

La scelta del TUF di subordinare all'autorizzazione assembleare, con il quorum deliberativo rafforzato del 30 per cento, l'adozione di « tutti gli atti ed operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta », risponde alla necessità di individuare un punto di equilibrio tra gli interessi dell'offerente e quelli della società bersaglio e dei suoi azionisti.

La soluzione adottata dal legislatore sembrerebbe ispirata alla ricerca di un valido compromesso tra le esigenze concorrenti di garantire la contendibilità del controllo societario, di assicurare percentuali significative di consenso alle proposte degli amministratori e di non pregiudicare qualsiasi possibilità di contrasto dell'offerta per le società con capitale diffuso e quindi più esposte alle scalate.

L'analisi comparata evidenzia come anche altri ordinamenti europei, con l'eccezione significativa della disciplina recentemente adottata in Germania, pur con diverse modulazioni, seguano una impostazione analoga; si tratta di un approccio comune anche alla proposta di direttiva OPA non approvata dal Parlamento europeo nonché per la elaborazione di una nuova proposta.

L'idoneità della disciplina di cui all'articolo 104 a contemperare in maniera equilibrata i diversi obiettivi sopra richiamati è stata, tuttavia, messa in discussione da part della dottrina, sia pure con argomentazioni diverse.

Da parte di alcuni (Chiappetta-Restuccia), si è osservato che la partecipazione alle assemblee in Italia è talmente ridotta che l'articolo 104, prevedendo il *quorum* deliberativo del 30 per cento, avrebbe « l'effetto di determinare la pura e semplice impossibilità di porre in essere azioni difensive ».

D'altra parte (Montalenti, Minervini), si è sostenuto che la disciplina del TUF accrescerebbe la difficoltà delle scalate e ridurrebbe corrispondentemente la contendibilità del controllo; in particolare, per le società con una quota di controllo superiore al 30 per cento, il quorum deliberativo rafforzato si trasformerebbe in un meccanismo di forte prevenzione nei confronti delle offerte ostili. Da parte di taluni (Lisanti) si è, conseguentemente, proposto un innalzamento del *quorum* anche sino al 50 per cento.

Alla luce dell'esperienza applicativa sinora maturata, non si può non rilevare che la percentuale del 30 per cento richiesta per l'adozione delle misure difensive, (percentuale priva di riscontro nelle proposte comunitarie che si limitano a richiamare la necessità dell'autorizzazione assembleare senza ulteriori specificazioni), può risultare non facilmente raggiungibile.

Non appare, peraltro, azzardato affermare che l'aspetto richiamato, nei termini indicati dai soggetti intervenuti, piuttosto che riguardare specificamente la *passivity rule*, sembra concernere la questione più generale della ridotta partecipazione alle assemblee nell'esperienza italiana. Alla luce degli elementi richiamati, occorre, quindi, valutare attentamente se, piuttosto che modificare il suddetto *quorum*, non sia invece più opportuno intervenire sul macchinoso e costoso funzionamento degli strumenti di raccolta del consenso degli azionisti.

Una riduzione consistente del *quorum* rischierebbe, inoltre, di rendere eccessivamente difficile il successo di scalate ostili, anche

tenuto conto del livello di concentrazione proprietaria delle società quotate nel nostro ordinamento.

Con riferimento alla opposta obiezione, secondo la quale il quorum del 30 per cento ridurrebbe la contendibilità del controllo, per cui ne sarebbe necessario l'innalzamento, si può osservare che la fissazione del *quorum* ad un livello molto più elevato potrebbe produrre il risultato di indurre le società italiane a «blindarsi», in considerazione delle valutazioni richiamate, si può ritenere che la disciplina di cui all'articolo 104 offre una soluzione idonea a contemperare le diverse esigenze in campo.

In sostanza, le evidenze empiriche e le valutazioni emerse nel corso dell'indagine inducono a ritenere che non possa attribuirsi all'OPA la capacità di determinare concretamente un assetto proprietario rispondente al modello astratto della *public company* né a promuovere, di per sé, una maggiore contendibilità del controllo societario.

Allo stesso tempo, non si può fare a meno di rilevare che la contendibilità non sembra costituire un valore assoluto da conseguire a prescindere da altri obiettivi non meno meritori.

Il mero ricambio della proprietà non è, infatti, un elemento suscettibile di produrre benefici in termini di miglioramento della redditività nella gestione dell'impresa e della struttura di governo societario. L'eccessiva frequenza nel ricambio del controllo proprietario potrebbe produrre, infatti, una situazione di instabilità permanente tale da pregiudicare una gestione di medio e lungo termine della attività imprenditoriale della società e, conseguentemente, le prospettive di crescita.

In questo senso, deve rilevarsi che la perdurante assenza sul mercato italiano di investitori di lungo termine priva il sistema finanziario della possibilità di avvalersi di soggetti che si muovono in una logica di stabilità nell'impiego delle risorse proprie. Sotto questo profilo, va osservato che è largamente condiviso l'auspicio che si determinino quanto prima le condizioni di uno sviluppo dei fondi pensione e un'evoluzione dei criteri di gestione da parte degli organismi di investimento collettivo che assuma a riferimento una prospettiva temporale più ampia.

Va segnalato, peraltro, che la relazione CONSOB 2002 sottolinea come anche in Italia, a motivo della congiuntura dei mercati finanziari internazionali, comincia ad acquistare rilievo il c.d. *private equity*, quasi una terza via fra banche e mercato. La medesima relazione osserva, in particolare, l'importanza dell'investimento di fondi privati nel capitale di imprese medie non quotate, che può migliorarne la gestione, favorirne la crescita e, se del caso, ottenerne la quotazione, favorendo lo sviluppo industriale e sperimentando nuove forme di governo societario.

In assenza di soggetti in grado di concorrere in misura determinante alla tendenziale stabilità del sistema e di offrire l'ulteriore vantaggio di una partecipazione attiva ma non necessariamente conflittuale alla vita societaria, alcuni strumenti possono paradossalmente introdurre elementi di precarietà e di discontinuità forzate.

In tale contesto, risulta evidente che la definizione di strumenti di tutela degli azionisti di minoranza dovrebbe essere modulata in

termini tali da non ostacolare la gestione della società, tenuto conto del fatto che tali azionisti, in linea di principio, risultano scarsamente interessati a partecipare alla vita sociale e alla redditività di medio-lungo periodo. Al riguardo, è stato osservato (Rossi) che vi sarebbe una diversa propensione verso le offerte ostili tra gli investitori istituzionali e i normali azionisti. Mentre i primi sarebbero interessati, per ragioni di convenienza e di attesa di rendimenti nel medio lungo termine, ad una maggiore stabilità dell'investimento ed una minore liquidità immediata, i secondi, avendo minori possibilità di monitoraggio sulla società, tenderebbero con più facilità ad aderire alle offerte.

Alla luce di queste considerazioni appare evidente, con specifico riferimento alla disciplina delle OPA, che una definizione delle disposizioni in materia di presupposti delle offerte obbligatorie, di regola di passività, di distribuzione del premio di maggioranza in termini troppo vantaggiosi per gli azionisti di minoranza potrebbe costituire un fattore di criticità nel funzionamento delle società quotate.

Più in generale, potrebbe risultare utile verificare se la mancata traduzione, nell'esperienza italiana, del modello delle *public company* non si possa ricondurre anche alla presenza, particolarmente incisiva nel tessuto imprenditoriale del nostro paese di piccole e medie imprese che si caratterizzano, soprattutto quando operino nei c.d. distretti industriali, per la capacità di coniugare la propria autonomia giuridica con la propensione ad operare in una logica sistemica. In altri termini, le piccole e medie imprese potrebbero rappresentare una forma particolare di diffusione della proprietà che, facendo leva sulla assunzione diretta della responsabilità da parte dell'imprenditore, assicura una gestione improntata prevalentemente alla redditività. Allo stesso tempo, i legami molto intensi e diretti che intercorrono tra PMI e i diversi soggetti con i quali le stesse entrano in rapporto (committenti, fornitori, creditori, con particolare riferimento al sistema bancario, e debitori) costituisce un fattore di sana e trasparente gestione. In altri termini, si configura un concorso di soggetti ed interessi diversi verso l'obiettivo comune di una corretta operatività, attraverso un sistema parzialmente non istituzionalizzato di controlli, tali da rendere non conveniente per l'imprenditore un comportamento irregolare. L'esistenza nelle PMI di una proprietà generalmente attiva rappresenta, inoltre, una contropartita forte rispetto al potere di amministratori, che concorre a prevenire il rischio di abusi.

8.2. Considerazioni generali sulla disciplina dell'OPA.

La disciplina dell'OPA introdotta dal TUF ha costituito uno degli aspetti sui quali si è maggiormente concentrata l'attenzione nel corso dell'indagine.

In via preliminare, occorre osservare che l'importanza della disciplina dell'OPA discende sia dalla sua intrinseca portata innovativa, che dalle ricadute sul piano concreto che la stessa ha fatto registrare, come emerge da un esame quantitativo e qualitativo delle operazioni poste in essere.

Per quanto riguarda quest'ultimo profilo, le disposizioni introdotte dal TUF in materia di OPA si distinguono per il fatto di aver trovato una significativa applicazione, a differenza di quanto è avvenuto per altri istituti (strumenti di tutela delle minoranze, deleghe di voto).

Quanto al primo profilo, si può rilevare che la normativa sull'OPA costituisce uno dei casi più significativi in cui nella disciplina dei mercati si è inteso realizzare un chiaro disegno strategico di politica economica e finanziaria. In sintesi, si trattava di modificare la disciplina preesistente, recata dalla legge n. 149/92, allo scopo di accrescere il grado di contendibilità delle società quotate nei mercati regolamentati. Allo stesso tempo, si voleva assicurare un'adeguata garanzia agli azionisti di minoranza, nel caso di trasferimento del controllo, offrendo ad essi la possibilità di concorrere alla distribuzione del premio di maggioranza corrisposto dal nuovo acquirente.

L'indagine conoscitiva ha consentito di acquisire sul tema un complesso di elementi conoscitivi e di valutazioni che può considerarsi pressoché esaustivo. Per un verso, infatti, hanno costituito oggetto di discussione i profili attinenti al disegno ispiratore sotteso all'assetto normativo e alle finalità dell'istituto; per altro verso, sono stati esaminati, in maniera approfondita, alcuni aspetti specifici della disciplina introdotta dal TUF, con particolare riferimento all'OPA preventiva e all'OPA totalitaria.

Con riguardo al primo aspetto, dalle audizioni è emerso un giudizio complessivamente positivo sull'impianto generale della disciplina del TUF.

I soggetti auditi hanno, in particolare, concordato nel rilevare che la legge n. 149/92, istitutiva dell'OPA, non si sarebbe dimostrata soddisfacente né dal punto di vista dell'assetto normativo né in termini di effettività.

Sotto quest'ultimo profilo, si ricorda che ben poche operazioni sono state effettuate ai sensi della legge n. 149.

Per quanto attiene specificamente all'impianto normativo, è stato rilevato in dottrina e dagli operatori che la disciplina n. 149 avrebbe mancato di chiarezza, coerenza e sistematicità.

Viceversa, la normativa del TUF, come già accennato, avrebbe il vantaggio di offrire un assetto organico della materia riconducibile ad un disegno ispiratore coerente.

Più in particolare, la disciplina dell'OPA recata dal TUF risponderebbe ad una logica sistematica sia interna alla stessa disciplina sia nel più ampio contesto della normativa sui mercati finanziari.

Con riguardo a quest'ultimo aspetto, occorre sottolineare che le disposizioni contenute nel testo unico possono intendersi come una sorta di normativa speciale all'interno del tema più generale della sollecitazione all'investimento, caratterizzata dal particolare rilievo che assumono gli obiettivi di tutelare i destinatari dell'offerta, potenzialmente alienanti, dal rischio di manovre speculative e di considerare la situazione dell'emittente, i cui titoli costituiscono oggetto di offerta. Da tali elementi di specialità discende il rafforzamento gli obblighi di informazione, in modo da offrire ai potenziali alienanti la possibilità di valutare compiutamente l'offerta e, d'altro canto, di offrire la possibilità di lanciare offerte concorrenti.

Un secondo importante fattore di sistematicità consiste nel fatto che il TUF ha introdotto una normativa unitaria applicabile a tutte le offerte pubbliche di acquisto o di scambio, aventi ad oggetto sia strumenti finanziari quotati che non quotati. L'applicazione alle sole azioni di società quotate in mercati regolamentati riguarda, infatti, esclusivamente le disposizioni relative all'OPA obbligatoria. In questo modo si è ottenuto il risultato di assicurare una maggiore omogeneità nell'ordinamento ed una coerenza complessiva dei criteri posti a tutela degli investitori e del funzionamento del mercato.

Un ulteriore elemento di progresso, su cui tutti i soggetti intervenuti nel corso delle indagini hanno convenuto, rispetto alla normativa preesistente, è offerto dalla semplificazione della disciplina dell'istituto.

Il TUF ha provveduto, per un verso, a definire con chiarezza i profili strutturali dell'OPA in modo da ridurre i problemi interpretativi: in particolare, è stato ridotto il numero delle fattispecie di OPA e ne sono stati precisati presupposti applicativi ed effetti giuridici.

Per altro verso, al fine di garantirne la necessaria flessibilità, la disciplina del testo unico è stata formulata in modo da definire soltanto principi e regole essenziali della materia, rimettendo alla disciplina secondaria il compito di adottare disposizioni di dettaglio.

8.3. L'OPA obbligatoria.

Per quanto concerne specificamente l'OPA obbligatoria, si può osservare in via preliminare che la disciplina del TUF è sostanzialmente ispirata all'esperienza inglese. In pratica, nel modello del *City Code on Take-overs and Mergers*, già recepito dal legislatore francese, si fissa una soglia fissa, misurata in percentuale sulle azioni ordinarie, il cui superamento fa sorgere un obbligo legale di proporre l'acquisto di tutte le azioni ordinarie appartenenti ad altri soci.

Il disegno di politica economica sotteso alle regole adottate nel sistema inglese sembra corrispondere ad un assetto del mercato in cui prevalgono le cosiddette *public companies* nelle quali, essendo il capitale ripartito tra un elevato numero di azionisti, manca un socio di controllo o di riferimento.

Da più parti è stato, quindi, sostenuto che la trasposizione nel nostro Paese del modello richiamato senza una preventiva ed accurata valutazione della peculiarità del sistema proprietario vigente in Italia si è tradotta nella mancata diffusione della forma delle *public company* nel nostro paese.

I rappresentanti di ASSONIME, di Banca d'Italia e di alcune associazioni di intermediari (ASSOSIM e ASSOGESTIONI) hanno convenuto circa il fatto che l'adozione della disciplina dell'OPA avrebbe reso, sotto il profilo economico, il mercato dei capitali più efficiente, agevolando il trasferimento della proprietà delle società quotate ed offrendo le condizioni per una più efficace tutela degli azionisti di minoranza, nel caso di cambiamento del controllo.

È stato, inoltre, segnalato che la possibilità che una società costituisca oggetto di una OPA avrebbe l'effetto di indurre il management della medesima ad operare allo scopo di aumentarne la

redditività, in modo da « fidelizzare » gli azionisti per evitare che essi aderiscano ad un'eventuale offerta.

Secondo Borsa italiana S.p.A., la disciplina delle offerte pubbliche contenuta dal TUF avrebbe operato, in modo equilibrato, il contemperamento dell'interesse alla contendibilità del controllo delle imprese quotate con l'interesse degli azionisti di minoranza a partecipare alla ripartizione del premio di controllo. Alcuni dei soggetti auditi hanno, tuttavia, messo in rilievo l'esistenza di profili di criticità dell'attuale assetto normativo.

In primo luogo, come evidenziato da Borsa italiana S.p.A., la nuova disciplina non avrebbe favorito una effettiva riduzione del tasso di concentrazione della proprietà azionaria, il quale rimane nel nostro sistema su livelli assai elevati.

Tale osservazione sembrerebbe in effetti confermata dall'analisi dei dati e delle valutazioni riportate nella Relazione della CONSOB per l'anno 2001, precedentemente riportati, dai quali emerge che il tasso di concentrazione proprietaria del complesso delle società quotate italiane non avrebbe subito significative modifiche.

A fronte di tale concentrazione, la CONSOB ha sottolineato che il controvalore totale delle OPA su società quotate realizzate nel 2001, pari a 6,7 miliardi di euro, risulta sensibilmente inferiore a quello dei due anni precedenti (12,1 miliardi di euro), sebbene sia comunque superiore al controvalore medio dei sei anni precedenti all'entrata in vigore del TUF (1,2 miliardi di euro). Tale riduzione, rispetto al 1999-2000, sarebbe dovuta, secondo la CONSOB, soprattutto alla forte riduzione delle offerte preventive. Nel complesso, le offerte collegate al passaggio del controllo della società sono state nel 2001 pari a 9 contro le 13 del 2000. Va tuttavia considerato che il 2001 ha coinciso con l'avvio di una fase contrassegnata dalla riduzione complessiva della capitalizzazione, tradottasi nel ridimensionamento della capitalizzazione complessiva.

Un secondo fattore di criticità evidenziato da alcuni dei soggetti auditi (Borsa italiana) consisterebbe nella possibilità di acquistare il controllo di fatto di una società con il possesso di una quota azionaria inferiore al 30 per cento del capitale sociale, senza dover lanciare un'OPA. Tale evenienza, frustrando le aspettative degli investitori alla redistribuzione del premio di maggioranza, avrebbe l'effetto di scoraggiare l'afflusso di capitali al mercato azionario italiano.

Un terzo elemento di problematico sarebbe costituito dal fatto che, laddove per il raggiungimento del controllo è necessario superare il 30 per cento, i ricambi del controllo potrebbero risultare ostacolati dall'obbligo di un'OPA totalitaria che rende l'operazione particolarmente onerosa.

Un ulteriore fattore di criticità, evidenziato in particolare da Confindustria, consisterebbe nella mancata armonizzazione della normativa in materia di OPA a livello comunitario. Al riguardo, è stato segnalato che una accentuazione, nella disciplina interna, della contendibilità non risulterebbe allo stato attuale opportuno se non accompagnato dalla creazione di un *level-playing field* a livello europeo, che garantisca un livello di contendibilità analogo per le imprese stabilite in altri Stati membri.

Alcuni degli esperti intervenuti hanno sottolineato nella maggior parte dei casi di OPA registrate dopo l'entrata in vigore del TUF si sarebbe chiaramente evidenziato il fatto che non si sarebbe fatto ricorso all'istituto allo scopo di promuovere la contendibilità del controllo delle società quotate.

In particolare, è stato sostenuto (Gambino) che in diverse circostanze l'OPA si sarebbe addirittura dimostrata utile a stabilizzare situazioni di controllo già preesistenti, in via di fatto.

Anche ASSONIME ha rilevato che l'OPA obbligatoria, se per un verso rafforza la parità di trattamento tra gli azionisti, per altro verso potrebbe irrigidire il mercato del controllo, in quanto il rischio di dover corrispondere premi di maggioranza particolarmente onerosi aumenterebbe la riluttanza di possibili investitori a tentare l'acquisizione del controllo.

8.3.1. Aspetti problematici dell'OPA obbligatoria.

Soglia per l'offerta obbligatoria.

L'aspetto della disciplina del TUF su cui si sono concentrate, in primo luogo, le osservazioni dei soggetti auditi attiene proprio alla previsione dell'obbligo di OPA totalitaria obbligatoria una volta superata, a seguito di acquisti a titolo oneroso, la soglia del 30 per cento del capitale.

Merita, in proposito, rilevare che in linea generale, il valore ottimale della soglia non è determinabile *a priori*, ed in astratto, a prescindere dagli assetti proprietari riscontrabili in ciascun ordinamento. D'altra parte, qualunque sia la soglia adottata, si introduce, inevitabilmente, uno scalino al di sotto del quale i potenziali acquirenti potrebbero essere tanti da collocarsi per ridurre l'esborso totale richiesto per l'acquisto del controllo di una società.

Sul punto, già nel corso dell'esame parlamentare del TUF, era stato chiaramente prospettato il rischio che l'onerosità dell'impegno richiesto potesse indurre l'acquirente a mantenere la propria quota di partecipazione immediatamente al di sotto della misura stabilita, in modo da non incorrere nell'obbligo di promuovere l'offerta.

Alla luce di tali elementi, nel corso dell'indagine si è proceduto ad alcuni approfondimenti in ordine alla valutazione della congruità della soglia del 30 per cento rispetto agli obiettivi che si intendevano perseguire.

In proposito, nel corso dell'indagine sono emersi diversi orientamenti senza che, si prospettassero concrete proposte di modificazione della soglia indicata. Soltanto il prof. Marchetti si è pronunciato nel senso di una limitata revisione della misura della soglia che andrebbe collocata al 35 per cento.

I diversi soggetti intervenuti hanno concordato nell'escludere l'ipotesi di sostituire alla soglia quantitativamente fissa il riferimento ad una situazione di controllo di fatto (come avviene nell'ordinamento belga), in quanto si tratterebbe di una soluzione suscettibile di rendere incerto e indeterminato il presupposto di insorgenza dell'obbligo di offerta e di determinare, conseguentemente, maggiori oneri per

l'Autorità di vigilanza, nonché il rischio di un eccesso di discrezionalità e di crescita del contenzioso.

In particolare, come rilevato dai rappresentanti di ASSONIME, l'eliminazione della soglia, rimettendo all'Autorità di vigilanza il potere di stabilire i casi in cui l'OPA debba essere lanciata, aumenterebbe la condizione di precarietà in cui si troverebbero ad operare i soggetti interessati. In sostanza, in assenza di elementi certi quanto alle condizioni in presenza delle quali sussiste l'obbligo di promuovere una offerta totalitaria, gli operatori difficilmente si esporranno al rischio di assumere iniziative dirette all'acquisizione del controllo.

Pertanto, pur prospettandosi da più parti il rischio che la misura del 30 per cento possa indurre gli attuali proprietari a stabilire la quota di controllo immediatamente al di sotto di tale limite, si è registrato un orientamento largamente condiviso circa l'opportunità di mantenere la soglia presuntiva e fissa nella misura indicata dal TUF.

Nel corso delle audizioni è stata invece prospettata l'eventualità (Rossi) di una differenziazione delle soglie in considerazione del differente grado di capitalizzazione o di azionariato della società bersaglio.

Tale ipotesi, che pure sembrerebbe ispirata ad una ragionevole esigenza di flessibilità del dettato normativo rispetto alla varietà delle situazioni riscontrabili tra le società quotate quanto alle dimensioni patrimoniali e alla struttura del controllo, potrebbe tuttavia suscitare problemi di notevole rilievo. Infatti, la definizione di soglie differenziate potrebbe costituire un elemento distorsivo in ordine alle scelte delle imprese interessate per quanto concerne il livello di capitalizzazione e di apertura al mercato.

In conclusione, tenuto conto delle controindicazioni relative dall'attribuzione in materia di ampi poteri discrezionali all'autorità di vigilanza, si può senz'altro convenire sull'opportunità di mantenere la soglia nella misura fissata dal TUF.

Determinazione del prezzo dell'offerta.

Un secondo aspetto sul quale si sono concentrati gli interventi di alcuni dei soggetti intervenuti attiene alla definizione del prezzo da corrispondere in cambio dell'acquisizione di controllo.

Al riguardo, va evidenziato, in primo luogo, che in base alla disciplina del TUF, il prezzo di offerta non deve essere inferiore alla media aritmetica fra il prezzo medio ponderato di mercato dell'anno precedente il superamento della soglia e quello più elevato pattuito nello stesso periodo (o anche dopo, ma prima dell'offerta) dall'offerente per acquistare azioni ordinarie.

Alcuni dei soggetti intervenuti hanno tuttavia segnalato (Ferrari), che il riferimento al prezzo di mercato degli ultimi dodici mesi determinerebbe una eccessiva erraticità dell'importo da corrispondere. Infatti, qualora i mercati azionari si trovino in una fase di rialzo, il prezzo dell'OPA si avvarrebbe di un consistente sconto rispetto a quello in precedenza corrisposto per l'acquisto del pacchetto di controllo. Viceversa, in una fase discendente, il prezzo dell'OPA potrebbe risultare addirittura superiore a quello corrisposto per

l'acquisto del controllo. Alla luce di tali elementi, è stata ipotizzata la possibilità di assumere interamente l'esperienza inglese che prevede che all'OPA si debba applicare il prezzo più alto corrisposto per l'acquisto del controllo. Più in generale, sulla determinazione del prezzo si sono prospettate, anche sulla base delle esperienze straniere, due impostazioni contrapposte. La prima, riconducibile al modello inglese, afferma l'obbligo dell'offerente di corrispondere il prezzo più alto già pagato, in modo da tutelare adeguatamente e senza discriminazioni tutti gli azionisti di minoranza. La seconda sostiene che gli azionisti di minoranza avrebbero diritto a non veder peggiorata la loro situazione, rispetto a quella preesistente al momento del lancio dell'offerta. Conseguentemente, il premio dovrebbe coincidere con quello corrente sul mercato prima dell'aumento dell'offerta.

L'impostazione del TUF avrebbe il vantaggio di individuare una soluzione intermedia tra le due tesi: il prezzo di offerta, infatti, non deve essere inferiore alla media aritmetica fra il prezzo medio ponderato di mercato dell'anno precedente il superamento della soglia (sostanzialmente, in coerenza con la seconda teoria) e il prezzo più elevato pattuito nello stesso periodo dall'offerente per acquistare azioni ordinarie risulta (come richiesto dalla prima teoria).

Questa soluzione, se da una parte intende offrire adeguate garanzie agli azionisti di minoranza, dall'altra evita un costo finanziario eccessivo per chi intende acquistare il controllo della società, tale da pregiudicare le prospettive di sviluppo della società stessa.

In linea generale, la maggior parte dei soggetti intervenuti ha concordato sulla necessità di non rendere troppo oneroso il prezzo dell'OPA per evitare di ostacolare il ricambio del controllo societario, in contrasto con gli obiettivi generali dell'istituto.

In particolare, è stato evidenziato che (Marchetti) l'onerosità dell'OPA obbligatoria può costituire un deterrente per il soggetto che intenda acquisire il controllo di una società per finalità tipicamente imprenditoriali e non come forme di investimento meramente finanziario.

Rispetto alla disciplina dettata dal TUF e agli orientamenti prevalenti della dottrina un elemento di novità potrebbe derivare dall'approvazione della proposta di direttiva sull'OPA.

In base all'articolo 5 della proposta è considerato come un prezzo equo il prezzo massimo pagato per gli stessi titoli dall'offerente, o da persone che agiscono di concerto con lui, in un periodo compreso tra sei e dodici mesi precedente l'offerta prevista al paragrafo 1.

Gli Stati membri possono, peraltro, autorizzare le autorità di vigilanza a modificare il prezzo di cui al comma precedente in circostanze e secondo criteri chiaramente determinati. A tale scopo, elaborano un elenco di circostanze nelle quali il prezzo massimo può essere modificato, verso l'alto o verso il basso.

Le misure difensive.

Un terzo aspetto che ha costituito oggetto di attenzione attiene alle cosiddette misure difensive che la società bersaglio può adottare per contrastare un'offerta ostile.

Il TUF, sulla base del modello inglese, stabilisce il divieto di adozione di misure difensive contro un'offerta ostile da parte degli amministratori della società bersaglio senza la preventiva approvazione degli azionisti.

La disciplina adottata dal TUF costituisce un indubbio progresso rispetto alle disposizioni del precedente articolo 16 della legge n. 149 che imponeva una condizione di assoluta passività per la società bersaglio, alla quale era impedita qualsiasi l'adozione di misure difensive nei confronti di acquirenti non graditi.

Tali disposizioni erano state oggetto di critiche da parte della dottrina (Lener-Galante, Montalenti, Vella), la quale aveva segnalato, in primo luogo, come l'impostazione della legislazione italiana non trovasse riscontro negli altri ordinamenti europei, ponendo il nostro sistema economico in una posizione di indubbio svantaggio nel rispetto agli operatori stranieri. In secondo luogo, veniva posto in evidenza il rischio che le società, al fine di non trovarsi esposte ad iniziative ostili, decidessero di « blindarsi » ovvero di rinunciare alla quotazione.

Con più specifico riferimento alla formulazione delle disposizioni di cui all'articolo 104, va osservato, in primo luogo, che esse non contengono una puntuale elencazione delle categorie di misure difensive vietate, riconoscendo agli amministratori un'ampia libertà di azione, limitata soltanto da un criterio di ordine teleologico (l'assenza di eventuali pregiudizi per l'esito dell'OPA), per cui gli stessi amministratori devono assumersi la responsabilità di identificare gli atti e le operazioni per i quali sia necessaria l'autorizzazione assembleare. L'adozione di questo criterio risponde all'esigenza di vincolare i comportamenti degli amministratori nella misura effettivamente necessaria al perseguimento dell'unica finalità che giustifica la *passivity rule*, quella di non frustrare le aspettative dell'offerente e non penalizzare l'interesse dei soci a trarre vantaggio dall'offerta).

Sebbene parte della dottrina (Lisanti) abbia criticato questa soluzione in quanto suscettibile di determinare il rischio di incertezza, sussistendo fattispecie la cui soggezione al divieto sarebbe dubbia, occorre considerare che una puntuale definizione in via legislativa dei comportamenti contrastanti con l'obiettivo dell'OPA non appare agevole. Anche negli ordinamenti che pure prevedono una elencazione delle misure considerate potenzialmente contrastanti con l'offerta, come nel caso del *City Code on Take-over and Mergers* inglese, tale elencazione non è affatto esaustiva e si riconosce comunque all'autorità di controllo un compito di verifica. Sullo stesso piano si pone l'ordinamento francese che attribuisce agli organi di vigilanza un potere conoscitivo e di valutazione in ordine a tutti gli atti di gestione straordinaria posti in essere dalla società *target* durante lo svolgimento dell'offerta. In sostanza, negli ordinamenti comparabili a quello italiano all'autorità di vigilanza viene rimesso un compito di valutazione, nei casi di incertezza, della opportunità di richiedere l'autorizzazione assembleare. Nel caso italiano, si riconosce alla CONSOB la possibilità di intervenire nell'esercizio della sua attività di vigilanza sui criteri di correttezza che devono ispirare i comportamenti di tutti i soggetti interessati all'offerta.

L'utilizzo di una clausola generale per vincolare il comportamento degli amministratori non ha finora creato, nelle prime esperienze applicative della nuova disciplina, rilevanti problemi.

I soggetti intervenuti hanno ritenuto che la scelta di subordinare le misure difensive all'autorizzazione dell'assemblea appare in sé condivisibile, in quanto consente alla società di resistere all'offerta, proteggendo al tempo stesso gli azionisti dal rischio di comportamenti ostruzionistici degli amministratori.

Alcuni dei soggetti auditi hanno rilevato, tuttavia, che dall'esperienza applicativa emergerebbe qualche problema di natura procedurale relativo al funzionamento delle assemblee che, ostacolando l'effettiva possibilità della società bersaglio di difendersi, sbilancerebbero l'equilibrio del sistema a favore dell'offerente. In particolare, ASSONIME ha evidenziato che le poche assemblee convocate dagli amministratori delle società bersaglio per deliberare le misure difensive sarebbero andate deserte. Per garantire il corretto funzionamento dell'articolo 104 sarebbe, pertanto, necessario agevolare la partecipazione degli azionisti intervenendo non tanto sulla disciplina dell'OPA ma su quella relativa alle deleghe di voto e al voto per corrispondenza.

Il punto che ha costituito oggetto di maggiore attenzione attiene alla decorrenza della regola di passività, posto che il legislatore che non ha individuato con certezza il momento nel quale scatta l'obbligo di avviare le procedure di cui all'articolo 104, a differenza dell'articolo 16 della legge n. 149/1992, che faceva decorrere i divieti previsti dalla data di pubblicazione del prospetto.

La mancata indicazione del termine ha dato luogo, come è noto, ad incertezze e controversie interpretative.

In particolare, la CONSOB ritenne inizialmente che il periodo di offerta e la conseguente vigenza della regola di passività sia delle regole di trasparenza e correttezza dovessero decorrere dalla prima comunicazione al mercato, anche se anteriore rispetto alla presentazione del prospetto.

In seguito a sentenze avverse del giudice amministrativo, l'autorità di vigilanza ha modificato il proprio regolamento individuando il termine iniziale nel momento della presentazione alla stessa di un documento di offerta completo.

Per effetto di tale previsione, può quindi trascorrere anche un certo lasso di tempo prima che un OPA sostanzialmente decisa sia comunicata al mercato.

I soggetti intervenuti hanno espresso al riguardo posizioni contrastanti.

Da alcuni (Borsa italiana, Ferrarini, Lener, CONSOB) è stato rilevato che la prima soluzione adottata dalla Consob appariva preferibile, sotto il profilo della certezza e della trasparenza informativa, nonché ai fini di un equilibrato contemperamento degli interessi in gioco.

La disciplina attuale consentirebbe, infatti, nell'imminenza di un'OPA e per periodi che possono essere non brevissimi, ad alcuni investitori meglio informati di avvantaggiarsi rispetto agli altri operatori; allo stesso tempo, si offrirebbe agli amministratori della società bersaglio, la possibilità di assumere direttamente alcune contromisure, eludendo così lo scopo della *passivity rule* (Ferrarini).

La normativa vigente non assicurerebbe, inoltre, un'informazione tempestiva e completa degli azionisti, potendo il documento di offerta contenere informazioni carenti. In effetti, nella prassi applicativa, i documenti di offerta consegnati avrebbero un contenuto stringato, risultando estremamente simili alle comunicazioni iniziali sufficientemente chiare e precise del precedente testo regolamentare.

È stato conseguentemente auspicato, mediante il ripristino della previsione regolamentare soppressa (Borsa) ovvero una apposita modifica al TUF (Ferrarini), l'individuazione del termine *a quo* della regola di passività nella effettuazione della prima comunicazione o comunque un chiarimento del termine di decorrenza da parte del legislatore (Consob).

Altri soggetti intervenuti hanno assunto posizioni più favorevoli alla soluzione adottata dalla Consob più recentemente. Al riguardo, è stato osservato (Gambino) che l'attuale previsione regolamentare, risulterebbe sostanzialmente condivisibile, pur richiedendo alcuni chiarimenti. In particolare, dovrebbero essere precisate con maggiore dettaglio le informazioni che devono essere rese note affinché scatti l'obbligo di astensione ed indicato un termine ragionevole entro cui l'OPA deve essere lanciata a pena di decadenza dell'obbligo di astensione.

Infine, alcuni dei soggetti intervenuti (Marchetti, Confindustria), nel rilevare che la disciplina legislativa e regolamentare vigente, anche dopo le modifiche successive alle pronunce del giudice amministrativo, renderebbe eccessivamente complicato, soprattutto sotto il profilo procedurale, l'effettivo esercizio dei poteri difensivi, hanno posto in evidenza l'opportunità di un intervento normativo modificativo.

In particolare, dovrebbe essere meglio chiarito il termine per la decorrenza della regola di passività e andrebbero introdotte precise indicazioni sul periodo che può intercorrere tra la trasmissione del prospetto alla Consob e l'inizio dell'offerta sul mercato, al fine di impedire che l'offerente possa ritardare strumentalmente quest'ultimo termine in modo da prolungare il periodo di passività della società bersaglio.

Le differenti posizioni sopra richiamate sembrano accomunate dalla esigenza condivisa di un intervento, preferibilmente a livello legislativo, che determini con maggiore precisione il termine di decorrenza della *passivity rule*.

L'attuale previsione regolamentare, modificata dalla Consob in seguito all'intervento del giudice amministrativo, sembra costituire, in effetti, una soluzione di compromesso di carattere provvisorio.

Andrebbe, al riguardo, valutata attentamente la possibilità di una apposita modifica al TUF che, al fine di eliminare ogni possibile incertezza interpretativa, provveda all'individuazione del termine *a quo* della regola di passività nella comunicazione della formale decisione dell'organo amministrativo della società interessata di lanciare un'offerta, escludendo la rilevanza della mera preparazione e studio dell'offerta stessa.

Questa soluzione sembra compatibile con l'ampia discrezionalità rimessa agli Stati membri dal testo della proposta di direttiva comunitaria sull'OPA attualmente in discussione. La proposta, infatti, stabilisce che la regola di passività decorra « almeno a partire

dal momento in cui l'organo di amministrazione della società emittente riceve le informazioni sull'offerta », e fa salva, tuttavia, la facoltà di ciascuno Stato di anticipare tale momento, « ad esempio a partire da quando l'organo di amministrazione della società emittente è a conoscenza dell'imminenza dell'offerta ».

Acquisto di concerto.

La normativa in materia di acquisti di concerto di cui all'articolo 109 del TUF è ispirata dall'obiettivo di evitare che le regole in materia di offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie fondate sul superamento delle soglie del 30 per cento e del 90 per cento non vengano eluse frammentando le acquisizioni delle partecipazioni fra una molteplicità di soggetti, giuridicamente distinti ma economicamente coordinati in un disegno unitario.

La disciplina dell'azione di concerto, come rilevato nel corso dell'audizione dei rappresentanti della Banca d'Italia, riveste una fondamentale importanza ai fini della effettiva applicazione dell'OPA in un mercato, quale quello italiano, caratterizzato da assetti di controllo di tipo « coalizionale ».

Il testo dell'articolo 109 indica quattro ipotesi tipiche di azione di concerto, che si configurano, rispettivamente, nel caso in cui i soggetti di seguito indicati vengano a detenere, a seguito di acquisti a titolo oneroso effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore alle predette soglie: gli aderenti a patti parasociali, anche nulli, un soggetto e le società da esso controllate, società sottoposte a comune controllo, una società e i suoi amministratori o direttori generali. In presenza di una di tali fattispecie, sorge un'obbligazione solidale di presentare un'offerta, che, in base ad accordi interni alla coalizione, può essere adempiuta da uno solo o da alcuni dei partecipanti al concerto.

La disciplina dell'articolo 109, introducendo una presunzione assoluta di azione concordata nelle ipotesi sopra richiamate, è ispirata principalmente dall'esigenza di certezza; si evita, conseguentemente, di rimettere alla Consob il compito di compiere caso per caso i complessi accertamenti in merito alla sussistenza del concerto.

Al riguardo, va ricordato che nello schema di decreto legislativo si contemplava una formula generica per la definizione dell'azione di concerto, richiedendosi a tal fine non necessariamente l'esistenza di un accordo delle parti, ma anche il semplice fatto che queste agissero consapevolmente in modo coordinato. Accanto a tale clausola generale il testo individuava alcune presunzioni legali di concerto.

Questo assetto era ispirato al modello britannico (in parte recepito anche nel sistema francese) secondo il quale si ha il concerto in ogni caso in cui due o più persone, in base ad un accordo o altra intesa formale o informale cooperino attivamente, mediante l'acquisto da parte di uno di essi delle azioni di una società, al fine di acquisire o consolidare il controllo della medesima società.

La formulazione originaria dello schema di D.Lgs. venne ritenuta ambigua nel corso dell'esame parlamentare, manifestandosi l'esigenza che il concerto fosse desunto dall'esistenza di patti parasociali, anche

nulli. Tale soluzione è, appunto, confluita nell'attuale articolo 109 del testo unico.

Nel corso dell'indagine è emerso, tuttavia, (ASSONIME) come la disciplina attuale non abbia in realtà evitato l'insorgenza di dubbi interpretativi, per quanto attiene in particolare all'accertamento dell'esistenza di un patto parasociale anche nullo.

Al riguardo, ASSONIME ha evidenziato che l'articolo 109 non definirebbe la fattispecie dell'azione di concerto ma si limiterebbe ad individuare i soggetti che, trovandosi in una certa condizione, sarebbero da considerarsi « in concerto ».

In particolare, il riferimento all'adesione a patti parasociali anche nulli sarebbe troppo ampio e indeterminato, anche alla luce del fatto che tali patti possono essere stipulati in qualunque forma.

Secondo ASSONIME e Confindustria sarebbe, pertanto, necessario introdurre, almeno in via di applicazione e interpretazione della norma, parametri oggettivi che consentano di distinguere i comportamenti casualmente convergenti dalla azione di concerto vera e propria, quali quelli sviluppati dalla giurisprudenza comunitaria con riferimento alle « pratiche concordate » nel settore della concorrenza. Secondo la Corte di giustizia, infatti, una pratica concordata è individuabile solo laddove i comportamenti delle parti « costituiscano un complesso di indizi seri, precisi e concordanti di una previa concertazione ».

Tale soluzione è stata sostanzialmente condivisa da alcuni degli esperti intervenuti. In particolare, è stata rilevata (Marchetti, Gambino) l'opportunità che, attraverso una apposita norma regolamentare, si specifichi che l'accertamento del concerto, anche attraverso la verifica di patti parasociali tipici, debba fondarsi su fatti che costituiscano presunzioni gravi, precise e concordanti.

Il prof. Lener, invece, rilevando che il concerto non si presta ad una definizione e va verificato nei casi concreti, ha suggerito, piuttosto che la fissazione di parametri oggettivi, l'introduzione a livello regolamentare di ulteriori presunzioni che possa guidare l'organo di vigilanza.

Il prof. Ferrarini (e in termini sostanzialmente analoghi Borsa italiana) ha proposto, infine, un ritorno alla previsione originaria dello schema di D.Lgs., la quale conteneva una formulazione che, prescindendo dalla natura parasociale dell'azione di concerto, pur essendo più generica ma, al tempo stesso, risulterebbe di più immediata applicazione alla realtà del fenomeno. Al riguardo, il prof. Ferrarini ha osservato che l'attuale articolo 109 non avrebbe in realtà circoscritto l'ambito dell'azione di concerto e consentirebbe di configurare il concerto persino in presenza di collusioni tacite, ossia di conoscenza e volontà delle parti di coordinarsi non espressa nella forma di accordo.

Secondo il prof. Ferrarini, sarebbe inoltre necessario rafforzare, mediante le opportune modifiche al TUF, i poteri di accertamento e di ispezione della CONSOB relativi all'azione di concerto, avendo l'esperienza applicativa dimostrato appunto che la CONSOB è sfornita di adeguati strumenti di indagine.

Alla luce delle considerazioni formulate nel corso dell'indagine, emerge che la disciplina dell'acquisto di concerto postula, da una

parte, l'adozione di formulazioni sufficientemente ampie che, anche attraverso l'attività di interpretazione dell'autorità di vigilanza, non lascino spazio a pratiche elusive, e, dall'altra, la definizione di criteri e parametri che consentano di predefinire l'ambito di applicazione della disciplina in parola, in modo da contenere i costi derivanti dall'obbligo di OPA e l'incertezza per gli operatori.

La disciplina introdotta dal TUF ha appunto tentato di individuare un punto di equilibrio tra le due esigenze, mediante un sistema di presunzioni legali definite, tuttavia, in termini non eccessivamente restrittivi.

Tenuto conto delle incertezze interpretative determinate dalla disciplina vigente, segnatamente con riferimento alla individuazione dei patti parasociali nulli, non sembra, in linea di principio, infondata la proposta di valutare l'opportunità di interventi correttivi di natura normativa che consentano, con maggiore certezza, di distinguere i comportamenti meramente casuali dalle condotte effettivamente colusive.

D'altro canto, non deve trascurarsi il rischio che con la definizione delle fattispecie previste dall'articolo 109 in termini più puntuali e dettagliati si irrigidisca eccessivamente la previsione normativa, favorendo involontariamente comportamenti elusivi della disciplina dell'OPA obbligatoria.

Appare, quindi, meritevole di approfondimento l'ipotesi di individuare, preferibilmente mediante una apposita previsione regolamentare, criteri e parametri di natura oggettiva per l'individuazione delle ipotesi concrete di concerto mediante patti parasociali. Il richiamo, operato da alcuni dei soggetti intervenuti, alla giurisprudenza comunitaria in materia di pratiche concordate, sembra al riguardo di estremo interesse. La previsione per cui l'azione di concerto presuppone l'esistenza di indizi seri, precisi e concordanti di una previa concertazione, costituirebbe, infatti, un canone interpretativo generale che assicurerebbe, al tempo stesso, il mantenimento nella normativa vigente del necessario grado di flessibilità alla normativa e una maggiore certezza e coerenza dell'attività applicativa.

Le offerte obbligatorie su società partecipate a catena.

La disciplina dell'OPA sulle società partecipate a catena (c.d. OPA a cascata) è stata introdotta dal TUF in considerazione della diffusa presenza nel sistema italiano di catene societarie; si tratta, in sostanza, di strutture piramidali in grado di assicurarsi il controllo di società sottostanti mediante un limitato investimento. A tal fine, può risultare utile anche l'emissione di azioni di risparmio prive del diritto di voto, che consentono al soggetto dominante di raccogliere mezzi finanziari senza perdere il controllo della catena.

Si può, peraltro, osservare che se il sistema delle catene societarie, spesso abbinato alla stipulazione di patti di sindacato, costituisce una caratteristica peculiare dell'esperienza italiana, visto che in altri ordinamenti l'obiettivo del conseguimento e del mantenimento del controllo mediante quote minoritarie di capitale viene ottenuto attraverso modalità differenti, quali le azioni con diritti speciali o a

voto plurimo. Tali istituti, come evidenziato da Borsa italiana, risultano sgraditi al mercato non meno dei gruppi piramidali in quanto pregiudicano la contendibilità del controllo delle imprese quotate.

Nel corso dell'indagine sono state formulate osservazioni critiche in merito al sistema di controllo piramidale. In particolare, Borsa italiana ha sottolineato che il fenomeno delle catene societarie, mediante un'impropria moltiplicazione di entità giuridiche distinte in cui si articola una realtà imprenditoriale sostanzialmente unitaria, non agevolerebbe l'efficienza del mercato dei capitali e della *governance*. Nel gruppo piramidale, infatti, non sempre sarebbe definibile l'autonomia funzionale delle diverse società, con conseguente aumento dei conflitti potenziali di interesse e assenza di trasparenza sulla distribuzione del valore all'interno della catena. Ne potrebbero derivare difficoltà nella valutazione dei titoli emessi dalle società del gruppo e una crescente diffidenza degli investitori, soprattutto esteri, tali da tradursi in un ostacolo considerevole allo sviluppo dei mercati finanziari italiani.

Secondo Borsa italiana, il fenomeno delle catene assumerebbe un carattere particolarmente preoccupante nel caso delle c.d. « scatole cinesi », che si caratterizzano per il fatto che l'attivo patrimoniale o i ricavi di una società quotata sono rappresentati in misura prevalente dalla partecipazione in altra società quotata. Tale fattispecie presenterebbe, oltre agli inconvenienti sopra menzionati, anche il rischio di un incremento artificioso delle opportunità di investimento offerte dal mercato, di un maggiore ostacolo al ricambio del controllo, nonché di una duplicazione dei corsi azionari.

La Borsa Spa ha escluso la possibilità di ammettere a quotazione le società che si configurano quale « scatole cinesi » e ha comunicato di avere allo studio ulteriori regole restrittive al riguardo, tra l'altro mediante la previsione della revoca dalla quotazione delle società che assumessero volontariamente tale configurazione.

Analoghe misure sono state adottate nel Regno Unito dal *City Code* (nota 7 della rule 9.1.) e in Francia dal *Règlement du Conseil des Marchés Financiers*.

L'istituto dell'OPA a cascata è stato introdotto appunto al fine di far emergere, al momento della proposizione dell'offerta, la struttura piramidale del controllo.

In particolare, l'articolo 106, comma 3, lett. a) del TUF ha rimesso al potere regolamentare della Consob la disciplina dei casi in cui la partecipazione in una società quotata superiore alla soglia del 30 per cento, prevista per l'OPA obbligatoria, non è acquistata direttamente, bensì mediante una partecipazione ad una società controllante interposta, quotata o non.

La normativa regolamentare adottata dalla Consob (regolamento 11971/1999) ha chiarito che si ha acquisto indiretto di una partecipazione oltre la soglia del 30 per cento in una società quotata (a valle) quando si acquista, anche di concerto con altri soggetti, una partecipazione superiore al 30 per cento in un'altra società quotata (a monte), oppure il controllo di una società non quotata (a monte) e sommando le azioni della società quotata a valle che si trovano nel portafoglio della società interposta con quelle eventualmente già