscono alcuno, facendo al contrario leva sul diverso concetto di “operazioni che rientrano nel corso normale dell’attività”⁴⁵³.

Ne consegue una necessaria attività di analisi caso per caso, nel corso della quale gli amministratori dovranno tenere conto non solo dell’inerenza dell’operazione all’attività d’impresa, per come descritta nell’oggetto sociale, ma anche delle consuete

⁴⁵² Si tratta della circolare CONSOB, *Comunicazione n. DIS/799085578*, del 19 dicembre 1999, di cui si veda in E.DESANA, *op. ult. cit.*, p.104; F.VELLA, *op. ult.cit.*, p.895. Ma si veda anche a seguito del recepimento della Direttiva OPA nel nostro ordinamento CONSOB, *Comunicazione n. 8095683*, del 17 ottobre 2008 secondo cui la disposizione “sembra voler disciplinare delibere (anche non assembleari) che richiedono attività esecutive da parte degli organi amministrativi della società: esempi sono l’esecuzione da parte degli amministratori di un aumento di capitale delegato dall’assemblea o l’attuazione di un programma di dismissioni deciso dal consiglio prima dell’offerta. Il caso di una delibera assunta prima dell’offerta che preveda un effetto automatico (sia esso di conversione o di acquisizione da parte dei soci di diritti di conversione) al verificarsi di un determinato evento non pare facilmente riconducibile alla dicotomia attuata/non attuata, posto che tale delibera non richiede di essere “attuata” da taluno, ma è soltanto in attesa dell’evento condizionante l’efficacia (la dicotomia giusta sarebbe semmai efficace/inefficace)”

⁴⁵³ In tal senso si veda F.M.MUCCIARELLI, *op. ult. cit.*, pp.466-467; *Id.*, *Le offerte pubbliche d’acquisto e scambio*, Giappichelli, Torino, 2014, p.106-107 il quale riconosce che “[l]’interpretazione della Consob consentiva di fornire una risposta equilibrata al problema dei contratti già stipulati dalla società bersaglio e non ancora eseguiti”, individuando quale ragione sottesa a questa il fatto che “qualora la delibera assembleare non lasci discrezionalità agli amministratori, il mercato dovrebbe aver già scontato nel prezzo delle azioni l’operazione stessa”. Conclude l’A. nel senso che, alla luce della disciplina odierna, “le operazioni che non rientrano nel “corso normale dell’attività” della società, dal momento in cui viene annunciata l’intenzione di proporre un’opa” devono “essere nuovamente approvate dall’assemblea, anche se la delibera originaria non lasciava alcuna discrezionalità agli amministratori”.

modalità di svolgimento dell'attività⁴⁵⁴. In tal senso, particolarmente problematica e fonte di contrasti in dottrina⁴⁵⁵, è però la sorte delle operazioni che la società deve compiere in forza di contratti stipulati con terzi, cosicché nell'incertezza, per la società che non voglia incorrere in una condanna risarcitoria, la soluzione pratica più opportuna è quella di “inserire nei contratti una clausola che ne sospenda l'efficacia nel caso in cui venga proposta un'OPA e che la condizioni all'approvazione dell'assemblea”⁴⁵⁶. Parimenti problematica è inoltre la valutazione dei casi in cui l'offerta pubblica di acquisto sia dedotta come “evento di una condizione di efficacia” dal cui verificarsi dipendano impegni a carico della società (*i.e.* pagamenti di meccanismi di liquidazione degli amministratori uscenti maggiorati in caso di sostituzione all'esito di OPA; previsione di rimborso anticipato di un prestito obbligazionario al verificarsi dell'evento “lancio di un'OPA”; clausole statutarie che prevedano il riscatto di azioni nei confronti della società in caso di lancio di un'OPA): in tali situazioni, sebbene non vi siano decisioni che richiedano di essere attuate ma piuttosto prestazioni “ad efficacia condizionata” a carico della società, il fatto che un vincolo contrattuale (altrimenti privo di effetti) sorga solo in relazione al verificarsi della “condizione OPA” induce a ritenere doverosa la rimessione della valutazione all'assemblea, rimanendo tuttavia aperta la verifica (caso per caso) circa la loro fuoriuscita dal corso normale dell'attività sociale. Più sicura è invece l'inoperatività di

⁴⁵⁴ Così A.GUACCERO, N.CIOCCA, *op. cit.*, p.1338 ai quali si rimanda per un'approfondita analisi esemplificativa delle operazioni che potrebbero essere considerate quali ricomprese nel divieto di contrasto, e come tali da sottoporre all'attenzione dell'assemblea. Si evidenziano in via esemplificativa: l'ipotesi di esercizio di deleghe assembleari da parte degli amministratori in tema di aumenti di capitale (*ex* 2443 c.c.) o emissione di obbligazioni convertibili (*ex* 2420-ter c.c.); il completamento dei procedimenti di fusione/scissione/trasformazione o di stipula di un contratto definitivo di vendita di beni aziendali adottati in base ad una delibera precedente.

⁴⁵⁵ Senza alcuna pretesa di esaustività bibliografica si possono menzionare fra molti due esempi di posizioni contrapposte: a favore della sottoposizione alla delibera assembleare dei contratti stipulati in precedenza con i terzi si pongono A.GUACCERO, N.CIOCCA, *ibidem* secondo i quali “l'autorizzazione assembleare si rende necessaria quando il contratto quando il contratto non ancora eseguito esuli dal corso normale dell'attività”, *contra* si pone invece R.COSTI, *op.ult. cit.*, p.83 secondo il quale “[è], invece, da escludere la necessità dell'autorizzazione assembleare per le operazioni che la società deve compiere in forza di accordi già stipulati con i terzi”.

⁴⁵⁶ Letteralmente F.M.MUCCIARELLI, *op. ult. cit.*, p.107 il quale individua tra le operazioni che non rientrano nel “corso normale delle attività” “le operazioni straordinarie, quali aumenti di capitale, anche delegati, riduzioni di capitale, fusioni o trasformazione [...] scelte che, pur non incidendo sul contratto di società, sono straordinarie dal punto di vista degli obiettivi strategici aziendali, come ad esempio la decisione di proporre un'opa o di quotarsi in un mercato regolamentato che siano state sottoposte all'assemblea”.

tale regola circa le clausole statutarie relative a meccanismi di nomina o revoca degli amministratori che ostacolino il rinnovo del consiglio di amministrazione all'offerente, in quanto esse vadano solo rispettate, non richiedendo nessuna attività di integrazione in pendenza di OPA; e circa la conversione automatica, al lancio dell'offerta, di azioni di risparmio o azioni prive del diritto di voto in azioni con voto pieno (a cui consegua una chiara diluzione del potere di voto delle azioni di cui l'offerente possa entrare in possesso), proprio in quanto tale conversione operi "automaticamente" a seguito dell'offerta.⁴⁵⁷

Per ciò che concerne invece la possibilità per gli statuti di derogare, "in tutto o in parte", al regime "legale" di passività, questa è conseguenza diretta della scelta compiuta dal legislatore italiano con il D.lgs. 146 del 2009 che, permettendo l'*opt-out* statutario in merito, ammette l'introduzione di modelli "convenzionali" alternativi a quello di *default*. Tale approccio infatti pone l'interprete di fronte alla questione della delimitazione dello spazio entro il quale lo statuto possa "modellare"⁴⁵⁸ secondo le esigenze della società la disciplina della passività.

Tuttavia, tale compito risulta almeno in parte agevolato dalla scelta evidente compiuta dal legislatore del 2009 nel senso di aggiungere all'art.104 TUF la locuzione "in tutto od in parte", la quale sembra manifestare una certa propensione verso un'*opting-out* che possa esprimersi tendenzialmente in ogni direzione. Ogni tipo di disciplina prevista dallo statuto dovrebbe perciò essere ritenuta legittima, salvi chiaramente i casi in cui sussistano vincoli derivanti da altre norme o di natura sistematica rispetto alle diverse deroghe parziali ideabili.

⁴⁵⁷ In tali termini si veda CONSOB, *Comunicazione 17.10.2008, n.DEM/8095683* che, ribaltando un precedente orientamento, ha ritenuto non applicabile l'art.104, comma 1-*bis* a tale fattispecie, in quanto tale conversione non costituisce attuazione della deliberazione di emissione, ma un mero effetto automatico che prescinde dalla volontà dell'organo amministrativo e in quanto tale non richiede una conferma autorizzativa da parte dell'assemblea.

⁴⁵⁸ In questi termini S.CAPPIELLO, *op. ult. cit.*, p.127 il quale rileva come "la scelta del legislatore appare di netto favore e di piena fiducia nei confronti dell'autonomia statutaria: la norma sposa un approccio "neutrale" e "deferenziale" rispetto alle scelte che verranno compiute dagli azionisti, indicando sì un modello di *default* ma al contempo specificando che l'*opt-out* può esprimersi tendenzialmente in ogni direzione"; ma già di "personalizzazione" della *passivity rule* parlavano A.ANGELILLIS, C.MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della Commissione Europea*, in Riv. soc., 2007, p.1158

Sono in astratto prospettabili scelte sia di segno negativo che di segno positivo, tese rispettivamente a depotenziare o, al contrario, ad arricchire ed integrare la regola di passività “raccomandata” dal legislatore.

Dal primo punto di vista i soci potrebbero: individuare puntualmente quali atti siano da assoggettare al regime dell'art.104 TUF, escludendo il passaggio assembleare per tutti quelli che non siano ricompresi in tale elenco; definire *a priori* un insieme di atti od operazioni che in pendenza di OPA possono essere posti in essere dall'organo di gestione senza autorizzazione dell'assemblea; assoggettare gli atti di contrasto deliberati prima del periodo di astensione ad un regime giuridico diverso rispetto a quello previsto al comma 1-*bis* dell'art.104⁴⁵⁹; o ancora infine arrivare sino ad attribuire al *board* il generico potere di compiere tutti gli atti e le operazioni ritenuti necessari per contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta⁴⁶⁰. Laddove invece volessero inserire elementi ulteriori rispetto a quelli legalmente previsti per la regola di passività, la loro scelta potrebbe cadere sulla reintroduzione di un *quorum* deliberativo qualificato ai fini dell'approvazione dell'autorizzazione assembleare, sull'attribuzione di diritti speciali a determinate categorie di azioni con riferimento a tale assemblea⁴⁶¹, o più

⁴⁵⁹ Riservando ad esempio un trattamento disciplinare differenziato a quelle decisioni che, per quanto deliberate prima del periodo di astensione e quindi, formalmente, necessitanti solo di essere attuate, implicano, comunque, l'esercizio, da parte degli amministratori, di un potere discrezionale sia pure valevole sul piano meramente esecutivo. In tal senso A.MORELLO, *op. cit.*, p.161 il quale trae lo spunto per questa osservazione da A.DE CANTELLIS, P.GIUDICI, P.TERRILE, *Rassegna delle comunicazioni Consob in materia di offerte pubbliche di acquisto*, in Riv. soc., 2001, p.584

⁴⁶⁰ In questo caso tuttavia questa scelta non comporta alcuna esenzione degli amministratori dagli obblighi su di essi incombenti in base al dettato di legge, sia nei confronti della società che nei confronti degli azionisti. Questi invero conserveranno il proprio obbligo di valutare se il successo dell'OPA sia pregiudizievole per il valore della società e, nel caso in cui dovessero propendere per il contrasto di quest'ultima, dovranno sempre optare, ancorché nei termini della discrezionalità gestoria, per quella misura che meglio garantisca gli azionisti nel perseguire l'interesse alla massimizzazione del risultato economico. In tal senso in dottrina A. GUACCERO, *op. cit.*, p. 223, pp. 355ss.; F.M. MUCCIARELLI, *Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto. Le difese successive contro offerte pubbliche d'acquisto di azioni quotate*, in Quaderni di Giurisprudenza Commerciale n°265, Giuffrè, Milano, 2004, p.251, secondo cui l'amministratore dovrà prima cercare offerte concorrenti e solo dopo adottare le misure di difesa; G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in Riv. soc., 2000, p.780.

⁴⁶¹ Secondo A.MORELLO, *op. cit.*, p.161 e spec. *sub* note 19 e 20 alla prima conclusione “sia approda muovendo da una lettura combinata dell'art.2368, comma 1 c.c., e, per le convocazioni successive alla prima, dell'art.2369, comma 4 c.c.”. Per ciò che attiene al secondo genere di scelta invece secondo l'A. questa “andrà comunque resa coerente con quella che si formulerà in materia di neutralizzazione sul presupposto che l'art.104 *bis* TUF, se operante, comporterà, alle condizioni

semplicemente su di un intervento di chiarificazione volto a semplificare l'ambito di operatività della specifica disposizione di legge che lo statuto sta recependo o alla quale non sta derogando.

La scelta di derogare al modello "legale" di passività tuttavia può significare per la società l'assunzione "costi" ed "oneri" non secondari.

Sul versante dei "costi" occorre domandarsi se l'introduzione di tali deroghe possa costituire una causa di recesso del socio in base al dettato dell'art.2437, comma 1, lett. g) c.c., secondo il quale "[h]anno diritto di recedere, per tutte o parte delle loro azioni, i soci che non hanno concorso alle deliberazioni riguardanti: [...] g) le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione". Al riguardo, ad una prima analisi della situazione qui presa in considerazione, vi si potrebbe ritenere sussistente la *ratio* sottesa al diritto di recesso per come appena espresso, sia sul piano formale (incidendo la modifica dello statuto su di una prerogativa dell'assemblea e, di riflesso, sul diritto di voto dell'azionista) che sul piano sostanziale (tenuto conto del fatto che la facilità con cui possono essere adottate le misure di difesa costituisce un fattore importante che l'azionista-investitore computa nel momento in cui valuta se e quanto investire nel capitale di una data società); tuttavia a seguito di una valutazione più attenta si condivide la posizione di quella dottrina⁴⁶² che conclude nel senso opposto: tale ipotesi non può essere ricompresa nella fattispecie dell'art.2437, comma 1, lett. g) c.c. Nonostante la vaghezza e la genericità della norma in questione sembrerebbe infatti preferibile considerare un ambito applicativo più circoscritto, limitato nell'operatività alle sole delibere assembleari aventi ad oggetto la modificazione del contenuto dei diritti di voto o di partecipazione propri di determinate categorie di azioni, "escludendo invece quell'insieme vasto ed eterogeneo di modifiche statutarie che hanno un oggetto e una valenza propriamente "organizzativi" (quale la ripartizione di competenze tra

stabilite dal comma 3, l'inefficacia, per l'appunto, di diritti speciali spendibili nelle assemblee convocate per il rinnovo delle cariche". Conforme L.SCIPIONE, *op. cit.*, p.584.

⁴⁶² *Ex multis* S.CAPPIELLO, *op. ult. cit.*, p.129 conforme nella sua interpretazione anche a quanto espresso da ASSONIME, *Prime considerazioni sul decreto correttivo dell'OPA*, in Circ. n°4, 9 febbraio 2010

organi societari o persino la modifica del *quorum*) e solo per tale via incidono indirettamente sulle modalità di esercizio dei diritti dei soci⁴⁶³.

Per ciò che attiene agli “oneri” invece, essi rilevano principalmente sul piano dell’informazione ai soci, all’Autorità di Vigilanza ed al mercato tutto, riguardo alle eventuali deroghe prescelte. Per un verso, sul piano interno, le deroghe e le ragioni ad esse sottese devono essere illustrate periodicamente nella “Relazione sul governo societario e sugli assetti proprietari” ai sensi dell’art.123-*bis*, comma 2, lett. c) TUF, ed inoltre esplicitate nella relazione sugli argomenti all’ordine del giorno che accompagnerà la proposta di delibera di modifica dello statuto ai sensi dell’art.125-*ter* TUF. Per l’altro verso, una volta approvate, le deroghe dovranno essere comunicate alla Consob (art.104, comma 1-*ter* TUF) nonché tempestivamente al pubblico secondo le modalità stabilite per le informazioni privilegiate dall’art.114 TUF.

Riguardo poi alla valutazione dell’operato dell’organo amministrativo e assembleare in relazione all’adozione di misure difensive, si conclude nel senso dell’inidoneità dell’art.104 TUF a svolgere un funzione diretta quale fonte normativa in grado di selezionare un comportamento legittimo da una causa di invalidità negoziale o responsabilità, avendo quest’ultimo il compito di fornire il sostrato di interessi e posizioni giuridiche tutelate, ma non le regole procedurali dell’organizzazione societaria e i rimedi in caso di violazione. La valutazione andrà così condotta secondo gli strumenti ordinari del diritto societario, divenendo la verifica di legittimità dell’operato oggetto di un giudizio di mera conformità all’interesse sociale (potenziale o attuale) della *target*: parametro doveroso per gli amministratori e non strettamente

⁴⁶³ Sempre S.CAPPIELLO, *Ibidem* il quale considera questo inquadramento il “più corretto” considerato che “ il diritto di recesso è configurato dal legislatore della riforma come un diritto al disinvestimento riconosciuto, in casi tipizzati dalla legge, al fine di consentire una più ampia esplicazione del principio maggioritario e, con esso, l’efficiente composizione degli interessi generali alla crescita ed efficienza dell’impresa con l’interesse individuale del singolo azionista-investitore”. Una lettura contraria, secondo l’A., “determinerebbe una proliferazione delle ipotesi di recesso e un elevato margine di incertezza sull’ambito di applicazione dell’istituto, che si porrebbe in palese contrasto” con quanto sopra espresso, “in particolar modo per le società quotate, per le quali l’indirizzo del legislatore è stato di precludere anche all’autonomia statutaria di estendere le ipotesi di recesso oltre al *numerus clausus* di fattispecie dallo stesso individuate, proprio al fine di contenere i costi di transazione che deriverebbero da un impiego non adeguatamente circoscritto di questo istituto”.

cogente per i soci, ma piuttosto fonte di instabilità del deliberato assembleare *ex art.* 2373 c.c. in caso di conflitto del socio determinante.

In conclusione, va rilevato come la scelta del nostro legislatore fin qui trattata ed orientata nel senso di lasciare alle società la scelta di derogare o meno alla disciplina legale di passività ha sicuramente il pregio di permettere a quest'ultime di "modulare le proprie politiche di contendibilità"⁴⁶⁴.

Tale scelta introduce una norma di *default* più favorevole ai soggetti "deboli" o con scarso potere di *voice*, ossia i soci di minoranza e, in generale, il mercato, che ben difficilmente avrebbero potuto far approvare una modifica statutaria che introducesse espressamente la regola di passività contro gli interessi della maggioranza e degli amministratori. "La maggioranza può introdurre in statuto una clausola che consenta agli amministratori di compiere misure "difensive" contro offerte pubbliche di acquisto, ma, per farlo, la maggioranza deve "uscire allo scoperto" e dichiarare la sua intenzione di proteggersi dal mercato del controllo"⁴⁶⁵.

⁴⁶⁴ Espressione di A.MORELLO, *op. cit.*, p.162 e spec. *sub* nota 27 secondo il quale "il socio di riferimento ovvero le coalizioni di comando che controllano una quotata potranno, quindi, decidere anche il quando dell'applicazione essendo liberi di variare assetto di momento in momento a seconda delle mutevoli esigenze che tempo per tempo potrebbero prospettarsi", in funzione quindi "delle situazioni reali che si vengano, tempo per tempo a creare, e, cioè a seconda dei "casi concreti" che dovessero presentarsi, compresi quelli che magari non si sono ancora realizzati ma che comunque la società prospetta (ha ragione di credere) possano avverarsi nel breve o medio periodo".

⁴⁶⁵ Testualmente F.M.MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e scambio*, Giappichelli, Torino, 2014, p.109; Conforme *ex multis* L.ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell'Unione Europea*, in Riv. soc., 2010, p.670 confermata più di recente in *Id.*, *La disciplina delle difese contro le OPA (e le non-OPA)*, in Riv. Dir. Soc., 2014, p. 137.

Bibliografia

- S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCIANO, *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, in Quaderni Giuridici Consob, Roma, 2014
- P. ANELLO, S. RIZZINI, D. BUSINELLI, *D.lgs. n. 58 1998. Sollecitazione all'investimento e offerta pubblica d'acquisto*, in Soc., 1998
- C.ANGELICI, *La tutela delle minoranze*, in AA.VV., Convegno di Studi tenutosi ad Alba il 21 novembre 1998, Dalla riforma Draghi alla riforma delle società non quotate, in Soc., 1999
- C.ANGELICI, *Note minime su "La libertà contrattuale e i rapporti societari"*, in Giur. Comm., 2009
- C.ANGELICI, *Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità*, in Riv. dir. comm., 2010, I
- A. ANGELILLIS, C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della Commissione Europea*, in Riv. soc., 2007
- F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio di titoli*, in Soc., 1992
- F. ANNUNZIATA, *Verso una nuova proposta di direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche d'acquisto*, in Riv. soc., 1996
- F. ANNUNZIATA, *Commento sub art.91*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n.58*, Commentario (diretto da) P.G. MARCHETTI E L.A. BIANCHI, Giuffrè, Milano, 1999
- F. ANNUNZIATA, G. LIACE, *Commento sub art.106 TUF*, in AA.VV., Commentario all'offerta pubblica di acquisto, (a cura di) G. FAUCEGLIA, Giappichelli, Torino, 2010

- F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2014
- F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2017
- T. ASCARELLI, *Sui poteri della maggioranza nella società per azioni e alcuni loro limiti*, in Riv. dir. comm., I, 1950
- T. ASCARELLI, *Sulla tutela delle minoranze nelle società per azioni*, in Dir. prat. comm., I, 1932
- L. BARBIERA, *Riflessi della legge sulle offerte pubbliche aventi ad oggetto valori mobiliari sulla libertà contrattuale dei soggetti interessati alle offerte e sull'autonomia statutaria delle s.p.a. quotate nei mercati regolamentati*, in Banca, borsa e titoli di credito, 1995, I
- L.A. BEBCHUK, A. COHEN, *The Costs of Entrenched Boards*, Journal of Financial Economics, Vol. 78
- L.A. BEBCHUK, O. HART, *Takeover Bids Vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control*, ECGI - Finance Working Paper No. 04/2002, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 336
- L.A. BEBCHUK, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, in Quarterly Journal of Economics, 109, 1994
- L.A. BEBCHUK, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, in 95 Harvard Law Review, 1982
- L.A. BEBCHUK, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension*, in 35 Stanford Law Review, 1982
- L.A. BEBCHUK, *The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy*, in Knights Raiders & Targets. The Impact of Hostile Takeovers, (a cura di) J. COFFEE, L. LOWENSTEIN, S. Rose-Ackerman eds., New York-Oxford, 1988
- M. BECHT, M. BIANCO, C. MAYER, *Il controllo delle imprese europee*, in Banca impresa società, 2001
- A. BENOCCI, *Il mercato (comune?) del controllo societario tra presente e futuro, Riflessioni intorno alla direttiva 2004/25/CE sull'opa europea*, Pacini Editore, Pisa, 2005.

- E.N. BERG, *Crown Defeat Casts Pall On Poison Pill Defense*, N.Y. Times, July 27, 1985
- C.BERGSTRÖM, P. HÖGFELDT, J.R. MACEY, P. SAMUELSSON, *The Regulation of Corporate Acquisitions. A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform*, Working Paper No.2/95, International Centre for Economic Research, Torino, 1995
- E. BERLANDA, *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in Riv. soc., II, 1995
- A. BERLE, G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publisher, United States, 1932
- G. BERTOLOTTI, *La difesa italiana de la OPA hostil*, in Revista de Mercado de Valores, 2009, n°5
- G. BERTOLOTTI, *Poteri e responsabilità nella gestione di società in crisi - Allerta, autofallimento e bancarotta*, Giappichelli, Torino, 2017
- N.P. BEVERIDGE, Jr., *The Corporate Directors' Fiduciary Duty of Loyalty: Understanding the Self-Interested Director Transaction*, in De Paul L.Rev., 1992, n. 41
- L.A. BIANCHI, L. ENRIQUES, *Corporate governance in Italy after the 1998 reform: what role for institutional investors?*, in Quaderni di Finanza Consob n°43, gennaio 2001
- D.J. BLOCK, N.E. BARTON, S. A. RADIN, *The Business Judgement Rule – Fiduciary Duties of Corporate Directors*, Aspen Law & Business, NY, 1998
- F. BONELLI, *Conflitto di interessi nei gruppi di società*, in Giur. Comm., I, 1992
- M.BRESTOLLI, *Commento sub art.103*, in AA.VV., Commentario all'offerta pubblica di acquisto, (a cura di) G. FAUCEGLIA, Giappichelli, Torino, 2010
- E. BRODSKY, M.P. ADAMSKI, *Law of Corporate Officers and Directors – Rights, Duties and Liabilities*, Thompson Reuters, 2016
- M. BURKART, D. GROMB, F. PANUNZI, *Why higher takeover premia protect minority shareholders*, in Journal of Political Economy, 1998

- M.D. CAIN, J.E. FISCH, S.J. GRIFFITH, S.D. SOLOMON, *How Corporate Governance Is Made: The Case of the Golden Leash*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 164, 2016
- A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori: il caso della pressure to tender*, in Giur. Comm., 2014
- S. CAPPIELLO, *Le difese dalle offerte pubbliche di acquisto tra regolamentazione e autonomia statutaria*, in AA. VV., *Profili attuali di diritto societario europeo*, (a cura di) G. FERRI jr., M. STELLA RICHTER jr, Giuffrè, Torino, 2010
- S. CAPPIELLO, *Le difese*, in AA.VV., *Le offerte pubbliche di acquisto*, (a cura di) M. STELLA RICHTER jr., Giappichelli, Torino, 2011
- L.CAPRIO, *Le strutture proprietarie delle società quotate, l'efficienza della gestione societaria ed il diritto*, in Riv. soc., 1998
- F. CARBONETTI, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in Riv. soc., 1998
- F. CARBONETTI, *I patti parasociali nelle società non quotate alla luce del Testo Unico della Finanza*, in Riv. soc., 1998
- G. CARCANO, *O.P.A. ostili e acquisto "difensivo" di azioni proprie negli Stati Uniti*, in Riv. soc., 1998
- W.J. CARNEY, *Merger and Acquisitions, Cases and Materials*, Foundation Press, NY, 2000
- W.J. CARNEY, *Controlling Management Opportunism in the Market for Corporate Control: An Agency cost Model*, in Wis. L. Rev. 385, 1988
- C. CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, in *Le ragioni del diritto. Scritti in onore di Luigi Mengoni*, Tomo I, Giuffrè, Milano, 1995
- M. CERA, *Commento a Tar Lazio, 21/10/99 e a Cons. Stato 29/10/99 n.1924*, in Riv. dir. priv., 2000
- J. CHARKMAN, *Corporate governance and the market for companies: aspects of the shareholder's role*, in Bank of England Discussion Paper, Bank of England, Londra, 1989

- B.R. CHEFFINS, *Company Law: Theory, Structure and Operation*, Clarendon Press, 1997
- B.R. CHEFFINS, *Company Law: Theory, Structure and Operation*, Oxford University Press, 2000
- B.R. CHEFFINS, *Trust, Loyalty and Cooperation in the Business Community: Is Regulation Required?*, in B.A.K RIDER, *The Realm of Company Law*, Kluwer Law International, Londra-L'Aia-Boston, 1998
- F. CHIAPPETTA, *Commento sub art. 104 TUF*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, (a cura di) G. ALPA – F. CAPRIGLIONE, CEDAM, Padova, 1998
- F. CHIAPPETTA, *Il comunicato dell'emittente*, in AA.VV., *Le Offerte Pubbliche di Acquisto*, (a cura di) M.S. RICHTER Jr., Giappichelli, Torino, 2010
- F. CHIAPPETTA, R. RISTUCCIA, *Ma quando inizia il "gioco dell'opa"?*, in *Giur. comm.*, 2000
- F. CHIAPPETTA, C. D'AMBROSIO, *Opa e disciplina del procedimento*, in *Riv. soc.*, 2001
- F. CHIAPPETTA, *Commento sub art. 103 TUF*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, (a cura di) G. ALPA – F. CAPRIGLIONE, CEDAM, Padova, 1998
- F. CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario*, Wolters Kluwer, Milanofiori Assago, 2017
- F. CHIAPPETTA, *I patti parasociali nel Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in *Riv. soc.*, 1998
- D. CHOPER, J.C. COATES, R.J. GILSON, *Cases and Materials on Corporations*, Aspen Publishers, New York, 2004
- J.C. COATES IV, *Takeover Defense in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence*, *Texas Law Review*, Vol. 79, No. 2, December 2000
- J.C. COFFEE, *Regulating the Market for Corporate Control*, in *84 Columbia Law Review*, 1984

- G.E. COLOMBO, *La cessione dei pacchetti di controllo: considerazioni per una discussione*, in Riv. soc., 1978
- R. COSTI, *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in Dir. Comm. Int., 1998
- R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2016
- G. COTTINO, *Diritto Commerciale, 1, II*, CEDAM, Padova, 1994
- P. CRAMPTON, A. SCHWARTZ, *Using Auction Theory to Inform Takeover Regulation*, in 7 Journal of Law, Economics & Organizations
- M. CUSMAI, R. D'AMBROSIO, *Riflessioni sull'istituto dell'OPA obbligatoria*, in Rivista del dir. comm. e del dir. generale delle obbligazioni, 1995
- M.DALLOCCCHIO, G. LUCCHINI, *L'OPA Ostile- Il caso Olivetti-Telecom*, EGEA, Milano, 2001
- C. D'AMBROSIO, *Offerta pubblica di acquisto: poteri e responsabilità degli amministratori*, CEDAM, Padova, 2014
- R. D'AMBROSIO, *Commento sub artt. 102-112*, in Il testo unico dell'intermediazione finanziaria, (a cura di) C. RABITTI BEDOGNI, Giuffrè, Milano, 1998
- W.D. ANDREWS, *The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares*, in Harvard Law Review, Vol. 78, No. 3 (Jan., 1965)
- B. DAUNER LIEB, M. LAMANDINI, *The New Proposal of a Directive on Company Law Concerning Takeover Bids and the Achievement of a Level Playing Field*, European Parliament Directorate-General for Research, Working Paper, 9 dicembre 2002.
- P.L. DAVIES, K. HOPT, *Trasferimenti del controllo*, in AA.VV. The Anatomy of Corporate Law, Oxford University Press, 2017
- P.L. DAVIES, *The Regulation of Defensive Tactics in the United Kingdom and the United States*, in *European Takeovers. Law and Practice*, (a cura di) K.J. HOPT, E. WYMEERSCH, Londra, 1992

- A. DE BLASIO, *La legge italiana sulle O.P.A. e le normative europee ed Usa*, Giuffrè, Milano, 1994
- A. DE CANTELLIS, P. GIUDICI, P. TERRILE, *Rassegna delle comunicazioni Consob in materia di offerte pubbliche di acquisto*, in Riv. soc., 2001
- P. DE GIOIA-CARABELLESE, *Commento sub artt. 104 e 104-bis*, in AA.VV., Commentario all'offerta pubblica di acquisto, (a cura di) G. FAUCEGLIA, Giappichelli, Torino, 2010
- E. DESANA, *Commento sub art.104*, in AA.VV., La legge Draghi e le società quotate in borsa, (diretto da) G. COTTINO, UTET, Torino, 1999
- E. DESANA, *Opa e decorrenza della passivity rule: note a margine di una recente vicenda*, in Giur. It., 2000
- E. DESANA, *Opa e tecniche di difesa*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale n°250, Giuffrè, Milano, 2003
- G. DI MARCO, *La nuova proposta di disciplina delle Opa nell'Unione Europea*, in Soc., 1996
- G. DI MARCO, *Opa comunitaria: un nuovo passo verso l'integrazione dei mercati finanziari*, in Soc., 2004
- L. DI BRINA, *Commento sub art.105*, in AA.VV., Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, (a cura di) G. ALPA e F. CAPRIGLIONE, CEDAM, Padova, 1998
- M.P. DOOLEY, *Two Models of Corporate Governance*, in Bus. Law.,1992, n.48
- M. DRAGHI, *Commento sub art. 107 TUF*, in AA.VV., Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, (a cura di) G. ALPA e F. CAPRIGLIONE, CEDAM, Padova, 1998
- F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHEL., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge (MA)-Londra, 1991
- F.H. ESTERBROOK, D.R. FISCHEL., *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, in 94, *Harvard Law Review*, 1981

- F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *L'economia delle società per azioni – Un'analisi strutturale*, trad.it. (a cura di) M. SCALIA, Giuffrè, Milano, 1996
- L. ENRIQUES, *Commento sub art. 27*, in R. COSTI (a cura di), Commentario della legge 18 febbraio 1992, n. 149, Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 1997
- L. ENRIQUES, *Il conflitto d'interessi degli amministratori di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2000
- L. ENRIQUES, *In tema di difese contro le opa ostili: verso assetti più contendibili o più piramidali?*, in *Giur. Comm.*, 2002
- L. ENRIQUES, *L'attivismo degli investitori istituzionali negli Stati Uniti: una rassegna di studi empirici*, in *Riv. soc.*, 1998
- L. ENRIQUES, *La disciplina delle difese contro le OPA (e le non-OPA)*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2014
- L. ENRIQUES, *Le O.P.A. preventive nel testo unico in materia di intermediazione finanziaria: un primo commento*, in *Giur. Comm.*, fasc.2, 1999
- L. ENRIQUES, *Le proposte del "Gruppo di alto livello di esperti di diritto societario" in tema di opa*, in *Giur. Comm.*, 2002
- L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Il Mulino, Bologna, 2009
- L. ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell'unione europea*, in *Riv. soc.*, 2010
- L. ENRIQUES, *Quale disciplina per le acquisizioni ostili? – Alcuni modelli teorici e la soluzione italiana*, in *Merc. Conc. Reg.*, II, 1999
- L. ENRIQUES, R.J. GILSON, A.M. PACCES, *The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)*, in *Harvard Business Law Review*, 2014
- M.A. EISENBERG, *Obblighi e responsabilità degli amministratori e dei funzionari delle società americane*, in *Giur. Comm.*, 1992, I

- V. EDWARDS, *The directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On?*, in *European Company and Financial Law Review*, 2004
- G. FALCONE, G. ROTONDO, L. SCIPIONE, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Il diritto privato oggi* (a cura di) P. CENDON, Giuffrè, Milano, 2001
- A. FALZEA, *Fatto giuridico* (voce), *Enc. dir.*, XVI, Milano, 1967
- E. FAMA, H.C. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, in 26 *Journal of Law and Economics*, 1983
- F. FAUCEGLIA, *Commento sub art. 106 TUF*, in AA.VV., *Il Testo Unico della Finanza*, (a cura di) M. FRATINI, G. GASPARRI, Tomo II
- G. FERRARINI, «*Un'azione-un voto*»: *un principio europeo?*, (versione italiana) in *Riv. soc.*, 2006
- G. FERRARINI, G. P. MILLER, *A simple theory of takeover regulation in the United States and Europe*, ECGI Law Working Paper n. 139, ottobre 2009.
- G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000
- G. FERRARINI, *Indagine conoscitiva sull'attuazione del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura della VI Commissione – Finanze – Camera dei deputati, seduta del 4 dicembre 2001
- G. FERRARINI, *One Share - One Vote: A European Rule?*, in *European Company and Financial Law Review*, 2006
- G. FERRI, *Manuale di Diritto Commerciale*, UTET, Milano, 2016
- G. FERRI, *Organizzazione societaria ed autonomia statutaria*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2002, I
- A. FLEISCHER, Jr, A. R. SUSSMAN, *Takeover Defense* (VI Ed.), New York, 2000
- J. FRANK, C.P. MAYER, *Ownership and Control*, in *Trends in Business Organization: Do Participation and Cooperation Increase Competitiveness*, (a cura di) SIEBERT, TÜBINGEN, MOHR, Siebeck, 1995

- J. FRANKS, C.P. MAYER, *Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure*, in *Journal of Financial Economics*, 40, 1996
- L.FURGIUELE, *La regola di neutralizzazione*, in AA.VV., *Le offerte pubbliche di acquisto*, (a cura di) M. STELLA RICHTER jr., Giappichelli, Torino
- M. GATTI, *La società target in pendenza di offerta pubblica di acquisto*, in *Giur. Comm.*, I, 2000
- M. GATTI, *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, II
- M. GATTI, *Le azioni con voto subordinato all'effettuazione di un'OPA e l'"autorizzazione di conferma"*, in *Giur. Comm.*, 2004
- M. GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, Giuffrè, 2004
- P.A. GAUGHAN, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, N.Y., 1996
- P. A. GAUGHAN, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings.*, Wiley, N.Y., 2010
- F. GHEZZI, M. VENTORUZZO, *Offerte pubbliche di acquisto*, in AA.VV., *Il Testo Unico della Finanza – Un bilancio dopo 15 anni*, (direzione di) F. ANNUNZIATA, EGEA, Milano, 2015
- R.J. GILSON, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 *Stanford Law Review*, 1981
- R.J. GILSON, *Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense*, in 35 *Stanford Law Review*, 1983
- R.J. GILSON, *The Case Against Shark Repellents Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept*, in 34 *Standard Law Review*, 1982
- R.J. GILSON, *The Political Ecology of Takeovers: Thoughts on Harmonizing the European Corporate Governance Environment*, in *European Takeovers. Law and Practice*, (a cura di) K.J. HOPT, E. WYMEERSCH, Londra, 1992

R.J. GILSON, *The Political Ecology of Takeovers: Thoughts on Harmonizing the European Corporate Governance Environment*, in K.J. HOPT, H. KANDA, M.J. ROE, E. WYMEERSCH, S. PRIGGE (edited by), *Comparative Corporate Governance – The State of Art and Emerging Research*, Oxford 1998

R.J. GILSON, B.S. BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, Foundation Press, NY, 1995 e Supplement 2003-2004

A. GIULIANI, *Premesse e disposizioni preliminari*, in *Trattato di diritto privato*, (diretto da) P. RESCIGNO, UTET, Torino, 1982

J. GORDON, L. KORNHAUSER, *Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research*, in 60 N.Y.U. Law Review, 1985

A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse per la società – Le offerte pubbliche in Italia ed in USA*, Giuffrè, Milano, 2007

A. GUACCERO, N. CIOCCA, *Commento sub art. 104 TUF*, in AA.VV., *Il Testo Unico della Finanza*, (a cura di) M. FRATINI – G. GASPARRI, Tomo II, UTET, Torino, 2012

A. GUACCERO, N. CIOCCA, *Commento sub art. 105 TUF*, in AA.VV., *Il Testo Unico della Finanza*, (a cura di) M. FRATINI, G. GASPARRI, Tomo II, UTET, Torino 2012

R.W. HAMILTON, R.A. BOOTH, *Corporations*, Thomson West, St. Paul, 2006

T. L. HAZEN, J. W. MARKHAM, *Mergers, Acquisitions and Other Business Combinations, Cases and Materials*, Thomson West, St. Paul, 2003

T.L. HAZEN, *Securities Regulation*, American Bar Association Publishing, Chicago, 2011

J.G. HILL, *Takeovers, poison pills and protectionism in comparative corporate governance*, ECGI Law Research Paper n. 168, agosto 2010

C. HILL, B. JM QUINN, S. DAVIDOFF SOLOMON, *Mergers and Acquisitions*, Law Theory and Practice, West Academic Publishing, St. Paul MN, 2016

- A. O. HIRSCHMAN, *Exit, Voice and Loyalty. Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1970
- P. G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Giuffrè, Milano, 1964
- P.G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. Comm.*, 2000
- T. JENKINSON, C.P. MAYER, *Hostile Takeovers. Defence, Attack and Corporate Governance*, Londra, 1994
- H.C. JENSEN, W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *Journal of Financial Economics*, 1976
- R. KRAAKMAN, *Taking Discounts Seriously: The Implication of "Discounted" Share Prices as an Acquisition Motive*, in 88 *Columbia Law Review*
- G. LA MALFA, *Indagine conoscitiva sull'attuazione del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura della VI Commissione – Finanze – Camera dei deputati, seduta del 4 dicembre 2001
- M. LAMANDINI, *Commento sub art. 103 TUF*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza*, Commentario (diretto da) G.F. CAMPOBASSO, UTET, Torino
- G. LEMME, *Opa ostili su società quotate*, *Riv. Dir. Comm.*, 2001
- R. LENER, *"Basta passività, difendiamo l'italianità! L'OPA obbligatoria dinanzi alla crisi dei mercati"*, in *An. Giur. Econ.*, 2009
- R. LENER, A. TUCCI, *La nuova disciplina delle OPA e i poteri della Consob*, in *Soc.*, 5, 2004
- R. LENER, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1999
- R. LENER, *OPA (Offerta Pubblica di Acquisto)*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche*, I Aggiornamento Sezione Commerciale, UTET, Torino, 2000
- R. LENER, *The New "Passivity Rule" in the Italian Anti-crisis Measures*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2009

- S.M. LEVY, *Regulation of Securities: SEC Answer Book*, 5th Edition, Wolters Kluwer Legal & Regulatory U.S., 2017
- P.V. LETSOU, *Corporate Mergers and Acquisitions*, Aspen Publishers, NY, 2006
- B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in Riv. soc., 2001
- M.LISANTI, *L'abrogazione della l. n. 149/1992 fra il Testo Unico della finanza e la prossima direttiva UE sulle OPA*, in Corriere Giuridico, 1998
- M.LISANTI, *L'abrogazione della L. n. 149/1992 fra il Testo Unico della finanza e la prossima Direttiva UE sulle OPA*, in Corr. Giur., 1998
- M.LISANTI, *Le difese contro l'OPA in Italia, Gran Bretagna e Stati Uniti*, in Amministrazione e politica, 1995
- M.LISANTI, *Quale tutela per gli azionisti di minoranza?*, in Merc. Conc. Reg., 2000
- L. LOWENSTEIN, *Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation*, in Columbia Law Review, 1983
- R. MAGLIANO, *I nodi irrisolti della tredicesima direttiva società: dall'armonizzazione alla concorrenza tra ordinamenti*, in Dir. comm. int., 2005
- R. MAGLIANO, *Il labile confine tra tutela degli interessi nazionali e "sviamento protezionistico"*, in Dir. Comm. Int., 2014
- R. MAGLIANO, *Neo colbertismo domestico e misure difensive antiscalata*, in Dir. Comm. Int., 2012
- P. MALATESTA, R. WALKING, *Poison pill securities: stockholder wealth, profitability, and ownership structure*, in J. Fin. Econ., 20, 1998
- H.G. MANNE, *Mergers and the market for corporate control*, in 73 Journ. Pol. Ec., 1965
- H.G. MANNE, *Some Theoretical Aspects of Share Voting. An Essay in Honour of Adolf A. Berle*, in 64 Col. law rev., 1964

- P.G. MARCHETTI, *D.lgs. 58/1998. L'incidenza sulla disciplina delle assemblee: primi commenti*, in Riv. soc., 1998
- P.G. MARCHETTI, *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in Riv. soc., 2000
- P.G. MARCHETTI, *Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*, in Riv. soc., 1992
- R. MARRIS, *La teoria economica del capitalismo manageriale*, trad. it. Einaudi, Torino, 1972
- M.MARTINI, *The New Italian Law on Takeover Bids*, in Quaderni di Finanza Consob, 32, 1999
- M.MAUGERI, *Commento sub art. 104-bis TUF*, in AA.VV., *Il Testo Unico della Finanza*, (a cura di) M. FRATINI – G. GASPARRI, Tomo II
- T.H. MAYNARD, *Mergers and Acquisitions: Cases, Materials and Problems*, Wolters Kluwer, N.Y., 2009
- T.H. MAYNARD, *Mergers and Acquisitions: Cases, Materials, and Problems*, Wolters Kluwer, NY, 2009
- A. MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in Giur. Comm., I, 1998
- A. MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in Riv. soc., 1958
- A. MIGNOLI, *Riflessioni critiche sull'esperienza italiana dell'opa: idee, problemi, proposte*, in AA.VV., *Borsa, scalate e offerte pubbliche di acquisto*, in Riv. soc., No. 1 – 2, 1986
- A. MIGNOLI, *Regolamentazione delle offerte pubbliche di acquisto e difesa delle società dalle scalate*, in *Compravendite internazionali di partecipazioni societarie*, Giuffrè, Milano, 1990
- G. MINERVINI, *Le società quotate nel testo unico sull'intermediazione finanziaria. Prove tecniche di una riforma*, in Riv. Dir. Civ., II, 1998
- G. MINERVINI, *Opa. Quorum e maggioranze per approvare le "azioni di contrasto"*, in *Scritti in Onore di Pietro De Vecchis*, Roma, 1999

- G. MINERVINI, *Tre pareri in tema di opa*, in *Contratto e Impresa*, 1995
- G. MINERVINI, *Sulla tutela dell'interesse sociale nella disciplina delle delibere assembleari e di consiglio*, in *Riv. dir. civ.*, 1956
- A. MITCHELL, P. SIKKA, *Corporate Governance Matters*, Discussion Paper n°24, The Fabian Society, Londra, 1996
- M.MONTANARI, *Gestione dell'impresa e offerta pubblica di valori mobiliari*, in *Giur. Comm.*, 1995
- P. MONTALENTI, *Le offerte pubbliche di acquisto. Le fattispecie obbligatorie*, Giuffrè, Milano, 1995
- P. MONTALENTI, *Conflitto di interesse nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in *Giur. Comm.*, I, 1995
- P. MONTALENTI, *Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 1998
- P. MONTALENTI, *La legge italiana sulle offerte pubbliche di acquisto: prime riflessioni*, in *Giur. Comm.*, 1992, I
- P. MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1999
- P. MONTALENTI, *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance. Studi in tema di società per azioni*, CEDAM, Padova, 1999
- A. MORELLO, *Scalate ostili e misure difensive: dalla Dierettiva OPA al Decreto 146/09*, in *Soc.*, 2010
- C. MOSCA, *Commento sub art. 104*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Commentario (diretto da) P. MARCHETTI e L.A. BIANCHI, Giuffrè, Milano, 1999
- C. MOSCA, *Azioni di concerto e OPA obbligatoria*, EGEA, Milano, 2013
- C.MOSCA, *La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie OPA*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2015

F.M. MUCCIARELLI, *Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto. Le difese successive contro offerte pubbliche d'acquisto di azioni quotate*, in Quaderni di Giurisprudenza Commerciale n°265, Giuffrè, Milano, 2004

F.M. MUCCIARELLI, *Combinazioni aziendali e passivity rule*, in Banca, borsa, tit. cred., 2000

F.M. MUCCIARELLI, *Commento sub art. 104 TUF*, in Nuove Leggi Civ. Comm., 2010

F.M. MUCCIARELLI, *Commento sub art. 104-bis TUF*, in Nuove Leggi Civ. Comm., 2010

F.M. MUCCIARELLI, *Commento all'art.105 TUF*, in AA.VV., Commentario all'offerta pubblica di acquisto, (a cura di G. FAUCEGLIA), Giappichelli, Torino, 2010

F.M. MUCCIARELLI, *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'opa*, in Giur. Comm., 2005

F.M. MUCCIARELLI, *L'attuazione della Direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in Giur. Comm., 2008

F.M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e scambio*, Giappichelli, Torino, 2014

F.M. MUCCIARELLI, *Mercato del controllo e contendibilità: il ragionevole declino della passivity rule*, in P. BENAZZO, M. CERA, S. PATRIARCA, Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone, UTET, Torino, 2011

F.M. MUCCIARELLI, *Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto. Le difese successive contro offerte pubbliche d'acquisto di azioni quotate*, in Quaderni di Giurisprudenza Commerciale n°265, Giuffrè, Milano, 2004

F.M. MUCCIARELLI, *White knights and black knights. Does the search for competing bids always benefits the shareholders of "target" companies?*, in European Company and Financial Law Review, 2006

G. NICCOLINI, *Offerta Pubblica di Acquisto*, in Enciclopedia del Diritto, XXIX, Giuffrè, Varese, 1979

- G. OPPO, *Commento sub art. 122-123*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, II
- G. OPROMOLLA, *La nuova normativa italiana sulle OPA e le misure difensive contro le OPA ostili. Cosa cambia?*, in *Soc.*, 2007
- M. PAGANO, F. PANUNZI, L. ZINGALES, *La nuova Opa penalizza i piccoli soci*, in *Soc.*, I, 1998
- M. PAGANO, F. PANUNZI, L. ZINGALES, *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in *Riv. soc.*, 1998
- R. PARDOLESI, A. PORTOLANO, *All'ombra delle piramidi – Appunti su Opa, governo societario e concorrenza tra ordinamenti*, in *Merc. Conc. Reg.*, 2001
- J.E. PARKINSON, *Corporate Power and Responsibility. Issues in the Theory of Company Law*, Clarendon Press, Oxford, 1993
- A. PAVONE LA ROSA, *Le attribuzioni dell'assemblea delle s.p.a in ordine al compimento di atti inerenti la gestione sociale*, in *Riv. soc.*, 1997
- R.R. PENNINGTON, *Relazione sulle offerte pubbliche di acquisto di titoli a fine di controllo e sulle altre offerte pubbliche*, in *Riv. soc.*, 1975
- F. PERNAZZA, *Autonomia e controllo nell'ordinamento delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1999A. PICCIAU, *Commento sub art. 123*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Commentario (diretto da) P. MARCHETTI e L.A. BIANCHI, Giuffrè, Milano, 1999
- L.G. PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Quaderni di giur. Comm.* 194, Giuffrè, Milano, 1999A. PORTOLANO, *Un'analisi economica della "passivity rule" nel Testo unico della finanza*, in *Merc. Conc. Regole*, 2000
- R.A. POSNER, *Economic Analysis of Law*, Aspen Publishers, 2011
- G. PRESTI, M. RESCIGNO, *La decorrenza della passivity rule tra delegificazione e sindacato giurisdizionale*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2000

- W. PROXMIRE, *Introduction: What's Right and Wrong about Hostile Takeovers?*, in *Wisconsin Law Review*, 1988
- G. PSAURODAKIS, *The Mandatory Bid and Company Law in Europe*, in *European Company and Financial Law Review*, 4/2010
- B. QUATRARO, *Le offerte pubbliche di acquisto e scambio, dottrina, casi e materiali*, Giuffrè, Milano, 2000
- F. REGALDO, *Le tecniche difensive nelle opa ostili – Riflessioni comparatistiche*, Giappichelli, Torino, 2006
- D. REGOLI, *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Giappichelli, Torino, 1996
- D. REGOLI, *Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo dei soci in pendenza di opa*, in *Riv. soc.*, 2000
- G. ROMAGNOLI, *Ammissibilità e conseguenze della prima comunicazione dell'intenzione di procedere al lancio dell'OPA. Considerazioni sparse a margine dell'offerta pubblica delle Assicurazioni Generali sulle azioni Ina*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1999
- G. ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, CEDAM, Padova, 1996
- R. ROMANO, *A Guide to takeovers: theory, evidence and regulation*, in *European Takeovers. Law and Practice*, (a cura di) K. J. HOPT, E. WYMEERSCH, Londra, 1992
- R. ROMANO, *The future of hostile takeovers: legislation and public opinion*, in *Univ. Cincinn. L. Rev.*, 57, 1988
- R. ROMANO, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation*, in "Yale Journal on Regulation", 9, 1992
- R. ROMANO, *The Genius of American Corporate Law*, The American Enterprise Institute Press, Washington, 1993
- R. RORDORF, "I poteri degli azionisti di minoranza nel testo unico sui mercati finanziari", in *Scritti di diritto societario in onore di Vincenzo Salafia*, Milano, 1998

- R. RORDORF, *La Consob come autorità indipendente nella tutela del risparmio*, in Foro It., V, 2000
- E. ROSATI, *La nuova disciplina delle tecniche di difesa nelle opa ostili*, in Soc., 5, 2009
- L. ROVELLI, *L'art. 104 T.U.F., la passivity rule e l'adozione delle tecniche antiscalata. La responsabilità degli organi amministrativi*, Relazione al Convegno organizzato da ITA, O.P.A., O.P.S. e patti parasociali, Milano, 24 febbraio 1999
- F. RYNGAERT, *The effect of poison pill securities on shareholder wealth*, in J. Fin. Econ., 20, 1998
- C. SALOMAO FILHO, M. STELLA RICHTER Jr., *Note in tema di offerte pubbliche di acquisto, ruolo degli amministratori ed interesse sociale*, in Riv. Dir. Comm., 1993
- G. SANDRELLI, *La nuova disciplina degli "strumenti finanziari derivati" nelle offerte pubbliche di acquisto*, in Riv. soc., 2012
- F. SANTORO PASSARELLI, *Atto giuridico* (voce), in *Enc. dir.*, IV, Milano 1959, pp. 203ss.
- F.M. SBARBARO, *Appunti in tema di scalate e tattiche difensive nell'ordinamento statunitense*, Eurilink, Roma 2012
- F.M. SBARBARO, *I fiduciary duties nel quadro delle scalate ostili*, Eurilink, Roma, 2017
- L. SCIPIONE, *La direttiva europea in materia di OPA: profili generali e aspetti comparatistici*, in Riv. dir. impr., 2005
- L. SCIPIONE, *La nuova disciplina dell'opa europea: un'ipotesi di regolamentazione minimale*, in Dir. banca merc. fin., 2005, I
- L. SCIPIONE, *La disciplina delle misure di contrasto all'OPA ostile, fra stabilità degli assetti azionari e contendibilità del controllo*, in "Innovazione e diritto", 2008
- L. SCIPIONE, *Le regole in materia di misure difensive tra vecchia e nuova disciplina dell'opa*, in Soc., 2009

- K.E. SCOTT, *Corporation law and the American Law Institute Corporate Governace Project*, in Stan. L. Rev., 1983, n. 35
- P. SFAMENI, *La nuova Direttiva europea sulle offerte pubbliche di acquisto*, in Riv. soc., 2004
- G. SICILIANO, *La regolamentazione dei trasferimenti del controllo e delle acquisizioni delle società quotate*, in Quaderni di finanza Consob, 1998
- G. SICILIANO, *La regolamentazione dei trasferimenti del controllo e delle acquisizioni di società quotate*, in Studi in materia di Opa, Quaderni di finanza Consob, n°24, 1998
- C.E. SIMON & COMPANY, *Corporate Anti-Takeover Defenses: The Poison Pill Device*, Clark Boardman Callaghan, New York, 1997
- W. K SJOSTROM Jr., *Mergers and Acquisitions Law*, Lexis Nexis, Denver, 2014L.D.
- SODERQUIST, T.A. GABALDON, *Securities Regulation*, Foundation Press, New York, 2011
- L.SPAVENTA, *La disciplina dell'Opa in Italia: i risultati di un test*, in Merc. Conc. Reg., 1999
- P.A. SPITALERI, *La disciplina delle offerte pubbliche*, in AA.VV., Intermediari finanziari, mercati, società quotate, (a cura di) PATRONI GRIFFI – SANDULLI – SANTORO, Giappichelli, Torino, 1999
- J. STEIN, *Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behaviour*, in 661 Quarterly Journal of Economics, 1989
- L.A. STOUT, *Are Takeover Premiums Really Premiums? Market Price, Fair Value, and Corporate Law*, in The Yale Law Journal, 1990, 99
- M. STELLA RICHTER Jr., *“Trasferimento del controllo” e rapporti tra soci*, Giuffrè, Milano, 1996
- M. STELLA RICHTER jr., *A proposito della direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche di acquisto e dei suoi interpreti*, in Profili attuali di diritto societario europeo, (a cura di) G. FERRI jr., M. STELLA RICHTER jr., Giuffrè, Milano, 2010

- M. STELLA RICHTER, *Fattispecie e disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Le offerte pubbliche di acquisto* (a cura di) M. STELLA RICHTER jr., Giappichelli, Torino, 2011
- M. TOLA, *La Direttiva europea in materia di opa: prime riflessioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I
- M. TOLA, *Opa e tutela delle minoranze*, Jovene Editore, Napoli, 2008
- F. TROISI, G. VANZANELLI, *Commento sub art. 103*, in AA.VV., *Il Testo Unico della Finanza*, (a cura di) M. FRATINI-G. GASPARRI, Tomo II
- A. TRON, *La legge n. 149/1992 e le strategie "antiscalata": un'analisi comparata della regolamentazione attuale*, in AA.VV., *Il diritto del mercato mobiliare*, (a cura di) C. RABITTI BEDOGNI, Giuffrè, Milano, 1997
- M. TRONCOSO REIGADA, *Razionalità ed efficienza delle misure anti-opa*, in *Cont. Imp. Europa*, 2009
- A. TUCCI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, CEDAM, Padova, 2015
- A. TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale e "supervisione" degli azionisti*, Giuffrè, Milano, 2003
- A. TUCCI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, (a cura di) F. CAPRIGLIONE, CEDAM, Padova, 2010
- A. TUCCI, *Patti parasociali e governance nel mercato finanziario*, Cacucci, Bari, 2005
- J. VELASCO, *The enduring illegitimacy of the poison pill*, in *J. Corp. L.*, 27, 2002
- F. VELLA, *Commento sub art.16*, in AA.VV., *Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli*, Commentario a cura di R. COSTI, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, CEDAM, Padova, 1997
- F. VELLA, *Commento sub art. 104*, in *Testo Unico della Finanza*, Commentario (diretto da) G.F. CAMPOBASSO, UTET, Torino, 2002
- F. VELLA, *La passivity rule nella legge italiana sulle offerte pubbliche di acquisto e gli effetti sul mercato del controllo societario*, in *Banca, Impr., Soc.*, 1993

- F. VELLA, *La nuova passivity rule nella disciplina delle offerte pubbliche di acquisto: alla ricerca di un difficile equilibrio*, in Banca, impresa, società, 2000
- M. VENTORUZZO, *Respinta dal parlamento europeo la tredicesima direttiva sull'opa*, in Riv. soc., 2001
- M. VENTORUZZO, *Takeover Regulation as a Wolf in Sheep Clothing: Taking U.K. Rules to Continental Europe*, 11 U. Pa. J. Bus. & Emp. L., 2008
- M. VENTORUZZO, *La disciplina delle misure difensive negli Stati Uniti d'America: spunti di riflessione per la situazione europea*, in AA. VV., Governo dell'impresa e mercato delle regole, Milano, Giuffrè, 2002
- F. VENTURINI, *Difese, concerto e derivati nelle ultime modifiche alla disciplina OPA*, in Soc., 2010
- R.A. WALKLING, M.S. LONG, *Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance*, in The RAND Journal of Economics, 15, 1, 1984
- R. WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, in Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Giuffrè, Milano, 1978
- R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in Trattato delle società per azioni, (diretto da) G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, 10**, UTET, Torino, 1993
- R. WEIGMANN, "La nuova disciplina dell'Opa", in AA. VV., La riforma delle società quotate, Milano, 1998
- R. WEIGMANN, *Commento sub art. 106, in Testo Unico della Finanza*, Commentario (diretto da) G.F. CAMPOBASSO, UTET, Torino, 2002
- M. YAN, *The corporate objective revisited: part I*, in Bus. L. Rev., 1, 2017, p. 14 e *Id. The corporate objective revisited: part II*, in Bus. L. Rev., 2, 2017

