

UNIVERSITÀ COMMERCIALE LUIGI BOCCONI

DOTTORATO IN DIRITTO DELL'IMPRESA

XXI CICLO

LA DISCIPLINA DELLE OFFERTE PUBBLICHE D'ACQUISTO

ED IL PRINCIPIO DI RECIPROCIÀ

Tesi di dottorato di:

GUIDO CAVALIERE

Tutor:

Ch.mo Prof. **MARCO VENTORUZZO**

Il sottoscritto **Cavaliere Guido**

Matricola: 1094960

Titolo della tesi: *La disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto ed il principio di reciprocità*

Dottorato di ricerca in Diritto dell'Impresa

XXI Ciclo

Tutor: Prof. Marco Ventoruzzo

Anno di discussione: 2010

DICHIARA

sotto la sua responsabilità di essere a conoscenza:

1) che, ai sensi del D.P.R. 28.12.2000, N. 445, le dichiarazioni mendaci, la falsità negli atti e l'uso di atti falsi sono puniti ai sensi del codice penale e delle Leggi speciali in materia, e che nel caso ricorressero dette ipotesi, decade fin dall'inizio e senza necessità di nessuna formalità dai benefici previsti dalla presente declaratoria e da quella sull'embargo;

2) che l'Università ha l'obbligo, ai sensi dell'art. 6, comma 11, del Decreto Ministeriale 30 aprile 1999 prot. n. 224/1999, di curare il deposito di copia della tesi finale presso le Biblioteche Nazionali Centrali di Roma e Firenze, dove sarà consentita la consultabilità, fatto salvo l'eventuale embargo legato alla necessità di tutelare i diritti di enti esterni terzi e di sfruttamento industriale/commerciale dei contenuti della tesi;

3) che il Servizio Biblioteca Bocconi archiverà la tesi nel proprio Archivio istituzionale ad Accesso Aperto e che consentirà unicamente la consultabilità on-line del testo completo (fatto salvo l'eventuale embargo);

4) che per l'archiviazione presso la Biblioteca Bocconi, l'Università richiede che la tesi sia consegnata dal dottorando alla Società NORMADEC (operante in nome e per conto dell'Università) tramite procedura on-line con contenuto non modificabile e che la Società Normadec indicherà in ogni piè di pagina le seguenti informazioni:

- tesi di dottorato: *La disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto ed il principio di reciprocità*;
- di Cavaliere Guido;
- discussa presso l'Università commerciale Luigi Bocconi – Milano nell'anno 2010;
- La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche). Sono comunque fatti salvi i diritti dell'Università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte;

5) che la copia della tesi depositata presso la NORMADEC tramite procedura on-line è del tutto identica a quelle consegnate/inviata ai Commissari e a qualsiasi altra copia depositata negli Uffici dell'Ateneo in forma cartacea o digitale e che di conseguenza va esclusa qualsiasi

responsabilità dell'Ateneo stesso per quanto riguarda eventuali errori, imprecisioni o omissioni nei contenuti della tesi;

6) che il contenuto e l'organizzazione della tesi è opera originale realizzata dal sottoscritto e non compromette in alcun modo i diritti di terzi (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche), ivi compresi quelli relativi alla sicurezza dei dati personali; che pertanto l'Università è in ogni caso esente da responsabilità di qualsivoglia natura, civile, amministrativa o penale e sarà dal sottoscritto tenuta indenne da qualsiasi richiesta o rivendicazione da parte di terzi;

7) che la tesi di dottorato non è il risultato di attività rientranti nella normativa sulla proprietà industriale, non è stata prodotta nell'ambito di progetti finanziati da soggetti pubblici o privati con vincoli alla divulgazione dei risultati; non è oggetto di eventuali registrazioni di tipo brevettale o di tutela, e quindi non è soggetta a embargo.

Data 28 gennaio 2010

F.to Guido Cavaliere

INDICE

Premessa	p. 1
----------------	------

Introduzione. Una panoramica della regolamentazione delle offerte pubbliche d'acquisto in Europa e negli Stati Uniti

1. <i>Cross-Border Takeovers</i> nell'ultimo decennio, protezionismo ed effetti della crisi economica mondiale	p. 3
2. La regolamentazione delle offerte pubbliche d'acquisto: due modelli contrapposti.....	p. 10
3. La regolamentazione delle opa negli Stati Uniti.....	p. 19
4. La regolamentazione delle opa in Europa e il percorso verso l'approvazione della XIII direttiva.	p. 31

Capitolo I - La disciplina delle opa nell'ordinamento italiano: diritto applicabile, difese e regola di neutralizzazione

1. Premessa: il processo di modifica del Testo Unico all'indomani dell'approvazione della tredicesima direttiva	p. 39
2. Legge applicabile e competenza della Consob.....	p. 45
3. Le misure anti-difese nella nuova disciplina del Testo Unico	p. 53

Capitolo II - Il Principio di reciprocità nell'ordinamento italiano ed internazionale

1. Premessa. Definizione del concetto di reciprocità.....	p. 75
2. La reciprocità nell'ordinamento italiano.....	p. 77
3. La reciprocità nell'ordinamento internazionale.....	p. 82
4. Il ruolo della reciprocità nel diritto internazionale	p. 87

Capitolo III - La clausola di reciprocità nel Testo Unico della Finanza

1. Quadro normativo di riferimento	p. 101
2. Alcune questioni circa la compatibilità della clausola di reciprocità con la Direttiva e con i principi generali dell'ordinamento internazionale e comunitario.....	p. 106
3. Ambito di applicazione della norma: alcuni problemi interpretativi.....	p. 111
4. Presupposti per l'applicazione della reciprocità: le disposizioni equivalenti.....	p. 116
5. La deliberazione assembleare.....	p. 125

Capitolo IV - L'attuazione della *reciprocity rule* negli altri ordinamenti

1. L'attuazione della Direttiva in Europa.....	p. 129
2. Misure difensive e reciprocità in Francia.....	p. 130
3. Misure difensive e reciprocità in Germania	p. 134
4. Misure difensive e reciprocità nel Regno Unito	p. 139
Conclusioni.....	p. 145
Bibliografia.....	p. 153

Premessa

Negli ultimi trent'anni, da quando Martin Lipton pubblicò il famoso saggio "*Takeover Bids in the Target's Boardroom*", le offerte pubbliche d'acquisto hanno rappresentato uno degli argomenti preferiti della letteratura giuridica nordamericana. Più recentemente anche in Europa, a seguito della creazione del mercato unico e dell'introduzione dell'euro, l'attenzione degli studiosi e degli operatori ha iniziato a concentrarsi su tale fenomeno. In particolare, l'approvazione della tredicesima direttiva sulle offerte pubbliche d'acquisto nell'aprile del 2004 da parte del Parlamento Europeo, dopo oltre dieci anni di discussioni e rinvii, ha posto le basi per la creazione di una regolamentazione uniforme nel territorio dell'Unione Europea. Nell'ambito della disciplina delle misure difensive, uno degli aspetti più discussi e innovativi della direttiva è rappresentato dal principio di reciprocità, contenuto all'art. 12 della direttiva, in base al quale ad un emittente che sia oggetto di un'offerta pubblica d'acquisto è consentito disapplicare le norme anti-difese (regola di passività e regola di neutralizzazione), se previste dalla legge o dallo statuto, qualora l'offerente non sia a sua volta sottoposto alle stesse norme. Nel presente lavoro, dopo una breve introduzione sulle principali differenze tra il sistema statunitense e il modello proposto dalla direttiva europea, e dopo aver illustrato, nel primo capitolo, le principali novità apportate alla disciplina delle misure difensive in Italia con il recepimento della direttiva, si procederà ad esaminare la funzione e gli effetti della clausola di reciprocità nella regolamentazione delle offerte pubbliche d'acquisto. In particolare, il secondo capitolo è dedicato ai precedenti del principio di reciprocità nell'ordinamento interno ed internazionale e contiene anche un'analisi matematica del funzionamento del principio di reciprocità nel diritto internazionale, nel terzo capitolo si concentrerà l'attenzione sulla clausola di reciprocità contenuta all'art. 104-ter del Testo Unico della Finanza, mentre l'ultimo capitolo contiene una descrizione delle modalità di recepimento del principio di reciprocità nei principali ordinamenti europei. Seguono, infine, alcune considerazioni conclusive sulle principali problematiche connesse alla regola di reciprocità.

INTRODUZIONE. UNA PANORAMICA DELLA REGOLAMENTAZIONE DELLE OFFERTE PUBBLICHE D'ACQUISTO IN EUROPA E NEGLI STATI UNITI

1. *CROSS-BORDER TAKEOVERS* NELL'ULTIMO DECENNIO ED EFFETTI DELLA CRISI ECONOMICA MONDIALE. - 2. LA REGOLAMENTAZIONE DELLE OFFERTE PUBBLICHE D'ACQUISTO: DUE MODELLI CONTRAPPOSTI. - 3. LA REGOLAMENTAZIONE DELLE OPA NEGLI STATI UNITI. - 4. LA REGOLAMENTAZIONE DELLE OPA IN EUROPA E IL PERCORSO VERSO L'APPROVAZIONE DELLA XIII DIRETTIVA.

1. Introduzione: Cross-Border Takeovers nell'ultimo decennio ed effetti della crisi economica mondiale

Sin dalla fine degli anni novanta l'evoluzione della tipologia degli scambi, la creazione di un mercato globale e l'estensione del mercato di riferimento delle imprese hanno indotto un gran numero di società che inizialmente operavano solo nei rispettivi mercati domestici ad espandere le proprie attività anche al di fuori dei confini nazionali, per non venire schiacciati dalla competizione delle imprese multinazionali; contestualmente ha, quindi, avuto luogo un rapido incremento dei processi di integrazione esterna, principalmente attraverso operazioni di acquisizione *cross-border*: tali operazioni consentono, infatti, una rapida riallocazione sul territorio delle risorse, sia in termini di capitali sia di tecnologie, beni e servizi, senza trascurare i vantaggi connessi all'integrazione delle imprese all'interno di un *network* internazionale ⁽¹⁾. L'importanza

⁽¹⁾ Per una analisi pratica delle ragioni economiche sottostanti le operazioni di fusione ed acquisizione si veda L. BENFRATELLO, *Determinanti ed effetti delle fusioni ed acquisizioni: un'analisi sulla base delle notifiche alle autorità antitrust*, in *L'Industria*, XXII (3), pp. 469-500, articolo reperibile anche sul sito <http://web.econ.unito.it/benfra/industria.pdf>; inoltre H.M. ZADEMACH – A. RODRIGUEZ POSE, *Cross Border Merger and Acquisitions and the Changing Economic Geography of Europe*, Working Paper Series, Economics and Social Sciences, no. 19, 2007. Oltre alle ragioni di natura logistica, una delle principali motivazioni che spinge le imprese a crescere esternamente consiste nell'opportunità di ottenere maggiori profitti attraverso una riduzione dei costi (economie di scala) ovvero da un aumento della quota di mercato: ciò nonostante le evidenze empiriche hanno dimostrato che nella gran parte delle aggregazioni non si raggiungano gli obiettivi prefissati in termini di creazione di valore. In proposito esiste una vasta letteratura che ha individuato soluzioni diverse circa le ragioni delle operazioni di acquisizione: in particolare, secondo Roberta Romano, possono individuarsi due tipologie principali: le operazioni che massimizzano il valore e le operazioni che non massimizzano il valore; alla prima tipologia appartengono le già citate le operazioni effettuate in presenza di sinergie industriali, nonché le acquisizioni di imprese sottostimate dal mercato a causa dell'inefficienza della gestione (si veda R. ROMANO, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, 9 *Yale Journal on Regulation*, 1992, p. 119 ss.); in tal caso infatti, come evidenziato da Manne (si veda H. MANNE, *Mergers and the market for corporate control*, in *Journal of Political Economy*, vol. 73, 1965, pp. 110-120), il nuovo acquirente ritiene di poter creare maggior valore rispetto alla gestione attuale; tale teoria presuppone che il mercato sia efficiente nella formazione dei prezzi di borsa delle società, tuttavia tale

nell'economia mondiale delle operazioni di aggregazione transfrontaliere è stata sottolineata dalla stampa specializzata, ed infatti i grandi processi di aggregazione *cross-border* hanno rappresentato uno fra gli argomenti più ricorrenti delle cronache finanziarie di tutto il mondo: quasi quotidianamente i giornali dedicavano ampio spazio alla descrizione dei retroscena delle operazioni e a riportare i commenti entusiasti dei protagonisti dell'ultima scalata, mentre le statistiche del “*Merger & Acquisitions*” venivano costantemente aggiornate con le nuove operazioni di acquisizione realizzate ⁽²⁾. Nonostante oggi tali articoli sembrano appartenere ad un passato

assunzione viene oggi criticata da numerosi autori (cfr. L. A. STOUT, *The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance*, 28 *Journal of Corporation Law*, 2003, p. 635-69; e ID, *Share Price as Poor Criterion For Good Corporate Law*, 3 *Berkeley Business Law Journal*, 2005, p. 43-58). Le operazioni che non massimizzano il valore sarebbero, invece, dettate da ragioni strategiche (diversificazione del *business*) ovvero secondo una ulteriore interpretazione, al fine di estrarre benefici privati - tipicamente nel caso del management l'interesse è quello di massimizzare la propria utilità personale, come ad esempio gestire un gruppo di maggiori dimensioni al fine di accrescere il proprio prestigio personale (cfr. R. MARRIS, *The economic theory of managerial capitalism*, Londra, 1964). Più diffusamente nella letteratura economica sulle operazioni di *merger and acquisitions* si rinvia a O. WILLIAMSON, *Economies as an antitrust defense: the welfare trade-offs*, in *American Economic Review*, vol. 58, n° 1, 1968, pp. 18-36. Sulla evoluzione del commercio internazionale e sui processi di globalizzazione si veda WTO, *Trading into the future*, 1999; inoltre, T. FRIEDMAN *The Lexus and the Olive Tree*, New York, 1999; N. KANG – S. JOHANSSON, *Cross Border Merger and Acquisitions: Their Role in Industrial Globalization*, OECD, Working Paper 2000; J. STIGLITZ, *Globalization and Its Discontents*, 2002; UN, *World Investment Report 2000, Cross Border Merger and Acquisitions and Development*, UN, New York, 2000. Per alcuni commenti sulle operazioni di “*merger and acquisitions*” nel mercato europeo si veda anche l'articolo di M. VENTORUZZO, *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends*, in 41 *Texas Int'l Law Journal*, 2006, pp. 171- 221, pubblicato anche in *Corporate Practice Commentator*, vol. 48 No. 4, 2007, a cura di R. B. Thompson, e in F. A. Gevurtz, *Global Issues in Corporate Law*, West, 2006; inoltre M. GOERGEN – L. RENNEBOOG, *Shareholder Wealth Effect of European Domestic and Cross Border Takeover Bids*, ECGI, Finance Working Paper no. 8, 2003; M. MARTYNOVA - L. RENNEBOOG, *Merger and Acquisitions in Europe*, ECGI, Finance Working Paper no. 114, 2006.

(2) Se si osservano le stime dell' OECD riportate in HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Takeover Bids*, 2002, p.80, relative al periodo tra il 1995 ed il 1999, si rileva che il valore delle operazioni di acquisizione transfrontaliere in Europa e Stati Uniti era aumentato di quasi cinque volte. In particolare il valore delle operazioni di acquisizione transfrontaliere avente ad oggetto una società residente in Europa è passato da circa 86 milioni di dollari nel 1995 a circa 390 milioni di dollari nel 1999, mentre il valore delle operazioni in cui l'acquirente era una società europea è passato da circa 93 milioni di dollari a circa 553 milioni di dollari; il valore delle operazioni aventi ad oggetto una società residente negli Stati è passato da circa 55 milioni a circa 253 milioni di dollari, mentre il valore delle operazioni transfrontaliere portate a compimento da società nordamericane è passato da circa 60 milioni di dollari a circa 128 milioni di dollari. Secondo uno studio più recente in Europa nel 2006 le fusioni transfrontaliere erano in deciso aumento all'interno dell'Unione Europea, ed in particolare nei settori di recente liberalizzazione quali telecomunicazioni, energia, trasporti e servizi bancari: si veda ACCENTURE, *Accenture Economist Intelligence Unit 2006 Global M&A Survey* reperibile sul sito <http://www.accenture.com/NR/rdonlyres/08F08D66-F940-42D6-8ECB->

abbastanza remoto, quando verso l'inizio del 2007 cominciarono a verificarsi negli Stati Uniti i primi casi di insolvenza dei debitori dei mutui *subprime* ben pochi avrebbero potuto immaginare che nel volgere di alcuni mesi l'intera economia globale sarebbe stata trascinata in una situazione di crisi profonda, di cui ancora non si vede la fine. Da allora, di fronte all'aggravarsi della situazione di crisi di liquidità che ha coinvolto il sistema finanziario e considerate le ingenti perdite riportate da tutte le maggiori istituzioni finanziarie, i governi nazionali sono spesso intervenuti sia attraverso la nazionalizzazione di alcuni istituti, come nel caso della banca britannica Northern Rock nel settembre 2007 e, quindi, circa un anno dopo, con le società statunitensi Fannie Mae, Freddie Mac e AIG, sia favorendo operazioni di salvataggio come quella di Bear Sterns, acquisita da J.P. Morgan Chase nel marzo 2008 e agevolata dall'intervento della Federal Reserve. Quando ciò non è invece accaduto, come nella vicenda che ha visto protagonista il colosso mondiale Lehman Brothers, quest'ultima si è vista costretta a presentare domanda di ammissione alle procedure concorsuali previste dal "Chapter 11". Parallelamente anche in Europa i governi di alcuni Paesi sono entrati nel capitale degli istituti in difficoltà, come nel caso del gruppo Fortis, di Dexia e di Royal Bank of Scotland. Verso la fine del 2008 e nei primi mesi del 2009 gli effetti della crisi hanno avuto delle significative ripercussioni anche nei confronti di alcuni grossi gruppi industriali, con gravi riflessi sull'occupazione. Basti citare a riguardo le tensioni che hanno seguito le ondate di licenziamenti in aziende come General Motors, negli Stati Uniti e Peugeot in Francia ⁽³⁾.

[3908C5897DB1/0/ExecutiveSummary.pdf](#). Solo per citare alcuni tra gli episodi che negli ultimi anni hanno suscitato maggiore interesse, basti ricordare il caso, ad esempio, della fusione tra i due giganti della produzione dell'acciaio Arcelor e Mittal, operazione condotta in porto ad esito di estenuanti trattative e dopo che il prezzo iniziale dell'offerta era stato praticamente raddoppiato; allo stesso modo non può non essere menzionata la controversa vicenda dell'acquisizione della banca olandese ABN Amro da parte di una cordata capeggiata da Royal Bank of Scotland, che ha avuto la meglio sull'offerta concorrente presentata dall'inglese Barclays, e più recentemente, nel febbraio 2008, la offerta ostile presentata da Microsoft su Yahoo! Si veda a riguardo l'articolo di G. PARKER, *Mittal Bid Shows Need For a Strong EU Role*, Financial Times, Feb 5, 2006; inoltre *Heavy Mittal, Nothing Raises Hackles Like Cross Border Bids*, in *The Economist*, Feb 2, 2006; "Powerless Patriots: European politicians cannot do much to stop Mittal Steel's bid for Arcelor," in *The Economist*, February 2, 2006; P. LARSEN, *Victory Formally declared in ABN Tussle*, in *Financial Times*, Oct 9, 2007.

⁽³⁾ Per alcuni commenti in dottrina in relazione alla crisi dei mercati finanziari si vedano, *ex multis*, gli articoli di M. ONADO, *La crisi finanziaria internazionale: le lezioni per i regolatori*, in *Banca Impresa Società*, 2009, I,

Il contesto economico sopra descritto e la situazione di instabilità che ha caratterizzato i mercati, specialmente nell'ultimo trimestre del 2008 e nei primi mesi del 2009, ha reso anche i grossi *player* del mercato, un tempo apparentemente inattaccabili, più vulnerabili ad eventuali scalate: in breve tempo i timori di possibili scalate ostili da parte di società straniere e fondi sovrani che avessero oggetto i cosiddetti campioni nazionali si sono tradotti in una serie di misure di carattere straordinario volte a rendere più difficile l'acquisto del controllo delle società quotate ⁽⁴⁾. Parallelamente la crisi economica rischia di accentuare fenomeni di protezionismo che possono condizionare in modo determinante l'esito delle operazioni di aggregazione transnazionali. In verità già negli anni immediatamente precedenti la crisi economica del 2008 si erano verificati significativi episodi di protezionismo: un caso emblematico è rappresentato dalla vicenda relativa all'offerta di EoN su Endesa, nella quale il governo spagnolo aveva in ogni modo ostacolato l'offerta della società tedesca imponendo delle condizioni per la realizzazione della fusione: ingerenza questa che la Commissione Europea aveva ritenuto essere in violazione della normativa dell'Unione sulla libertà di stabilimento ⁽⁵⁾; parimenti si possono menzionare diversi

pp. 5 e ss.; inoltre G. CARRIERO, *La crisi dei mercati finanziari: disorganici appunti di un giurista*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2009, II, pp 197 e ss.; A. NIGRO, *Crisi finanziaria, banche, derivati*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2009, I, pp 13 e ss.; sulla vicenda Northern Rock si rinvia a B. BORTOLOTTI, H. SONG SHIN, *Da Mary Poppins a Northern Rock. Spunti sulle corse agli sportelli moderne*, in *Mercato concorrenza regole*, I, 2009, pp.79 e ss.; inoltre C.A. RUSSO, *La crisi della Northern Rock: un recente esempio di "regulatory failure"*, in *Banca Impresa Società*, 2009, II, pp. 241 e ss.; sul caso Lehman Brothers. si rinvia a D. VATTERMOLI, *Chapter 11 e tutela dei creditori (note a margine del caso Lehman Brothers)*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2009, I, pp 67 e ss.

(4) In Italia ad esempio tali sentimenti si sono in breve tempo tradotti in una serie di provvedimenti di carattere straordinario che, pochi mesi dopo la implementazione della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto, hanno nuovamente ridisegnato la regolamentazione delle offerte pubbliche di acquisto prevista dal Testo Unico della Finanza. Si veda al riguardo l'audizione del Presidente della Consob del 14 ottobre 2008 presso la 6^o Commissione Finanze e Tesoro del Senato della Repubblica "*La crisi finanziaria internazionale e i suoi riflessi sull'economia italiana*", p. 24. Si veda anche A. GUACCERO, E.J.PAN, M. CHESTER, *Investimenti stranieri e fondi sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata USA-Europa*, in *Riv. soc.*, 2008, 06, pp. 1359 e ss.

(5) Endesa sarà poi acquisita nel luglio del 2007 da una cordata composta da Enel ed Acciona, dopo un testa a testa con EoN durato circa 18 mesi. Cfr. l'articolo a cura di A. Iaculli pubblicato sul sito http://www.businessonline.it/news/3716/Enel_acquista_ufficialmente_Endesa_la_principale_societ%C3%A0_energetica_spagnola_Alcune_considerazioni.html. Nel febbraio 2009 Acciona ha quindi ceduto la propria partecipazione ad Enel, che è giunta a detenere una partecipazione pari al 92% del capitale della società spagnola. Cfr. in proposito l'articolo a cura di E. Fazzino pubblicato sul sito

episodi in cui personaggi politici o delle istituzioni sono intervenuti per scoraggiare il potenziale acquirente dal perseguimento di una operazione: tale tecnica è stata adottata in diverse occasioni dal governo francese, sia in relazione alla ventilata acquisizione di Danone da parte della americana Pepsi nel luglio del 2005, quando l'allora Primo Ministro Dominique de Villepin si era impegnato a garantire “*un futuro francese per Danone*” ⁽⁶⁾, considerata alla stregua di un tesoro nazionale, sia della possibile offerta pubblica di acquisto di Enel su Suez nel febbraio 2006 ⁽⁷⁾; similmente taluno ha ravvisato interferenze politiche con riguardo al fallimento delle trattative per la cessione della quota di controllo di Olimpia da parte di Pirelli alla compagnia telefonica statunitense AT&T, che aveva presentato un'offerta in *tandem* con la società messicana America Movil ⁽⁸⁾; altre operazioni hanno subito dei rallentamenti non di poco conto che ne hanno reso più difficile o più oneroso il perfezionamento: ad esempio, nel novembre 2005, a seguito della offerta pubblica di acquisto lanciata sulla banca tedesca HVB, Unicredit aveva acquistato il controllo della banca polacca BpH, tuttavia, in tale circostanza il governo polacco ha imposto a Unicredit la vendita di numerosi sportelli bancari della banca BpH nonostante l'operazione fosse già stata approvata dalla Commissione Europea; un'altra vicenda che ha destato grosso scalpore, anch'essa relativa al settore bancario, è quella relativa alla Banca Antonveneta, oggetto della

<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2009/02/enel-endsa-saga.shtml?uuid=5f6d2472-01b1-11de-89ed-8ebb1d7fcff6&DocRulesView=Libero>.

⁽⁶⁾ La stampa internazionale si è largamente occupata di tali vicende: si vedano gli articoli pubblicati sul sito http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/jul2005/nf20050721_3465_db039.htm, sul sito http://www.drinks-business-review.com/article_news.asp?guid=EC26AC5D-B9A7-4046-9C7A-7225B4168337, sul sito internet <http://www.lemonde.fr/web/chat/0,46-0@2-3234,55-674500@451,0.html>, ed, infine, sul sito <http://www.iht.com/articles/2005/07/20/business/danone.php>. Per un commento critico in dottrina si veda M. MENJUCQ, *The European Regime on Takeovers*, in *ECFR*, 2006, pp. 222 ss.

⁽⁷⁾ Nel qual caso la contromossa messa in atto dal Governo transalpino era consistita nell'annunciare la fusione della stessa Suez con Gaz de France, rendendo nei fatti impossibile procedere ad una offerta da parte della società elettrica italiana. In merito alla vicenda sopra menzionata si veda l'articolo pubblicato sul sito <http://www.repubblica.it/2006/b/sezioni/economia/ene/1/opportunita/opportunita.html> e sul sito <http://today.reuters.com/news/articlebusiness.aspx?type=naturalResources&storyID=nL02416513&from=business>.

⁽⁸⁾ Salvo poi ritirare l'offerta sia a seguito delle proteste, levatesi in Italia, per il fatto che una società straniera potesse acquisire il controllo della compagnia telefonica sia per il timore dell'incertezza normativa legata al nostro Paese. Si veda l'articolo apparso sul quotidiano *Il Sole24ore* in data 16 aprile 2007 “*Telecom: AT&T si ritira, resta in corsa America Movil. Carlo Buora: sulla rete piena fiducia nell'Authority. Grillo ai vertici: «Dimettetevi».*” - *Il Sole 24 ORE*

contesa tra la olandese ABN Amro e l'italiana Banca Popolare di Lodi, e culminata con le dimissioni del Governatore della Banca d'Italia, la cui imparzialità era stata pesantemente messa in discussione a seguito dei ritardi nella autorizzazione della offerta olandese e della pubblicazione sui quotidiani delle conversazioni telefoniche tra il medesimo e Giampiero Fiorani, amministratore delegato di Banca Popolare di Lodi al tempo dell'offerta ⁽⁹⁾.

Il fenomeno del “patriottismo economico”, come è stato eufemisticamente definito in Francia, non è però limitato al vecchio continente. Infatti, pur con sfumature diverse rispetto a quanto accade in Europa, anche gli Stati Uniti non sono immuni dalla preoccupazione che le industrie strategiche possano finire in mani straniere, come denotano alcuni recenti episodi ⁽¹⁰⁾. Nel medesimo periodo in cui in Europa si discuteva della fusione tra Arcelor e Mittal, l'opinione pubblica americana ed il Congresso insorgevano per bloccare la cessione della compagnia di navigazione britannica P&O, che curava la gestione dei terminali di sei importanti porti degli Stati Uniti (Newark-Elizabeth, Filadelfia, Baltimora, Miami, New Orleans, Houston), alla Dubai Ports

⁽⁹⁾ Negli episodi sopra ricordati le argomentazioni utilizzate a sostegno della difesa delle industrie strategiche nazionali dagli assalti delle imprese straniere risultano spesso evanescenti. Quando Mittal ha reso pubblica la propria intenzione di acquisire Arcelor, nonostante le valutazioni positive degli analisti e la promessa dell'acquirente di non tagliare posti di lavoro in Europa, da più parti sono state mosse critiche all'operazione basate sulla supposta mancanza “di valori culturali europei” da parte di Mittal (come dichiarato nella intervista a Guy Dollè, Ceo Arcelor riportata nell'articolo “*Lakshmi's Gamble,*” apparso in *The Economist*. in data 31 gennaio 2006); parimenti, sempre in Francia c'è chi ha ritenuto giustificata la difesa dell'icona nazionale Danone dall' “*orco americano*” dal momento che occorre preservare “*il buon gusto francese*” a dispetto dell'immagine del prodotto “*meno valorizzante*” associata al marchio Pepsi (si veda l'articolo pubblicato sul sito <http://www.lemonde.fr/web/chat/0,46-0@2-3234,55-674500@45-3,0.html>, e sul sito <http://www.iht.com/articles/2005/07/20/business/danone.php>). In Italia i politici, pur dichiarando la propria estraneità alle vicende societarie di Telecom Italia auspicano che ne venga salvaguardata “l'italianità” (cfr. l'articolo del 30 aprile 2007 sul sito http://www.corriere.it/Primo_Piano/Editoriali/2007/04_Aprile/30/telecom_italianita_mario_monti.shtml ed inoltre sul sito internet <http://www.repubblica.it/2007/04/sezioni/economia/telecom4/domani-prova-mercati/domani-prova-mercati.html>); analogamente nella vicenda Alitalia si è nuovamente tentato di salvaguardare l'italianità della azienda (sul tema della cosiddetta “difesa della italianità” si veda anche l'articolo pubblicato sul sito internet <http://vistidalontano.blogosfere.it/2006/08/intesa-sanpaolo-per-il-wsj-e-nato-un-predatore-italiano.html>). In Spagna il Primo Ministro Zapatero vede con favore la “*apertura dell'economia agli investimenti esteri senza protezionismo*” salvo poi intervenire per conservare il controllo di Endesa in mani spagnole (per alcuni commenti al riguardo si rinvia all'articolo pubblicato sul sito internet <http://www.libertaddigital.com/php3/noticia.php3?cpn=1276272752>).

⁽¹⁰⁾ J. ALVAREZ, *Political Protectionism and United States International Investment Obligations in Conflict: The Hazards of Exxon-Florio*, 30 *Va. J. Int'l L.* 17, 1989; E.M. GRAHAM-D.M. MARCHICK, *US National Security and Foreign Direct Investment*, Institute of International Economics, 2006, p. 22.

World, società degli Emirati Arabi Uniti. Numerosi membri del Congresso ritenevano, infatti, che affidare la gestione dei porti ad una società araba costituisse un serio pericolo per la sicurezza nazionale. In seguito alle polemiche la Dubai Ports World ha, quindi, annunciato di affidare la gestione dei sei porti in questione ad una società americana; nel frattempo al Congresso è stata presentata una proposta di legge per vietare acquisizioni e fusioni che danno società straniere il controllo di infrastrutture critiche degli Stati Uniti, come quelle dei settori dell'energia, dei trasporti e delle telecomunicazioni⁽¹¹⁾. Inoltre, soltanto pochi mesi prima, un'altra fusione transfrontaliera era fallita in seguito alle manovre del Congresso. Nel luglio 2005 la società cinese China National Offshore Oil Corporation's (di seguito "CNOOC") aveva manifestato la propria intenzione di acquisire la compagnia petrolifera americana Unocal, che a sua volta era già oggetto di una offerta da parte della concorrente Chevron; nonostante l'offerta di CNOOC fosse economicamente più vantaggiosa il Congresso aveva bloccato l'operazione, suscitando le vibranti proteste da parte del Governo cinese, in quanto suscettibile di "*indebolire la sicurezza nazionale degli Stati Uniti*"⁽¹²⁾.

È convinzione diffusa tra gli economisti che innovazione e crescita possano essere assicurati solo da mercati aperti, dove le imprese competono lealmente tra loro e che la concorrenza costituisca il corretto incentivo non solo all'efficienza nella produzione (occorre specializzarsi in quello che si sa fare meglio), ma anche all'innovazione e al corretto utilizzo delle risorse⁽¹³⁾. Tuttavia il manifestarsi degli episodi di protezionismo sopra descritti, prescindendo dalle particolari contingenze che hanno caratterizzato ciascuno di essi, pongono nel complesso seri

(11) Per approfondimenti in proposito si rinvia all'articolo pubblicato sul sito internet <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Attualita%20ed%20Esteri/Esteri/2006/04/mc060406faz.zyno.shtml?uuid=3384fed4-c53c-11da-b438-0000e251029&DocRulesView=Libero>. In dottrina si vedano i commenti di A. GUACCERO, E.J.PAN, M. CHESTER, *Investimenti stranieri e fondi sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata USA-Europa*, in *Riv. soc.*, 2008, 06, pp. 1359 e ss.

(12) CNOOC ha, infine, ritirato la propria offerta dichiarando di non essere disposti a pagare un prezzo più elevato solo in ragione del fatto di essere una società cinese. Si rinvia all'articolo pubblicato sul sito internet http://www.chinadaily.com.cn/english/doc/2005-07/06/content_457677.htm e all'articolo "*Bogus Fears Send the Chinese Packing*," in *The Economist*, August 2, 2005 e B. WHITE, *Cinese Drop Bid to Buy U.S. Oil Firm*, in *The Washington Post* del 3 agosto 2005, consultabile anche all'indirizzo <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2005/08/02/AR2005080200404>. In dottrina si rinvia a A. GUACCERO, E.J.PAN, M. CHESTER, *Investimenti stranieri e fondi sovrani*: cit.

(13) P. KRUGMAN, M. OBSTFELD, *International Economics, Theory and Policy*, Londra, 2007.

interrogativi con riguardo alla possibilità di tutte le società di competere ad armi pari sul mercato a prescindere dalla relativa nazionalità. La classe politica dei principali Paesi europei ha dimostrato di avere un atteggiamento ambivalente verso gli investimenti diretti dall'estero: apprezzati quando consentono di accedere a tecnologia e *know-how* stranieri, vengono considerati con ostilità allorquando comportano la perdita del controllo su una impresa definita "strategica". In proposito occorre tener presente, come osservato da Ventrone (14), che nelle operazioni *cross-border* sono coinvolti soggetti che operano in giurisdizioni diverse; pertanto, nel momento in cui il successo di un *takeover* avvantaggia taluni soggetti, quali l'offerente o eventuali azionisti di minoranza, localizzati in uno Stato diverso da quello dell'emittente, a fronte di un pregiudizio per i soggetti, quali l'azionista di maggioranza ovvero i lavoratori, localizzati nello Stato di incorporazione dell'emittente, è evidente che le istituzioni politiche dello Stato nel quale la società *target* ha la propria sede sociale, tenderanno ad opporsi al successo dell'offerta allo scopo di favorire quei soggetti, azionista di maggioranza o *managers*, che hanno maggiore capacità di esercitare pressione sulle istituzioni medesime.

2. La regolamentazione delle offerte pubbliche d'acquisto: due modelli contrapposti

In uno scenario economico e politico caratterizzato dall'incertezza, come quello sopra delineato, appare viepiù evidente l'importanza della chiarezza e uniformità della regolamentazione. Tenendo presente che nei diversi ordinamenti le regole del gioco possono variare considerevolmente, il potenziale acquirente deve confrontarsi in primo luogo con la normativa in vigore nel Paese nel quale si trova la società *target*, individuando la forma giuridica più efficace con la quale portare avanti l'acquisizione (15). Ad esempio, nei casi in cui le società abbiano un assetto proprietario concentrato nelle mani di pochi azionisti - come tipicamente avviene nei Paesi continentali - è molto frequente che le operazioni di acquisto del controllo avvengano attraverso la compravendita del pacchetto azionario di maggioranza della società;

(14) Si veda M. VENTORUZZO, *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation*, cit., pp. 171 e ss.

(15) Sul tema si rinvia *ex multis* a R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, R. VISHNY, *Legal Determinants of External Finance*, in *Journal of Finance*, July, 1997. Inoltre F. MODIGLIANI, E. PEROTTI, *Protection of Minority Interest and Development of Security Markets*, Mimeo, MIT, 1996.

diversamente, nei casi in cui non sia possibile per l'offerente accordarsi con i soci di maggioranza della *target*, ovvero nei casi in cui la proprietà della società bersaglio sia particolarmente diffusa - come si verifica di solito nei Paesi anglosassoni - l'acquirente può decidere di procedere attraverso una offerta pubblica di acquisto (di seguito anche "opa") rivolta agli azionisti della società *target* ⁽¹⁶⁾. Essa consiste, in buona sostanza, in una proposta indirizzata alla generalità degli azionisti di acquistare, entro un determinato periodo di tempo, un certo quantitativo di azioni della società *target* in circolazione ad un determinato corrispettivo unitario ⁽¹⁷⁾. Ciascun azionista è libero di non aderire all'offerta, conservando la titolarità delle azioni, ovvero di aderire, e consegnare i titoli all'offerente, sempreché l'azionista manifesti tale volontà entro la scadenza del periodo di adesione. L'offerente raggiunge il suo scopo quando a seguito dell'offerta riesce ad acquistare un numero di azioni tale da garantirgli la maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea della società emittente e di nominare il nuovo consiglio di amministrazione. Infatti, a seguito di un'offerta pubblica, è usuale che l'offerente che ha acquistato il controllo della società *target* rimuova i componenti dell'organo di gestione della società sostituendoli con soggetti di sua fiducia. Dunque se l'offerta che non è stata concordata con l'organo amministrativo della *target* in carica, ovvero come si suol dire l'offerta è "ostile", l'organo amministrativo della società bersaglio avrà interesse a contrastare il successo dell'offerta al fine di conservare la propria posizione di comando all'interno dell'azienda ⁽¹⁸⁾. Analogamente, anche nel caso in cui la società oggetto di offerta abbia

⁽¹⁶⁾ Nel paragrafo si illustrano alcuni cenni generali circa il funzionamento delle offerte pubbliche d'acquisto e ruolo delle misure difensive. Per un approfondimento sul tema si rinvia alla sterminata letteratura in materia: *ex multis* a A. MIGNOLI, *Riflessioni critiche sull'esperienza italiana dell'opa: idee, problemi, proposte*, in *Riv. soc.*, 1986, pp. 1 ss. Inoltre R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. Colombo e G. B. Portale, Torino, 1993, pp. 317 e ss. Nella letteratura internazionale si rinvia per tutti a R. ROMANO, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, 9 *Yale Journal on Regulation*, 1992.

⁽¹⁷⁾ Si precisa che negli Stati Uniti, di norma, l'offerta deve essere preliminarmente approvata dal *board of directors*, mentre ciò non è previsto in gran parte degli ordinamenti europei, nei quali l'offerta può essere immediatamente sottoposta agli azionisti. Cfr. F. MUCCIARELLI, *Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto. Le difese successive contro offerte pubbliche di acquisto di azioni quotate*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, n. 265, 2004, p. 12; F. BONELLI et AL., *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento: materiali e clausole contrattuali*, Milano 1990.

⁽¹⁸⁾ Si rinvia a R. GILSON, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, *Stanford Law Review*, Vol. 33, 1981. Inoltre M. VENTORUZZO, *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation*, cit., p. 171 ss. Si veda anche A. AGRAWAL – R. WALKLING, *Executive Career and*

un assetto proprietario concentrato, lo stesso socio di maggioranza relativa potrebbe avere interesse a mantenere il controllo sulla società e dunque fare pressioni sul *management* affinché metta in atto delle operazioni con l'obiettivo di contrastare il successo dell'offerta. Per quanto riguarda il concetto di "opa ostile" deve, tuttavia, osservarsi che in molti casi diventa difficile distinguere tra un'offerta ostile ed una che non lo è. Infatti, gli amministratori della *target* possono schierarsi inizialmente contro il potenziale acquirente ma, a seguito di una negoziazione con quest'ultimo, concedere il proprio appoggio all'offerta ⁽¹⁹⁾. Tale pratica può essere funzionale ad ottenere un aumento del corrispettivo offerto, ovvero altri vantaggi negoziali. Allo stesso modo un'offerta che viene annunciata come amichevole potrebbe essere tale poiché sono già state effettuate delle negoziazioni prima della ufficializzazione della promozione dell'offerta. In ogni caso, se le offerte ostili sono poco frequenti negli Stati Uniti ed in Regno Unito, lo sono ancor meno nell'Europa continentale, in primo luogo in ragione della diversa struttura proprietaria delle società continentali ⁽²⁰⁾ o altre barriere strutturali, come le strutture piramidali (in Italia) o le

Compensation Surrounding Takeover Bids, in *Journal of Finance*, vol. 49, 1994, pp. 485; R. DAINES – M. KLAUSNER, *Agents Protecting Agents: An Empirical Study of Takeover Defenses in Spinoffs*, *Stanford Law and Economics Olin Working Paper*, no. 299, 2005; A. SCHLEIFER - L.H. SUMMERS, *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, in *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago, 1988.

⁽¹⁹⁾ Ad esempio, nel caso dell'opa lanciata da Unipol sulle azioni BNL, il *board* ha inizialmente dichiarato la propria ostilità non ritenendo adeguato il prezzo offerto (cfr. http://archiviostorico.corriere.it/2005/luglio/20/affondo_Abete_basso_prezzo_dell_co_9_050720019.shtml). L'offerta è stata in seguito dichiarata decaduta da Consob per il mancato rilascio al gruppo Unipol dell'autorizzazione, ex art. 19 del Testo Unico Bancario, necessaria per l'acquisizione di BNL.

⁽²⁰⁾ Infatti, quando una società è controllata da un socio di maggioranza diventa impossibile acquisirne il controllo attraverso un'offerta pubblica d'acquisto ostile. Secondo uno studio di Rossi e Volpin, la percentuale delle offerte ostili negli Stati Uniti è pari al 6,5% del totale, mentre in Regno Unito è pari al 4,4%. nell'Europa continentale i valori variano tra lo 0,2% in Spagna e il 3,7% in Svezia. Si veda S. ROSSI, P. VOLPIN, *Cross Country Determinants of Merger and Acquisitions*, *ECCI Working Paper* no. 25, 2003. Secondo le stime riportate dal Vice Ministro dell'Economia e delle Finanze Pinza “[d]al 1999 al 2006 vi sono state 181 OPA, che è indubbiamente un numero consistente; ma l'aspetto veramente interessante è che quelle non concordate sono state 9. Le OPA non concordate sono quelle che nascono ostili e si concludono come tali; le altre, invece, nascono ostili ma terminano concordate. Quelle in cui il meccanismo ha operato sono state 9. Dove vi è un accordo, ovviamente, il meccanismo non è necessario. Le OPA ostili sono quindi una piccolissima parte della quantità totale” (si veda la Audizione del Vice Ministro dell'Economia e delle Finanze Pinza sull'attuazione delle direttive 2004/25/CE in materia di offerta pubblica di acquisto, in Resoconto stenografico n. 12 del 31/07/2007 della VI Commissione permanente del Senato della Repubblica, reperibile sul sito <http://www.senato.it>).

azioni con voto multiplo ⁽²¹⁾. In proposito deve osservarsi che gli amministratori della società oggetto dell'offerta possono comunque continuare ad operare anche nel periodo di adesione all'offerta, perché la società sotto opa non perde la propria capacità di agire e di porre in essere operazioni di vario genere, siano esse attinenti alla gestione ordinaria o straordinaria. Alcune di tali operazioni possono però avere come effetto quello di ostacolare il successo dell'offerta, sia perché rendono impossibile il trasferimento del controllo, sia perché lo rendono più costoso, ovvero perché esso diviene privo di senso ⁽²²⁾. Appartengono alla prima categoria tutte quelle operazioni ad esito delle quali il flottante risulta essere inferiore alla maggioranza azionaria: infatti, anche se l'offerente acquistasse tutte le azioni in circolazione non sarebbe in grado di conquistare il controllo della società. Tipiche operazioni che possono realizzare tale effetto sono l'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione e l'acquisto di azioni proprie. Nel primo caso, se la società delibera un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione e le azioni rivenienti dall'aumento vengono attribuite ad un soggetto collegato al socio di maggioranza, quest'ultimo potrà mettersi al riparo da eventuali scalate se la percentuale sul nuovo capitale sociale rappresentata dalle nuove azioni emesse, sommata alla partecipazione del socio di maggioranza *post* diluizione, sia pari al 50% del capitale sociale più una azione. Analogamente, se la società delibera un'operazione di riacquisto delle proprie azioni, riducendo la quota di partecipazione necessaria per esercitare il controllo sulla società al di sotto della quota detenuta dal socio di maggioranza relativa, automaticamente diventa impossibile acquisire il controllo della società ⁽²³⁾.

⁽²¹⁾ Sull'argomento si veda U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 05, 965.

⁽²²⁾ Sulla letteratura in materia di misure difensive si rinvia *ex multis* P. DAVIES, *The Regulation of Defensive Tactics in the United Kingdom and in the United States*, in HOPT- WYMEERSCH, (Eds.), *European Takeovers. Law and Practice*, London, 1992. Nella letteratura italiana si veda G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Rivista delle Società*, 2000, pp. 737 e ss.; inoltre M. VENTORUZZO, *La disciplina delle misure difensive negli Stati Uniti d'America*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, 2002.

⁽²³⁾ Vediamo in pratica le due situazioni. Prendiamo il caso della società Alfa, con capitale sociale pari a 100 suddiviso in n. 100 azioni di valore pari ad 1. Il socio A detiene n. 45 azioni, mentre le restanti 55 azioni costituiscono flottante. Poniamo che il soggetto B lanci un'offerta pubblica d'acquisto sulle azioni della società Alfa: se tutto il flottante aderisse all'opa, A perderebbe il controllo della società a beneficio di B. Se però la società acquista sul mercato azioni proprie nella misura del 20% la quota di partecipazione per acquistare il controllo si riduce al 40% più una azione, garantendo ad A - che ha più di 41 azioni - il

Entrambe le operazioni, anche quando non siano strutturate in modo da escludere in radice la possibilità dell'offerente di acquistare il controllo - perché ad esempio il flottante *post* aumento di capitale o dopo il *buy-back* rappresenta comunque una quota pari o superiore alla maggioranza delle azioni con diritto di voto - possono in ogni caso costituire un ostacolo alla realizzazione dell'offerta nella misura in cui la rendono più onerosa. Ciò vale, in particolare, per le operazioni di aumento di capitale, anche senza esclusione del diritto di opzione, in quanto esse incrementano proporzionalmente anche la somma che l'offerente dovrà sborsare per acquistare la partecipazione di controllo. Una altra circostanza che può avere l'effetto di incrementare i costi dell'offerente è quella del lancio di un'offerta concorrente ad un prezzo superiore a quello della prima offerta. Se il primo offerente vuole ottenere il controllo sarà costretto ad adeguare il prezzo offerto in base a quello della seconda offerta. Gli amministratori della società oggetto di offerta potrebbero, quindi, avere interesse a sollecitare il lancio di un'offerta concorrente, da parte di un soggetto, cosiddetto "cavaliere bianco", che sia più gradito al *management* rispetto al primo offerente ⁽²⁴⁾. Gli amministratori della società *target* potrebbero compiere, inoltre, alcune operazioni con lo scopo di rendere non più appetibile, e quindi privo di senso, l'acquisto del controllo della stessa società da parte dell'offerente. Ad esempio, la *target* potrebbe acquistare partecipazioni di società operanti nello stesso settore dell'offerente, onde rendere l'acquisto del controllo della *target* problematico per l'offerente sotto il profilo della disciplina antitrust; oppure la società bersaglio potrebbe vendere gli *assets* strategici che costituivano la ragione dell'interesse dell'offerente. A parte i casi sopra illustrati in cui gli amministratori dell'emittente mettono in atto misure difensive in pendenza di un'offerta vi sono poi alcune operazioni che, ancorché poste in

controllo della società. Allo stesso modo, se la società delibera un aumento di capitale destinato a C, con esclusione del diritto di opzione, con emissione di n. 20 nuove azioni, per B non sarebbe più sufficiente acquistare l'intero flottante pari a 55 azioni poiché la quota per ottenere di controllo *post* aumento sarebbe pari a 61 azioni. Una ulteriore operazione che rende impossibile l'acquisto del controllo attraverso l'opa consiste nella deliberazione di revoca della quotazione. Si rinvia al riguardo NATHAN e SOBEL, *Corporate Stock Repurchases in the Context of Unsolicited Takeover Bids*, in *Bus. Law.*, (1981) 35, p. 1545. Inoltre nella letteratura italiana F. MUCCIARELLI, *Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto. Le difese successive contro offerte pubbliche di acquisto di azioni quotate*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, n. 265, 2004, p. 12.

⁽²⁴⁾ Cfr. G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Rivista delle Società*, 2000, pp. 737 e ss.

essere prima del lancio dell'offerta e, dunque, anche senza che sia stato manifestato alcun interesse da parte di terzi ad acquistare il controllo della società, nondimeno esse esplicano i loro effetti nel momento in cui viene promossa l'offerta sulla *target*. Ad esempio, nel diritto americano, è molto diffusa la prassi di prevedere nello statuto che in caso offerta sulla società vengano emessi dei diritti di opzione sulle azioni della società stessa, che vengono attribuiti ai soci, ad eccezione dell'offerente, e che sono riscattabili soltanto da parte degli amministratori. In sostanza gli strumenti attraverso i quali gli amministratori della *target* possono difendersi sono, dunque, molteplici. Essi vengono generalmente definiti "misure difensive" ⁽²⁵⁾. A loro volta le misure difensive vengono distinte tra "misure preventive" (ovvero "*pre-bid defences*"), quando sono adottate dalla società prima della promozione di una offerta con lo scopo di dissuadere un potenziale scalatore dal promuovere un'offerta sulla società e "misure successive" (ovvero "*post-bid defences*"), che sono, invece, impiegate nel corso della offerta e, come si è detto, possono consistere in una deliberazione della società volta a rendere l'offerta eccessivamente onerosa per l'offerente, onde scoraggiarne la prosecuzione, ovvero a precludere del tutto la possibilità di acquisire il controllo ⁽²⁶⁾.

Considerato che la adozione di misure difensive può essere determinante nel definire il risultato di una offerta, la dottrina giuridica si è a lungo interrogata sulla liceità di operazioni di tal genere e conseguentemente sulla opportunità di limitare i poteri degli amministratori nel contesto di una offerta pubblica d'acquisto. In proposito la prima questione che bisogna affrontare riguarda se l'interesse dell'azionista a vendere le azioni al maggior prezzo sia prevalente rispetto

⁽²⁵⁾ Cfr. nota 20 *supra*. Nella letteratura italiana si veda *ex multis* L.A. BIANCHI, *Le tecniche di difesa dalle scalate nella recente esperienza statunitense*, in *Riv. Soc.* 1987, pp. 506 e ss. Inoltre M. VENTORUZZO, *La disciplina delle misure difensive negli Stati Uniti d'America*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, 2002

⁽²⁶⁾ Si veda *ex multis* E. DESANA, *Opa e tecniche di difesa*, Milano, 2003. Inoltre F. MUCCIARELLI, *Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto*, cit.; F. REGALDO, *Le tecniche difensive nelle opa ostili: riflessioni comparatistiche*, Torino, 2004; G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Rivista delle Società*, 2000, pp. 737 ss.; L. ENRIQUES, *In tema di difese contro le opa ostili: verso assetti proprietari più contendibili o più piramidali*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 108 ss.; ID., *Quale disciplina per le acquisizioni ostili? Alcuni modelli teorici e la soluzione italiana*, in *Mercato concorrenza e regole*, 1999, pp.177 ss.; G. LEMME, *Opa ostili su società quotate*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2001, pp. 95 ss.; M. VENTORUZZO, *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation*, cit., p. 171 ss.

ad un diverso interesse sociale alla continuazione del progetto imprenditoriale dei soci attuali e se sia legittima una eventuale ingerenza da parte dell'organo amministrativo in tale decisione ⁽²⁷⁾. Se si ritiene che obiettivo principale degli amministratori debba essere sempre quello della massimizzazione del valore per i propri azionisti, dovrebbe dedursi che gli amministratori non devono avere alcun ruolo nella decisione in merito all'offerta. Diversamente, se si afferma che è dovere degli amministratori tener conto, più generalmente, dell'interesse sociale, dovrebbe chiedersi altresì se l'organo amministrativo ha tra i suoi compiti anche quello di occuparsi della composizione della compagine sociale. In altri termini, la questione può essere sintetizzata in una domanda: se viene promossa un'offerta da parte di un soggetto poco affidabile, o del quale è nota l'intenzione di smembrare l'impresa, è legittimo il comportamento degli amministratori che si oppongono all'offerta? negli ultimi anni sono state formulate numerose teorie per sostenere o vietare la possibilità di adottare misure difensive: una delle teorie più nota tra quelle che escludono la legittimità delle misure difensive è quella cosiddetta della "pure passivity" ovvero della passività assoluta, è stata formulata in maniera organica dagli studiosi Frank Easterbrook e Daniel Fishel ⁽²⁸⁾. La teoria della passività assoluta si fonda sull'assunto che esista un mercato dei capitali efficiente e, dunque, che il prezzo delle azioni rifletta correttamente tutte le informazioni in possesso degli investitori; tale teoria postula che il valore di borsa delle azioni sia un indice affidabile per valutare la qualità della gestione: se l'un soggetto ritiene di poter gestire la società meglio di quanto faccia l'attuale *management* e di riuscire ad aumentarne i profitti, sarà incentivato a lanciare un'offerta pubblica di acquisto per ottenere il controllo della società. Seguendo tale impostazione l'opa rappresenta un meccanismo del mercato per controllare l'operato del *management* ed incentivarlo a gestire l'impresa in modo ottimale, onde evitare che a seguito del

⁽²⁷⁾ Si veda a riguardo R. GILSON, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, Stanford Law Review, Vol. 33, 1981. Nella letteratura italiana si rinvia a A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista ed interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli Usa*, Milano, 2007, p. 118 e ss. Sul tema dell'interesse sociale si rinvia a A. MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *riv. soc.*, 1958, pp. 725 e ss.; inoltre P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964.

⁽²⁸⁾ F.H. EASTERBROOK, D.R. FISHEL, *The proper role of a target management in responding to a tender offer*, in 94 *Harvard law review*, 1981, p.1161 ss. Per un commento critico si veda G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Rivista delle Società*, 2000, pp. 737 e ss.

decremento del prezzo delle azioni altri soggetti tentino di acquistare il controllo della società ⁽²⁹⁾. Pertanto qualsiasi operazione che abbia l'obiettivo di contrastare il successo di un'offerta pubblica d'acquisto dovrebbe essere vietata, non tanto perché impedisce agli azionisti della *target* di ottenere un corrispettivo più elevato, quanto perché l'opa è lo strumento per assicurare un mercato del controllo efficiente. A fianco della tesi della passività assoluta vi sono altre teorie che, pur condividendone i presupposti, affermano che agli amministratori dovrebbe essere permesso adottare comunque quelle misure che non sono in contrasto con l'obiettivo di massimizzare il valore per gli azionisti. Così ad esempio, dovrebbe essere consentita la ricerca di un cavaliere bianco, dal momento che la promozione di un'offerta concorrente ad un prezzo più elevato va in ogni caso ad esclusivo vantaggio degli azionisti ⁽³⁰⁾. Nella letteratura statunitense le varie opinioni circa la legittimità delle misure difensive possono in buona sostanza essere ricondotte a due opposte correnti di pensiero. Secondo una prima corrente di pensiero, definita "*director primacy*", gli azionisti, in ragione della loro limitata esperienza ed informazione, dei problemi di coordinamento e di azione collettiva, non rappresentano il soggetto idoneo ad assumere le decisioni rilevanti nel contesto di un'offerta pubblica d'acquisto. Il soggetto che è meglio in grado di difendere gli interessi degli azionisti e della società è, invece, il *board of directors*, il quale dovrebbe essere libero di assumere qualsiasi decisione, ed anche di erigere barriere difensive volte ad ostacolare il successo dell'offerente quando ciò si dovesse tradurre in un pregiudizio per la società. Dall'altra parte una diversa corrente di pensiero afferma il principio cosiddetto di "*shareholder primacy*", per cui tutte le decisioni nel contesto di una offerta devono essere sottratte all'organo amministrativo e affidate all'assemblea. I fautori di tale secondo orientamento partono dal presupposto che, ogni qual volta venga promossa un'offerta pubblica d'acquisto, vi sia un

⁽²⁹⁾ Cfr., per tutti, JENKINSON, MAYER, *Hostile Takeovers. Defence, Attack and Corporate Governance*, London, 1994, p. 13. Sul funzionamento del mercato del controllo societario si veda anche H. MANNE, *Mergers and the market for corporate control*, in *Journal of Political Economy*, vol. 73, 1965, pp. 110-120.

⁽³⁰⁾ È la cosiddetta teoria degli amministratori quali "battitori d'asta". Si rinvia per un approfondimento al riguardo a L.A. BEBCHUK, *The case for facilitating tender offers: A Reply and Extension*, 35 *Stanford Law Review*, 1982, pp. 23-50. Inoltre cfr. F. MUCCIARELLI, *Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto. Le difese successive contro offerte pubbliche di acquisto di azioni quotate*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, n. 265, 2004.

conflitto di interesse tra gli azionisti e il *management*, che può essere indotto a porre in essere determinati atti o strategie in funzione del proprio personale interesse piuttosto che nell'ottica di massimizzare il valore per gli azionisti⁽³¹⁾. Storicamente i due orientamenti si sono tradotti in due differenti modelli di regolamentazione: infatti mentre negli Stati Uniti ha prevalso nella prassi la adozione del modello cosiddetto “*director primacy*”, nel Regno Unito e più tardi in Europa, invece, si è generalmente affermato il modello di “*shareholder decision making*”. Così mentre la regolamentazione del Regno Unito vieta agli amministratori della *target* l'adozione di qualsivoglia azione che possa frustrare gli obiettivi dell'offerta ovvero privi l'azionista della possibilità di decidere sull'offerta medesima, salvo che tali operazioni ricevano la preventiva autorizzazione dell'assemblea⁽³²⁾, negli Stati Uniti vige un regime assai meno regolamentato: la questione circa la legittimità dell'adozione delle misure difensive – oggetto di numerose pronunce delle corti nazionali e federali - è stata risolta positivamente, e le eventuali misure adottate dal *board* sono soggette esclusivamente alla “*business judgement rule*”⁽³³⁾. Il *board* di una società statunitense può, dunque, reagire ad una offerta pubblica di acquisto indipendentemente dalla approvazione degli azionisti della società, con il solo limite del rispetto degli obblighi informativi nei confronti del mercato e dell'autorità di vigilanza e dell'interesse sociale, che deve prevalere sul personale interesse dei singoli componenti del *board*⁽³⁴⁾.

(31) Tra i sostenitori della “*director primacy*” si veda *ex multis* S.M. BAINBRIDGE, *Director Primacy in corporate takeovers: Preliminary reflections*, in *Stanford law review*, 2002; per la tesi della *shareholder primacy* si rinvia a L.A. BEBCHUK, *The case against board veto in corporate takeovers*, 99 *University of Chicago law review*, 2002, 751 e R. GILSON, *Unocal Fifteen Years Later (And What We Can Do About It)*, in *Columbia Law and Economics Working Paper No. 177*; and *Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 201*, 2000, disponibile anche sul sito <http://ssrn.com/abstract=235417> or DOI: 10.2139/ssrn.10.2139/ssrn.235417.

(32) Si veda A. ANGELILLIS - C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche d'acquisto e sulla posizione espressa nel documento della Commissione Europea*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1106 ss.

(33) Si rinvia a W. T. ALLEN, *Modern Corporate Governance and the Erosion of the Business Judgment Rule in Delaware Corporate Law*, in *CLPE Research Paper Series*, vol. 4 n. 2, 2008, disponibile anche sul sito <http://www.ssrn.com>. Inoltre R. GILSON, R. KRAAKMAN, *Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review*, in *Bus. Law.*, 44 (1989), pp. 247 e ss.

(34) Per quanto riguarda gli obblighi informativi negli Stati Uniti si veda J. R. MACEY – J. F. NETTER, *Regulation 13D and the Regulatory Process*, 65 *Washington University Law Quarterly*, 1987, 131. Inoltre R. GILSON – B. BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1995, p. 898.

3. La regolamentazione delle opa negli Stati Uniti

Negli Stati Uniti le offerte pubbliche di acquisto (cosiddette “*tender offers*”) sono disciplinate sia a livello federale sia a livello statale. La normativa federale è contenuta nel “*Williams Act*”, legge approvata dal Congresso nel 1968 e successivamente modificata, in applicazione del quale sono state emanate numerose disposizioni dalla *Securities Exchange Commission*. Prima della approvazione del “*Williams Act*” non esisteva alcun tipo di regolamentazione delle offerte pubbliche di acquisto, nè a livello federale nè tantomeno a livello statale ⁽³⁵⁾, ma nonostante il vuoto legislativo (o forse anche per tale ragione) le operazioni di acquisto del controllo di società quotate in borsa attraverso un’offerta pubblica erano però tutt’altro che infrequenti, tanto che tra il 1960 e il 1967 il numero di offerte per anno segnò un sensibile incremento passando da otto a centosette offerte ⁽³⁶⁾; l’esperienza statunitense dei primi anni sessanta ha, tuttavia, rivelato ben presto che le offerte pubbliche consistevano in uno strumento assai efficace per acquistare il controllo societario ma alquanto controverso: se da un lato, infatti, attraverso una *tender offer* era possibile sostituire i *managers* che gestivano l’impresa in modo inefficiente, d’altra parte costituiva una arma pericolosa in mano a *raiders* e speculatori che, con la finalità di ricavare profitti in breve tempo, avrebbero potuto attaccare società con elevata liquidità per poi rivenderne gli *assets* o parte del pacchetto azionario approfittando delle fluttuazioni delle quotazioni per ottenere consistenti guadagni ⁽³⁷⁾. Considerata la rapidità con cui si potevano acquistare pacchetti di controllo societario ed il timore

⁽³⁵⁾ Infatti il Securities Exchange Act del 1934, unica fonte normativa allora in vigore in materia di strumenti finanziari, non disciplinava la fattispecie delle offerte pubbliche d’acquisto. Si veda J. ARMOUR – D.A. SKEEL, *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Development of US and UK Takeovers Regulation, Regulation*, vol. 30, no. 3, Fall 2007; inoltre J. SELIGMAN, *The Transformation of Wall Street*, III ed., New York, 2003. Per una esegesi delle offerte pubbliche negli Stati Uniti si veda anche nella letteratura italiana A. DE BLASIO, *La legge italiana sulle opa e le normative europee e usa*, Milano, 1994; inoltre A. GUACCERO, *Interesse al valore per l’azionista ed interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli Usa*, Milano, 2007; G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Rivista delle Società*, 2000, pp. 737 e ss.; M. VENTORUZZO, *La disciplina delle misure difensive negli Stati Uniti d’America*, in *Governo dell’impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, 2002.

⁽³⁶⁾ I dati riportati sono tratti da E.R. ARANOW, H.A. EINHORN, *Tender Offers for Corporate Control*, 1973, p. 64-65.

⁽³⁷⁾ Si veda a riguardo L. LOWENSTAIN, *Pruning Deadwood in Hostile Takeovers*, 83 *Columbia Law Review*, 249, 311 (1983); inoltre cfr. G. BERNSTEIN, *Development in tender offer for corporate control*, New York, 1977; M. LIPTON – E.H. STEINBERG, *Takeover and Freezouts*, New York, 1978.

che anche alcune tra le più note ed antiche società che operavano sul mercato statunitense sarebbero potute cadere con facilità nelle mani degli speculatori, con grave danno anche per la solidità dell'industria nord-americana, sin dalla metà degli anni sessanta cominciarono a levarsi numerose le istanze di coloro che chiedevano l'introduzione di una normativa federale che tutelasse le società dall'attacco dei cosiddetti "corporate raiders" rendendo a costoro più difficile impossessarsi del controllo societario. Dopo che nel 1965 una prima proposta venne respinta, un testo emendato al fine di bilanciare l'interesse della *target* e dei potenziali investitori venne finalmente approvato nel 1968. Più precisamente, oltre a disciplinare gli aspetti più generali connessi ad una offerta pubblica - ed in particolar modo gli obblighi di informazione e procedurali - il "Williams Act", come successivamente modificato, contiene una sezione relativa alla regolamentazione delle cosiddette "beachhead acquisitions", ovvero le operazioni di acquisto di pacchetti rilevanti da parte del potenziale offerente prima che l'intenzione di scalare la società bersaglio venga resa nota al mercato, nonché delle offerte che abbiano ad oggetto le azioni della società offerente medesima ("self-tender offers")⁽³⁸⁾. Successivamente alla entrata in vigore della disciplina federale, ed in particolare verso la fine degli anni settanta, anche i singoli Stati optarono per la introduzione di una disciplina nazionale delle offerte pubbliche di acquisto⁽³⁹⁾. Ciò ha provocato alcuni problemi interpretativi in relazione al caso in cui le normative federale e nazionale non fossero del tutto allineate. Infatti, non di rado la normativa statale era stata introdotta allo scopo di offrire una maggiore protezione alle società incorporate nello Stato medesimo dalla possibilità che potessero essere oggetto di una offerta da parte di un soggetto di diversa nazionalità; di conseguenza le norme statali imponevano talora all'offerente degli obblighi ulteriori rispetto a quanto previsto dalla normativa federale, con indubbio vantaggio a beneficio del *management* della società *target*. Il contrasto tra la normativa statale e quella federale è stato oggetto di alcune pronunce da parte delle corti americane, che talvolta hanno sancito anche la incostituzionalità delle leggi statali⁽⁴⁰⁾.

⁽³⁸⁾ Si rinvia a R. GILSON – B. BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, cit.

⁽³⁹⁾ Cfr. *ex multis* R. ROMANO, *The Genius of American Corporate Law*, Washington, 1993, p. 59 ss.

⁽⁴⁰⁾ Tra cui riveste una alla notevole importanza la sentenza della Corte Suprema relativa al caso *Edgar v. MITE Corp.* del 1982. Si veda M.A. SARGENT, *On the Validity of State Takeover Regulation: State Responses*

3.1 Gli obblighi informativi relativi al possesso azionario

Tra i principali obiettivi della regolamentazione introdotta con il “*Williams Act*” vi era certamente la volontà di eliminare la possibilità di uno scalatore di muoversi nell’ombra, rastrellando azioni della *target* sul mercato ben prima di uscire allo scoperto con l’annuncio dell’offerta. La mancanza di siffatto divieto consentiva all’acquirente di acquistare consistenti pacchetti azionari a prezzi assai convenienti, prima che diffusione della notizia circa l’interesse ad acquistare il controllo della società *target* determinasse un brusco rialzo delle quotazioni. Risulta evidente che nel caso in cui un soggetto abbia intenzione di lanciare un’offerta per acquistare il controllo della società *target*, è nell’interesse del potenziale offerente mantenere per quanto possibile riservata la propria decisione, posto che, non appena il mercato viene a conoscenza della possibilità di una scalata, automaticamente i titoli della società *target* si apprezzano, rendendo per l’offerente maggiormente oneroso l’acquisto dei titoli stessi. Parimenti, l’acquisto di un quantitativo di azioni sufficiente ad ottenere il controllo prima dell’annuncio della intenzione di lanciare un’offerta pubblica di acquisto consentiva di evitare il rischio che l’annuncio potesse attirare l’attenzione di altri potenziali acquirenti, rendendo quantomeno più oneroso l’acquisto del controllo della società oggetto dell’offerta. La possibilità di effettuare una scalata uscendo allo scoperto soltanto dopo l’acquisto di una partecipazione rilevante è, tuttavia, venuta meno con l’approvazione del “*Williams Act*”, che ha imposto degli obblighi pubblicitari in relazione al superamento della soglia del 5% del capitale con diritto di voto di un emittente. In particolare, ai sensi della *Rule 13(d)* del *Securities Exchange Act*, qualora un soggetto venga a detenere azioni di una società quotata in misura superiore al 5% di ciascuna categoria di azioni con diritto di voto deve inviare alla società partecipata, alla autorità di vigilanza (la “*Securities Exchange Commission*”,

to MITE and Kidwell, 42 Ohio Law Journal, 689, 692, (1981). Inoltre B.S. BLAKE – R. KRAAKMAN, *Delaware Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value*, Northwestern University Law Review, vol. 95, 2002, pp. 521 ss.; S.M. BAINBRIGDE, *State Takeover and Tender Offer Regulations Post-Mite: The Maryland, Ohio and Pennsylvania Attempts*, 90 Dickinson Law Review, 731, Summer 1986; M.C. JENSEN, *The Takeover Controversy: Analysis and Evidence*, Midland Corporate Finance Journal, Vol. 4, No. 2, Summer 1986. Sugli inconvenienti della dicotomia tra legislazione federale e statale M.J. LOWENSTEIN, *Towards an Auction Market For Corporate Control and The Demise of The Business Judgement Rule*, 63 S. Cal. L. Rev. 65 (1989), pp. 66 e ss.; R. ROMANO, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, 9 Yale Journal on Regulation, 1992, pp. 155 e ss.

ovvero “SEC”), nonché alla società di gestione del mercato dove i titoli sono ammessi a negoziazione, una comunicazione con la quale si rende noto il superamento della soglia rilevante. La comunicazione deve essere effettuata entro 10 giorni dalla data del superamento attraverso un modello predefinito (*Schedule 13D*) mentre analoga informazione deve essere fornita ogni qual volta vi siano dei significativi cambiamenti rispetto al contenuto della precedente comunicazione⁽⁴¹⁾. La norma trova applicazione anche nel caso in cui più soggetti, pur senza superare ciascuno per sé singolarmente considerato, la soglia rilevante, pur tuttavia acquistino, di concerto fra di loro, un quantitativo di azioni superiore a quello minimo previsto dalla norma per l’obbligo di comunicazione anzidetto. Per quanto concerne, invece, le modalità di accertamento del concerto, è discusso quali debbano essere i requisiti perché la fattispecie possa dirsi integrata. In proposito, ai sensi della *Rule 13d-5(b)(1)* sembra doversi concludere che, ai fini della informativa al mercato circa il possesso della partecipazione superiore al 5%, l’obbligo sussista ogni qual volta due o più soggetti abbiano agito congiuntamente perseguendo le medesime finalità, ed in particolare concordando le modalità di espressione del voto, anche quando non intendano acquisire ulteriori pacchetti di azioni⁽⁴²⁾. In ogni caso resta da tener presente che la possibilità di provare un accordo per il quale due o più soggetti abbiano posto in essere una azione concertata è quanto mai difficile da provare. Infatti, ciò sarebbe possibile, in teoria, nella remota ipotesi in cui l’autorità deputata all’accertamento della infrazione entri in possesso di un documento scritto, ad esempio un accordo preliminare, dal quale risulti in modo non equivoco la volontà delle parti di procedere all’acquisto delle azioni sulla base di un programma preordinato e condiviso da tutte le parti⁽⁴³⁾. La questione presenta, inoltre, alcuni aspetti problematici laddove

(41) Si veda J.R. MACEY, J.F. NETTER, *Regulation 13D and the Regulatory Process*, 65 *Washington University Law Quarterly*, 1987, 131. Inoltre R. GILSON, B. BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 2d ed., Westbury (N.Y.) 1995, p. 898; V. BRUDNEY, W.W. BRATTON, *Corporate Finance. Cases and Materials*, Westbury, 1993, pp. 982 e ss.

(42) Si veda anche *GAF Corp. v. Milstein*, 453 F.2d 709 (2d Cir.1971) nonché *Bath Indus. Inc. v. Blot*, 427 F.2d 97 (7th Cir. 1970).

(43) Ipotesi che tuttavia non può escludersi se si tiene presente, ad esempio di quanto è accaduto in Italia con riguardo alla vicenda dell’opa Antonveneta. In tale occasione, infatti, la Consob ha accertato l’esistenza di un patto parasociale non pubblicato avente ad oggetto le azioni di Antonveneta s.p.a. Si rinvia in proposito alla delibera Consob n. 15115 del 23 luglio 2005.

si tratti di stabilire la sussistenza dell'obbligo di comunicazione nel caso in cui due o più parti che detengono ciascuna singolarmente una partecipazione inferiore alla soglia rilevante ma, complessivamente considerati, una partecipazione superiore alla soglia medesima – entrino a far parte di un medesimo gruppo, pur senza acquistare nuove azioni. A tal riguardo vi sono alcune pronunce contrastanti delle Corti statunitensi che hanno dapprima sostenuto che tale operazione non comportava un obbligo di comunicazione e successivamente mutato il proprio orientamento sancendo che anche in tal caso dovesse permanere un obbligo di comunicazione ⁽⁴⁴⁾; tale seconda impostazione è stata ritenuta preferibile anche alla luce della *SEC Rule 13(d)-5(b)*, la quale sancisce che due o più soggetti che operano con lo scopo di acquisire partecipazioni ovvero esercitare il diritto di voto devono essere considerati unitariamente. La *Rule 13(d)* fissa comunque un margine non del tutto esiguo per effettuare la comunicazione del superamento della soglia rilevante. Infatti, si prevede che la *Schedule 13D* debba essere inviata entro il termine di 10 giorni dalla data in cui è avvenuto il superamento della soglia. Ciò comporta che l'acquirente che intenda acquisire il controllo avrà a disposizione un lasso temporale sufficiente per compiere ulteriori acquisti di azioni della società bersaglio prima che il mercato sia portato a conoscenza della entità della partecipazione acquisita: pertanto è verosimile che nel momento del primo *filing* per il superamento del 5% del capitale sociale con diritto di voto l'acquirente detenga in realtà un pacchetto azionario ben più consistente.

3.2. Presentazione dell'offerta: obblighi informativi e procedurali

Ai sensi del *Securities Exchange Act* un soggetto che si accinga a promuovere una offerta pubblica di acquisto, sia che abbia superato una soglia rilevante, sia che si sia mantenuto al di sotto del 5%, è tenuto ad osservare una serie di regole procedurali ed obblighi informativi finalizzati a consentire ai destinatari dell'offerta di conoscere le caratteristiche dell'offerta medesima.

La prima questione che ci si pone, nel momento in cui viene lanciata un'offerta, è quella di stabilire se essa abbia o meno i requisiti per essere ricompresa nell'ambito di applicazione dei

⁽⁴⁴⁾ Si veda *GAF Corp. v. Milstein*, 453 F.2d 709(2d Cir.1971) nonché *Bath Indus. Inc. v. Blot*, 427 F.2d 97 (7th Cir. 1970).

paragrafi 14(d) e 14(e) del *Securities Exchange Act*. A tal fine per “*tender offer*” deve intendersi, linea di massima, qualsiasi offerta volta ad acquistare determinati strumenti finanziari di una *public company* in un periodo di tempo predeterminato ⁽⁴⁵⁾. La normativa in materia non contiene, tuttavia, una precisa definizione della fattispecie, limitandosi ad indicare quali sono le regole procedurali cui deve soggiacere l’offerente (e la società *target*) nel momento in cui viene promossa un’offerta. Nella prassi gli operatori hanno, pertanto, individuato alcuni parametri sui quali basarsi per affermare la sussistenza o meno di una offerta, riferendosi, in particolare, al cosiddetto “*Wellman test*”. Tale criterio è stato preso in considerazione anche dalle corti americane ⁽⁴⁶⁾ e prevede in sostanza che un’offerta sia tale se presenta tutti o alcune delle seguenti caratteristiche: (i) essere una sollecitazione rivolta ad una pluralità di azionisti (ii) relativamente all’acquisto di partecipazioni dell’emittente (iii) ad un prezzo superiore a quello corrente di mercato, (iv) senza che i destinatari possano modificare i termini dell’offerta; (v) l’offerta deve prevedere un numero minimo ovvero un tetto massimo di strumenti finanziari oggetto dell’offerta e (vi) deve essere limitata in un determinato arco temporale; (vii) conseguentemente i destinatari dell’offerta saranno spinti a cedere le partecipazioni e (viii) l’annuncio al pubblico dell’intenzione di acquistare i titoli viene accompagnato da consistenti acquisti di partecipazioni della *target*. In secondo luogo occorre tener presente che gli obblighi informativi e procedurali decorrono dal primo momento in cui l’offerta o l’intenzione di lanciare un’offerta vengono resi noti al mercato. Infatti, ai sensi della *SEC Rule 14d-2*, sia la pubblicazione di documenti o altro materiale recante informazioni sull’offerta sia la semplice diffusione di notizie circa la volontà di lanciare un’offerta su determinati strumenti finanziari ad un determinato prezzo sono elementi di per sé sufficienti a determinare l’applicabilità delle norme procedurali in materia di *tender offers*. Nel momento in cui uno dei due requisiti viene ad esistenza, l’offerente è tenuto a predisporre un modello informativo

⁽⁴⁵⁾ S.M. BAINBRIDGE, *Merger and Acquisitions*, Foundation Press, 282, 2003. Inoltre R. GILSON - BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 2d ed., Westbury (N.Y.) 1995, p. 898.

⁽⁴⁶⁾ Si veda ad esempio *SEC v. Carter Hawley Hale Stores, Inc.*, 760 F.2d 945 (9th Cir.1985); tuttavia si veda anche *Hanson Trust Plc v. SCM Corp.*, 774 F.2d 47, 57 (2nd Cir.1985). In dottrina D. L. SEGRE, *Open-Market and Privately Negotiated Purchase Programs and the Market for Corporate Control*, 42 Bus. Law. 715, 727, 1987.

(*Schedule 14D-1*) che deve preliminarmente essere inviato alla SEC e, successivamente, messo a disposizione degli azionisti della *target*. La diffusione agli azionisti può avvenire con due diverse modalità, a discrezione dell'offerente e, più precisamente o attraverso la pubblicazione su un quotidiano a diffusione nazionale di un avviso informativo contenente tutte le necessarie informazioni ovvero pubblicando un avviso più ridotto, che si limiti a dare atto della sussistenza dell'offerta con indicazione sintetica delle sue caratteristiche, riservandosi di inviare a ciascun azionista il documento informativo completo. Tale seconda opzione risulta, peraltro, essere maggiormente seguita nella prassi, in quanto offre maggiori garanzie che dell'offerta venga messo effettivamente a conoscenza dell'offerta un numero maggiore di azionisti della *target* ⁽⁴⁷⁾. Una volta che l'offerta viene resa nota al pubblico essa è soggetta ad una serie di obblighi procedurali. In primo luogo la SEC *Rule* 14e-1 prevede che l'offerta debba avere una durata non inferiore a venti giorni feriali; tale periodo deve, inoltre, essere esteso di ulteriori dieci giorni feriali qualora l'offerta subisca delle modifiche successivamente alla originale presentazione al pubblico dei suoi termini essenziali. La *Rule* 14d-7 contempla, invece, la possibilità che gli aderenti all'offerta ritirino la propria adesione prima della scadenza dell'offerta; in proposito sono previsti, pertanto, alcuni limiti e condizioni rispettati i quali è possibile ritirare la propria accettazione all'offerta (ad esempio per accettarne una concorrente). Parimenti, qualora successivamente alla adesione all'offerta di un certo numero di soggetti, l'offerente decida di modificare in aumento il corrispettivo offerto, anche coloro che hanno già aderito all'offerta hanno diritto ad ottenere un importo corrispondente al nuovo prezzo offerto agli altri azionisti.

Ciò premesso, occorre esaminare anche quali sono gli obblighi gravanti sulla società oggetto dell'offerta. Gli amministratori della *target*, una volta venuti a conoscenza dell'offerta, hanno facoltà di entrare in una negoziazione con l'offerente al fine di raggiungere una intesa circa i termini della proposta ⁽⁴⁸⁾. In linea di principio va precisato che gli amministratori della società bersaglio non sono tenuti a negoziare con l'offerente, ben potendo limitarsi a prendere atto della proposta. Si tratta dunque di una mera strategia negoziale e, pertanto, residua a beneficio del *board*

⁽⁴⁷⁾ Cfr. S.M. BAINBRIDGE, *Merger and Acquisitions*, Foundation Press, 282, 2003.

⁽⁴⁸⁾ Cfr. R. GILSON – B. BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, cit.

un ampio margine di discrezionalità. D'altra parte, però, la scelta degli amministratori di non prendere in considerazione una proposta che si riveli essere vantaggiosa per gli azionisti espone i medesimi amministratori alla responsabilità per violazione dei *fiduciary duties* nei confronti dei propri azionisti; pertanto, essi non potranno rifiutare di prendere in considerazione un'offerta a prescindere, dovendo invece attentamente valutarne la "meritevolezza" e il potenziale beneficio per gli azionisti⁽⁴⁹⁾. Gli elementi che il *board* deve utilizzare nella valutazione dell'offerta sono molteplici. Il fattore più importante è naturalmente entità e natura del corrispettivo offerto da parte dell'offerente. A tal proposito, oltre a valutare l'ammontare in termini monetari, occorrerà verificare se il corrispettivo viene corrisposto in danaro ovvero in natura, ad esempio attraverso titoli di altra società. In secondo luogo andrà tenuto conto del fatto se l'offerta sia rivolta alla totalità degli azionisti o sia un'offerta parziale. Più controverso, invece, è l'argomento per il quale gli amministratori devono valutare anche le strategie e le intenzioni dell'offerente, dovendo rifiutare di accettare un'offerta quando provenga da soggetti che non reputano in grado di creare valore per gli azionisti. La *Rule 14e-2* prevede, inoltre, che il *board* della *target*, entro dieci giorni lavorativi dall'inizio dell'offerta, renda pubblico un comunicato, adeguatamente motivato, contenente le proprie valutazioni in merito alla offerta con il quale prende posizione circa l'accettazione o il rifiuto dell'offerta stessa, ovvero si astiene da una valutazione, ovvero dichiara di non essere in posizione di formulare un giudizio.

3.3. Le misure difensive

Il *board* della *target* che non ritenga un'offerta essere vantaggiosa per gli azionisti può emettere un comunicato nel quale respinge l'offerta. Lo strumento più efficace per contrastare il successo di una offerta è però rappresentato dalla possibilità di adottare misure difensive. Esse consistono in una serie alquanto varia di strumenti che, adottati singolarmente ovvero congiuntamente, possono rendere il successo dell'offerta significativamente più difficile, o, in taluni casi, del tutto

⁽⁴⁹⁾ M.E. VAN DER WEIDE, *Against Fiduciary Duties to Corporate Stakeholders*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 21, No. 1, 1997. Reperibile sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=182934>. Inoltre M.M. BLAIR – L. A. STOUT, *A Team Production Theory of Corporate Law*, in *Virginia Law Review*, Vol. 85, No. 2, 1999, pp. 248-328.

impossibile. In prima approssimazione le misure difensive possono essere ricomprese all'interno di tre categorie, rispettivamente definite “*shark repellents*”, “*poison pills*” e “*dual class stock*”⁽⁵⁰⁾.

Le azioni che rientrano all'interno della categoria definita “*shark repellents*” consistono in una modifica dell'atto costitutivo finalizzata a rendere meno appetibile l'acquisizione della società da parte del potenziale offerente. Tali modifiche possono riguardare sia le norme sulla amministrazione della società e la elezione del *board*, sia le maggioranze necessarie per la approvazione delle operazioni straordinarie. Una tra le misure più note e diffuse è certamente la previsione del meccanismo di nomina dell'organo amministrativo conosciuta come “*staggered board*”⁽⁵¹⁾. Tale meccanismo consiste nella suddivisione dei membri dell'organo amministrativo in tre gruppi, ciascuno in carica con una diversa scadenza, per cui per il rinnovo dell'intero organo può avvenire soltanto dopo tre distinte elezioni. Quando lo statuto di un emittente prevede lo *staggered board* il potenziale acquirente si troverebbe nella condizione di non poter nominare la maggioranza del *board* soltanto dopo due elezioni. Tale misura potrebbe scoraggiare dal presentare un'offerta un soggetto che abbia, invece, necessità di eleggere immediatamente tutti i rappresentanti (ad esempio per poter effettuare una fusione con il veicolo che ha sopportato l'indebitamento per l'acquisizione senza che il *board* si opponga). Il meccanismo descritto è però inefficace se l'acquirente (o l'assemblea da questi controllata a maggioranza) ha il potere di revocare tutti i *directors* anche in assenza di giusta causa, mentre di norma l'acquirente non è libero

⁽⁵⁰⁾ Cfr. per tutti R. GILSON, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, *Stanford Law Review*, Vol. 33, 1981. Nella letteratura italiana L.A. BIANCHI, *Le tecniche di difesa dalle scalate nella recente esperienza statunitense*, in *Riv. Soc.* 1987, pp. 506 e ss.; M. VENTORUZZO, *La disciplina delle misure difensive negli Stati Uniti d'America*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, 2002.

⁽⁵¹⁾ L.A. BEBCHUK, J.C. COATES IV, G. SUBRAMANIAN, *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence and Policy*, NBER Working Paper No. W8974, 2002; ID., *The Trouble with Staggered Boards: A Reply to Georgeson's John Wilcox*, in *Corporate Governance Advisor*, Vol. 11, No. 2, p. 1719 ss., 2003, disponibile anche sul sito <http://ssrn.com/abstract=384980> or DOI: 10.2139/ssrn.10.2139/ssrn.384980. Inoltre L.A. BEBCHUK, A. COHEN, *The Costs of Entrenched Boards*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 78, 2005, pp. 409-433; D.A. BECHER, T.W. BATES, M.L. LEMMON, *Board Classification and Managerial Entrenchment: Evidence from the Market for Corporate Control*, 2007. HKUST Business School Research Paper No. 07-05. Disponibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=923408>.

di modificare l'atto costitutivo della società, anche se detiene la maggioranza dei voti nella assemblea ⁽⁵²⁾.

A fianco delle clausole che prevedono lo *staggered board*, altrettanto diffuse sono le clausole che fissano dei *quorum* deliberativi molto alti per l'assunzione di particolari deliberazioni. Tali clausole sono definite “*supermajority vote requirements*” ⁽⁵³⁾. Qualora lo statuto della *target* contenga la clausola di *supermajority vote*, l'acquirente che pure abbia conseguito il controllo della società, non potrà effettuare alcune operazioni, quali fusioni o cessioni di *assets*, se non detiene una percentuale di azioni molto elevata (tipicamente almeno 80% del capitale con diritto di voto). Come già ipotizzato nel caso dello *staggered board*, anche in tal caso l'acquirente potrebbe essere indotto a lasciar cadere la propria offerta sapendo in partenza di non poter ottenere il numero di voti necessario per eliminare la clausola ovvero per raggiungere la maggioranza richiesta, qualora le operazioni in questione venissero ritenute essenziali per il perfezionamento dell'intera operazione ⁽⁵⁴⁾. Lo strumento del *supermajority vote* rappresenta una risposta alla tecnica di

⁽⁵²⁾ Infatti, per apportare qualsivoglia modifica all'atto costitutivo, è necessario ottenere l'approvazione del *board* che era originariamente in carica nel momento della costituzione della società. Diversamente, invece, sussistono minori impedimenti alla neutralizzazione di uno *shark repellent* contenuto in uno statuto, come consentito, ad esempio, nello Stato del Delaware. In proposito è utile tener presente che in origine, infatti, le modifiche dello statuto erano di esclusiva competenza assembleare. In alcuni Stati (*e.g.* Delaware) è stata invece prevista la possibilità di introdurre nell'atto costitutivo (*opt-in*) una clausola che attribuisca la competenza in via concorrente dell'organo amministrativo, senza che venga meno la competenza deliberativa dei soci (la norma è stata oggetto di numerose pronunce giurisprudenziali: si veda a riguardo *American Int'l Rent a Car, Inc. v. Cross*, 1984 WL 8204 (Del.Ch.1984); inoltre *Centaur Partners, IV v. National Intergroup, Inc.*, 52 A.2d 923 (Del.1990); *Schnell v. Chris-Craft Industries, Inc.*, 285 A.2d 437 (Del.1971); *Blasius Industries, Inc., v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 (Del.Ch.1988)). In altri Stati (*e.g.* California) la competenza a modificare lo statuto è stata riservata anche all'organo amministrativo, salvo che ciò venga espressamente escluso dall'atto costitutivo (*opt-out*) o con deliberazione dei soci. Tale norma presenta, almeno in teoria, dei notevoli problemi applicativi, in relazione alla possibilità che la clausola statutaria con cui si attribuisce la competenza concorrente al board divenga terreno di scontro tra il board medesimo e l'assemblea, dal momento che entrambi gli organi possono essere legittimati a modificare lo statuto. Cfr. S. BAINBRIDGE, *Merger and Acquisition*, 2006, pp. 314 ss.

⁽⁵³⁾ Si rinvia a J.C COATES IV, *Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence*, in *Texas Law Review*, Vol. 79, No. 2, 2000. Inoltre B. YILMAZ, *Strategic Voting and Proxy Contests*, Rodney L. White Center for Financial Research Working Paper No. 05-00. Disponibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=228457>.

⁽⁵⁴⁾ In talune circostanze resta tuttavia possibile superare la situazione di stallo in assemblea, se previsto nello statuto, attraverso l'approvazione della operazione dalla maggioranza degli amministratori che erano in carica prima della acquisizione. Si veda al riguardo S. BAINBRIDGE, *Merger and Acquisition*, cit. p. 314 ss.

acquisizione realizzata attraverso una offerta “*two tier*”, in cui l’acquirente promuove una offerta parziale ad un certo prezzo e contemporaneamente annuncia di voler procedere successivamente ad una seconda offerta sulle azioni residue ad un prezzo inferiore alla precedente. Nelle *two-tier bids* gli azionisti sono incentivati ad aderire alla prima offerta, anche qualora le giudichino insoddisfacente, per timore di essere poi costretti a cedere le azioni ad un prezzo sensibilmente inferiore con la seconda offerta. Se però è previsto nello statuto il *supermajority vote* la minoranza che non aderisce all’offerta non è esposta a tale pericolo perché può restare nella società e porre il veto sulle eventuali operazioni non gradite. Una variante del *supermajority vote* prevede, invece, che le operazioni che rispettino alcuni parametri di prezzo siano nondimeno consentite. Un esempio è rappresentato dalla clausola per la quale se l’offerente intende acquistare le azioni dei soci di minoranza che non hanno aderito alla prima offerta deve offrire un corrispettivo analogo a quello pagato agli aderenti della prima offerta. Ciò detto va notato come tale misura sia estremamente efficace in presenza di minoranze di blocco, un po’ meno invece se l’azionariato è del tutto disperso; analogamente risulta essere poco o nulla dissuasiva se l’acquirente ha interesse ad entrare nel capitale con una partecipazione di maggioranza relativa e non ha intenzione di effettuare alcuna delle operazioni sottoposte al criterio di maggioranza rafforzata.

La seconda categoria di misure difensive è rappresentata dalle *poison pills*, conosciute anche come “*shareholder rights plan*”⁽⁵⁵⁾. Esse possono consistere in una varietà di diritti, molto frequentemente nella forma dei *warrants*, che garantiscono al titolare la facoltà di acquistare azioni

(55) R. GILSON, *Unocal Fifteen Years Later (And What We Can Do About It)*, in *Columbia Law and Economics Working Paper No. 177*; and *Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 201*, 2000, disponibile anche sul sito <http://ssrn.com/abstract=235417> or DOI: 10.2139/ssrn.10.2139/ssrn.235417; S. BAINBRIDGE, *Unocal at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, vol.31, 2005, p. 771 ss.; M. LIPTON - P. K. ROWE, *Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson*, in *NYU Ctr for Law and Business Research Paper No. 01-006*, 2001. Disponibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=268520> or DOI: 10.2139/ssrn.10.2139/ssrn.268520; M. KAHAN, - E. B. ROCK,, *How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law*. University of Chicago Law Review, disponibile anche sul sito: <http://ssrn.com/abstract=310019> or DOI: 10.2139/ssrn.10.2139/ssrn.310019; L.A.BEBCHUK,, J.W. EISENHOFER, S.M. GRANT, M. J. BARRY, P.B. DELEEUW, *On the Validity of Poison Pill By-Laws*, 2006, disponibile anche sul sito: <http://ssrn.com/abstract=928674>; R.A.HERON, E. LIE, *On the Use of Poison Pills and Defensive Payouts by Takeover Targets*, in *Journal of Business*, disponibile anche sul sito: <http://ssrn.com/abstract=647637>.

della società di nuova emissione al verificarsi di un determinato evento ⁽⁵⁶⁾. Analogamente sono strutturate le cosiddette “*flip over pills*”, che consistono nella attribuzione agli azionisti di un diritto di opzione, con un prezzo di esercizio che è inizialmente economicamente poco conveniente, e che non possono essere negoziate separatamente dalle azioni ordinarie salvo l’avveramento di un determinato evento – tipicamente l’annuncio della intenzione di lanciare una offerta pubblica di acquisto ovvero il raggiungimento da parte di un soggetto di una determinata percentuale del capitale sociale. Di norma l’esercizio delle opzioni diviene economicamente vantaggioso solo quando la *target* viene fusa per incorporazione nel offerente, nel qual caso gli azionisti della incorporata possono acquistare azioni della incorporante a sconto rispetto al prezzo ufficiale di mercato, diluendo la partecipazione degli attuali azionisti della incorporante ⁽⁵⁷⁾. Gli effetti della *flip over pill* possono essere evitati sia rinunciando a procedere ad una fusione con la *target*, sia quando possibile, ottenendo che il *board* della *target* sterilizzi i diritti di opzione. Nella prassi sono state quindi introdotte nuove forme di *poison pills*, che potevano essere sterilizzate soltanto dal *board* che le aveva originariamente emesse e a condizione che l’offerta dell’offerente fosse considerata vantaggiosa per gli azionisti della *target* (cd. “*no hand pills*”) ⁽⁵⁸⁾.

Infine nella la terza categoria di misure difensive rientra la emissione delle cd. “*dual class stock*”. La società può emettere azioni di due classi distinte, ciascuna dotata di diritti amministrativi diversi: in particolare a differenza delle azioni ordinarie, le azioni della seconda categoria si caratterizzano tipicamente per essere non trasferibili e per essere dotate di un numero multiplo di

⁽⁵⁶⁾ La prima *poison pill* risale al 1983, ed è stata utilizzata dalla società Lenox. In tale circostanza gli azionisti della società beneficiarono di uno speciale dividendo consistente in azioni prive del diritto di voto convertibili, in caso di fusione della società, in azioni ordinarie della società incorporante. Ciò avrebbe comportato, in caso di fusione, una diluizione degli azionisti dell’incorporante, rendendo per questi ultimi meno vantaggiosa la fusione con Lenox. Si veda S. BAINBRIDGE, *Merger and Acquisition*, cit. 314 ss.; inoltre M.M. COHEN, “*Poison Pills*” as Negotiating Tool: Seeking a Cease-Fire in the Corporate Takeover Wars, in *Columbia Business Law Review* 459, 1987, p. 469.

⁽⁵⁷⁾ Uno dei casi giurisprudenziali più noti che ha avuto ad oggetto la *poison pill* è quello Moran v. Household Int’l Inc., 500 A.2d 134 (Del.1985). In tale circostanza il *board* di Household aveva previsto che qualora fosse stata presentata un’offerta avente ad oggetto almeno il 30% del capitale sociale, ovvero un soggetto avesse acquistato più del 20% dello stesso, sarebbe divenuta esercitabile una opzione d’acquisto su azioni privilegiate di Household, benché il prezzo fosse inizialmente “*out of the money*”. Si veda S. BAINBRIDGE, *Ibidem*.

⁽⁵⁸⁾ S. BAINBRIDGE, *Merger and Acquisition*, cit. 314 ss.

voti, derogando così alla regola “*one-share one-vote*”. Le azioni a voto multiplo vengono attribuite quale dividendo speciale agli azionisti e possono essere cedute ad un terzo soltanto previa conversione in azioni ordinarie. Posto che successivamente alla loro emissione tali azioni tendono a diminuire e a essere convertite in azioni ordinarie, di fatto il controllo della società viene ad essere detenuto da pochi azionisti, i quali potranno far valere tale peso in sede di negoziazione di una offerta di acquisto sulla società ⁽⁵⁹⁾.

4. La regolamentazione delle opa in Europa e il percorso verso la approvazione della XIII direttiva

In Europa la regolamentazione delle offerte pubbliche di acquisto è stata in origine lasciata alla iniziativa dei singoli Stati. Come già negli Stati Uniti anche nel Regno Unito nella seconda metà degli anni sessanta, in concomitanza con il verificarsi delle prime offerte ostili, alcuni banchieri e investitori istituzionali cominciarono a rappresentare l'esigenza di disciplinare il fenomeno delle offerte pubbliche ⁽⁶⁰⁾. Fu così che nel 1968, lo stesso anno in cui negli Stati Uniti veniva approvato il “*Williams Act*”, su iniziativa della Bank of England venne adottato il “*City Code on Takeovers and Mergers*”, che però, diversamente dal testo statunitense, non aveva forza di legge ma era un atto di autoregolamentazione cui si sottoponevano volontariamente gli emittenti ⁽⁶¹⁾. Il

⁽⁵⁹⁾ Si veda S. BAINBRIDGE, *Revisiting the One-Share/One-Vote Controversy: The Exchanges' Uniform Voting Rights policy*, in 22 *Securities Regulation. Law Journal*, 1994, p. 175 ss. Inoltre G. FERRARINI, *One Share One Vote: A European Rule?* in *ECGI*, 2006, Law Working Paper 058/2006.

⁽⁶⁰⁾ La prima offerta ostile transfrontaliera che ha avuto ad oggetto una società del Regno Unito è avvenuta nel 1958 quando la società statunitense Reynolds manifestò l'intenzione di acquisire il controllo della British Aluminium, il cui valore sul mercato borsistico era fortemente sottovalutato. Dopo aver acquisito una partecipazione pari al 10% di British Aluminium la società statunitense promosse un'offerta sul totale delle azioni ma l'organo amministrativo di British Aluminium decise di non sottoporre l'offerta agli azionisti e di cedere il 30% della British Aluminium alla società Alcoa, nonostante quest'ultima valorizzasse le azioni meno rispetto all'offerta della Reynolds. Reynolds non si arrese e dopo aver ulteriormente aumentato il prezzo offerto riuscì ad acquistare una partecipazione del 40% tale da garantire il controllo della British Aluminium (cfr. R. CHERNOW, *The Warburgs: The Twentieth-Century Odyssey of a Remarkable Jewish Family*, London Random House, 1993. Inoltre J. GRANT, *Inside the takeover regulation and tactics*, in *European Takeovers. The Art of Acquisition*, (a cura di J. GRANT), Londra Euromoney Books, 2005).

⁽⁶¹⁾ Si veda G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Rivista delle Società*, 2000, pp. 737 e ss. Soltanto nel 2000 il City Code è stato riconosciuto dal Financial Services Markets Act del 2000 acquistando così forza di legge (cfr. J. GRANT, *Inside the takeover regulation and tactics*, cit.)

“*City Code on Takeovers and Mergers*” conteneva una serie di principi generali e norme di trasparenza, tra cui (i) l’obbligo di offerta obbligatoria quando un soggetto acquisisce (o consolida) il controllo nella *target*, (ii) la parità di trattamento tra gli azionisti in relazione alle informazioni ricevute e ai termini di un’offerta, (iii) la trasparenza delle informazioni fornite al pubblico e l’accuratezza delle stesse, (iv) l’obbligo per il *board* della *target* di fornire un parere indipendente sull’offerta, (v) il divieto per il *board* di mettere in atto operazioni volte ad ostacolare il successo dell’offerta, nonché una serie di norme procedurali relative alle modalità con cui un’offerta deve essere realizzata, volti ad assicurare principalmente un equo temperamento degli interessi di tutti gli azionisti. Una delle disposizioni principali del “*City Code*” è certamente la “*mandatory bid rule*”, con cui si impone al soggetto che abbia acquistato almeno il trenta per cento delle azioni di un emittente di promuovere un’offerta sulla totalità delle azioni della società al medesimo prezzo. La *ratio* della *mandatory bid rule* è quella di offrire agli azionisti di minoranza uno strumento di *exit*, nel contempo garantendo a tutti gli azionisti parità di trattamento in caso di cambio del controllo della società. Ovviamente tale norma comporta un aggravio dei costi per l’acquirente, in quanto quest’ultimo dovrebbe acquistare un numero di azioni potenzialmente molto più elevato di quello che sarebbe sufficiente per acquisire il controllo della società. Inoltre, la previsione di obblighi informativi in relazione ai possessi azionari non consente allo scalatore di mantenersi nell’ombra ed acquisire una *toehold* prima di manifestare le proprie intenzioni al mercato. A bilanciare tali svantaggi per l’offerente il *General Principle* no. 7, la *Rule 21* e la *Rule 37* del “*City Code*” stabiliscono un obbligo per i *managers* della società oggetto dell’offerta di non intraprendere azioni che possano frustrare i risultati dell’offerta senza il consenso degli azionisti (c.d. “*non-frustration rule*”) ⁽⁶²⁾. Tale regola ha l’effetto di rendere il costo dell’acquisizione controllabile per il potenziale offerente, in quanto la decisione di adottare eventuali difese da parte dell’emittente può essere assunta esclusivamente con il consenso degli azionisti. Il “*City Code*”, dunque, presenta per alcuni aspetti un elevato grado di regolamentazione, dovendo disciplinare i vari aspetti connessi alla “*mandatory bid rule*”, come la soglia che faceva scattare

⁽⁶²⁾ Si rinvia a P. DAVIES, *The Regulation of Defensive Tactics in the United Kingdom and in the United States*, in HOPT- WYMEERSCH (Eds.), *European Takeovers. Law and Practice*, London, 1992.

l'obbligo ed il prezzo dell'offerta obbligatoria, ma ciò viene temperato da una elevata flessibilità che di fatto riduce il rischio di contenzioso.

Nel momento in cui nel Regno Unito veniva approvato il *City Code* nel resto d'Europa mancava una legislazione in materia di offerte pubbliche d'acquisto: soltanto a partire dagli anni '70 alcuni Stati – tra cui anche la Francia e l'Italia - approvarono una prima forma di regolamentazione delle opa ispirandosi alla disciplina inglese, nonostante le profonde differenze nella struttura proprietaria tra le *public companies* inglesi e le società a proprietà accentrata diffuse nei Paesi dell'Europa continentale ⁽⁶³⁾. In Germania una prima forma di autoregolamentazione fu introdotta soltanto nel 1995, mentre il testo legislativo che disciplina le offerte (il “WpÜG ”) è entrato in vigore il 1° gennaio 2002 ⁽⁶⁴⁾. La normativa tedesca, se da un lato ha mantenuto inalterata la *mandatory bid rule*, in tutti i casi in cui un soggetto acquisti un partecipazione superiore al 30% dell'emittente, dall'altro lato ha previsto delle significative eccezioni alla *non-frustration rule* tale che essa risulta sostanzialmente svuotata di significato. Infatti i *managers* di una società tedesca sono comunque liberi di porre in essere una serie di azioni *latu sensu* difensive, dalla ricerca di un altro offerente alla vendita di *assets* della società, ovvero qualsiasi azione che sia approvata dal *supervisory board* nel corso di una offerta ovvero preliminarmente autorizzata dagli azionisti ⁽⁶⁵⁾. Per quanto riguarda l'Italia la relativa disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto è stata approvata dal legislatore con il Decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998, che ha sostituito la legge n. 149 del 1992, mentre in Francia la legge sulle offerte pubbliche di acquisto è stata introdotta nel 1989.

Per ovviare a tale situazione di frammentazione normativa, sin dal 1974, all'interno della Unione Europea si è cominciato a discutere della necessità di creare un diritto uniforme tra gli

⁽⁶³⁾ In realtà la prima forma di autoregolamentazione è stata introdotta in Belgio nel 1964. successivamente una regolamentazione basata sulla autodisciplina venne introdotta in Francia, Italia, Svezia e Paesi Bassi. Cfr. E. BERGLOF - M. BURKART, *European Takeover Regulation*, in *Economic Policy*, 2003, p. 171-213.

⁽⁶⁴⁾ Si rinvia per tutti a C. STEINHÄUER, *La nuova legge tedesca sulle offerte pubbliche d'acquisto*, in *giur. comm.*, 2002, 04, pp. 391 e ss.

⁽⁶⁵⁾ H. BAUM, *The Takeover Law in the EU and Germany: Comparative Analysis of a Regulatory Model*, in *University of Tokyo Journal of law and Politics*, Vol. 3, Spring 2006, pp 60-72. Si rinvia in proposito a quanto illustrato nel quarto capitolo.

Stati membri in materia di offerte pubbliche d'acquisto. La Commissione affidò dunque al Prof. Pennington l'incarico di studiare lo stato dell'arte delle legislazioni dei vari Stati membri in vista di una direttiva che armonizzasse le varie normative nazionali e che avrebbe dovuto creare le basi per lo sviluppo di un attivo mercato del controllo societario, per la ristrutturazione delle imprese ed il loro consolidamento, in definitiva creando le condizioni affinché le società europee potessero raggiungere una dimensione pan-europea ⁽⁶⁶⁾. Soltanto nel 1989 si giunse però ad una prima bozza di direttiva, che prevedeva l'obbligo di offerta obbligatoria in caso di superamento di un terzo del capitale con diritto di voto dell'emittente, la attribuzione alla competenza dei soci della decisione circa l'adozione di misure difensive ed una serie di regole procedimentali dell'offerta ⁽⁶⁷⁾. Gli Stati membri non riuscirono, tuttavia, a raggiungere un'intesa e, dunque, la approvazione della proposta venne rinviata; una seconda proposta venne presentata nel 1990 e, quindi, una ulteriore bozza alcuni anni più tardi, nel febbraio del 1996, ma anche questi tentativi si risolsero in un fallimento ⁽⁶⁸⁾. Altre revisioni alla proposta furono apportate nel 1997 e nel 1999 prima che un testo parzialmente emendato venne finalmente presentato dalla Commissione Europea al Parlamento Europeo nel luglio del 2001: dopo circa 12 anni di intense negoziazioni si riteneva che fosse finalmente giunto il momento per la approvazione della direttiva. Nonostante le notevoli aspettative, tuttavia, ancora una volta la proposta andò incontro ad una clamorosa bocciatura, non essendo approvata per un solo voto ⁽⁶⁹⁾. In questa circostanza risultò determinante l'opposizione dei rappresentanti tedeschi che lamentavano la mancanza di reciprocità nella disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto delineata nella proposta: infatti, mentre il testo della direttiva avrebbe vietato le misure difensive successive al lancio dell'offerta, sarebbe stato ancora possibile adottare misure difensive preventive (che nel frattempo però erano

⁽⁶⁶⁾ Cfr. M. VENTORUZZO, *La Tredicesima direttiva dell'Unione Europea in materia di offerte pubbliche di acquisto verso l'approvazione*, in *Riv. Soc.*, 2000, 678.

⁽⁶⁷⁾ O.J. C 64 del 14 marzo 1989, p. 8 (COM(88)823 final). Cfr. anche il *Bulletin of the European Communities*, Supplement 3/89.

⁽⁶⁸⁾ O.J. C 240 del 26 settembre 1990, p. 7, (COM(90) 416 final); O.J. C 162 del 6 giugno 1996, p. 5, (COM(95) 655 final).

⁽⁶⁹⁾ Il risultato del voto del Parlamento Europeo fu di 273 voti favorevoli e 273 contrari. Cfr. M. VENTORUZZO, *Respinta dal Parlamento Europeo la Tredicesima direttiva sull'opa*, in *Riv. Soc.* 2000, 955.

state vietate dal diritto societario tedesco). Per tali ragioni si chiedeva che venisse consentita la adozione di misure difensive successive o quantomeno la adozione di un criterio di reciprocità ⁽⁷⁰⁾. A seguito di questo ulteriore insuccesso la Commissione Europea incaricò della questione un gruppo di esperti di diritto societario (“*High-Level Group of Company Law Experts*”), presieduto dall’olandese Jaap Winter, con lo scopo di suggerire alla Commissione le linee guida per la elaborazione di una nuova proposta di direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto.

Nel gennaio del 2002 l’*High-Level Group of Company Law Experts* ha pubblicato un *report* che prendeva in considerazione tre aspetti principali, quali la creazione di un *level playing field* in grado di assicurare, nell’ambito del territorio dell’Unione Europea, pari opportunità in merito al buon esito di un’offerta e alle condizioni di svolgimento della stessa, la previsione dell’obbligo di offerta obbligatoria e la definizione del prezzo equo da offrire agli azionisti di minoranza, nonché la previsione di diritti di *squeeze-out* e *sell-out* ⁽⁷¹⁾. Per quanto riguarda il primo obiettivo, il *report* evidenziava, in particolare, la necessità che la direttiva si attenesse a due principi fondamentali: “*shareholder decision-making*” e “*proportionality between risk-bearing capital and control*”. In altri termini, la prescrizione “*shareholder decision-making*” sta ad indicare che, in presenza di una offerta, ogni decisione relativa deve essere demandata interamente agli azionisti, senza interferenze da parte del *management*. Conseguentemente tale approccio negava alcuna possibilità al *board* di adottare con decisione autonoma qualsivoglia misura difensiva volta a frustrare gli obiettivi dell’offerta. Il principio di “*proportionality between risk-bearing capital and control*” postula, invece, che vi sia corrispondenza tra l’investimento economico sostenuto da ciascun azionista e i relativi diritti di controllo sulla società e, pertanto, che il controllo della società venga esercitato solo da chi detiene la maggioranza delle azioni che partecipano agli utili e alle perdite della società. Il *report* conteneva altresì un insieme di raccomandazioni circa l’attuazione di tali principi, che si sarebbero dovuti tradurre in una serie di prescrizioni, tra cui, in particolare, la *board neutrality rule*, e la *breakthrough rule*. La *board neutrality rule* consiste nella previsione per cui all’organo amministrativo

⁽⁷⁰⁾ M. BECHT, *Reciprocity in Takeovers*, in *Reforming company and takeover law in Europe*, a cura di Ferrarini, Hopt, Winter, Wymeersch, Oxford, 2004, p. 649 ss.

⁽⁷¹⁾ Si veda HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Takeover Bids*, 2002.

non è consentito adottare misure difensive volte ad ostacolare il perfezionamento dell'offerta, salvo la ricerca di offerte concorrenti, senza l'approvazione degli azionisti; la *breakthrough rule*, è volta invece a riallineare i diritti di "cash flow" e i diritti di voto nei casi in cui esista una dissociazione, che si realizza quando vengono utilizzati alcuni meccanismi come le azioni a voto plurimo, i tetti di voto o la *golden share*. Il risultato viene raggiunto prevedendo che un offerente sia in condizione di sterilizzare le anzidette misure qualora, ad esito dell'offerta, giunga a detenere almeno il 75% dei diritti di voto dell'emittente. Se da un lato la *ratio* della *board neutrality rule* è quello di evitare che la decisione circa la convenienza di una offerta possa essere sottratta agli azionisti ed attribuita agli amministratori, dall'altro lato lo scopo della *breakthrough rule* è quello di limitare la capacità dell'azionista di maggioranza di rafforzare la propria posizione di controllo, riducendo la possibilità di un eventuale offerente di acquistare il controllo della società. Inoltre secondo l'*High Level Group of Company Law Experts* attraverso l'introduzione della regola di neutralizzazione si sarebbero potute creare le condizioni per il raggiungimento del *level playing field* in Europa, posto che nei diversi ordinamenti vigevano regole di diritto societario difformi: basti pensare alla circostanza che in alcuni ordinamenti (ad esempio in Svezia) era consentito l'utilizzo di azioni a voto multiplo, vietate invece in gran parte degli altri ordinamenti europei⁽⁷²⁾. Parimenti si intendeva salvaguardare il principio di proporzionalità tra rischio e potere: infatti i limiti al possesso azionario o all'esercizio dei diritti di voto, così come la sussistenza di azioni con diritti di voto multiplo, costituiscono un importante disincentivo per eventuali offerenti ad acquistare il controllo della *target*, rendendo la stessa società meno contendibile. Da un lato l'esistenza di limiti alla circolazione delle azioni, come ad esempio un sindacato di blocco, ha l'effetto di rendere più difficile l'acquisto delle azioni della società *target*, in quanto gli oblati non sono liberi di aderire all'offerta, dall'altro l'esistenza di vincoli all'esercizio del diritto di voto

(72) Si veda HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Takeover Bids*, 2002. Cfr. anche P. O. MÜLBERT, *Make it or Break It: The Break/Through Rule as a Break-Through for the European Takeovers Directive?*, in *ECGI – Law Working Paper No. 13/2003*, disponibile sul sito <http://www.ssrn.com>; J. WINTER, *EU Company Law at the Crossroads*, in *Reforming Company Law and Takeover Law in Europe*, a cura di G. Ferrarini, K. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch, 2004, p. 3-20.

ovvero la presenza di azioni a voto multiplo può impedire all'offerente di ottenere il controllo della società, pur avendo acquistato la maggioranza delle azioni, ma non la maggioranza dei diritti di voto: in tal caso i vecchi azionisti della società continuerebbero a gestire la stessa pur detenendo una frazione minoritaria del capitale sociale, con evidente dissociazione tra quanto investito e il relativo potere. La soluzione avanzata dall'*High Level Group of Company Law Experts* con l'introduzione della regola di *breakthrough* e la sterilizzazione delle difese preventive non lasciava però soddisfatti i rappresentanti di quei Paesi che ne facevano uso. Di fronte a questo ennesimo stallo nel 2003 nel corso della Presidenza portoghese ed, in seguito, di quella italiana venne elaborato un nuovo meccanismo di compromesso: la regola di *breakthrough* e la *board neutrality rule* sarebbero state meramente opzionali e, pertanto, ciascuno Stato membro avrebbe dovuto considerarsi libero di adottarle oppure no, ed a condizione di reciprocità. Attraverso il compromesso italiano-portoghese si riuscì infine a raggiungere un accordo tra gli Stati membri e presentare un testo condiviso al Parlamento Europeo.

La versione finale della direttiva è stata quindi presentata in Parlamento e approvata il 21 aprile 2004⁽⁷³⁾. La direttiva ha mantenuto fermo l'obbligo di promuovere un'offerta totalitaria in occasione dell'acquisto del controllo di un emittente (cd. *mandatory bid rule*), parimenti prevedendo l'adozione di una *board neutrality rule* (art. 9) e della *breakthrough rule* (art. 11). L'art. 12 della direttiva consente, tuttavia, a ciascuno Stato membro di decidere di disapplicare *board neutrality rule* e *breakthrough rule*, mentre ciascuna società resta libera di sottoporsi volontariamente a tali norme se non previste dal proprio ordinamento. In ogni caso, ai sensi dell'art. 12 della direttiva, le società che adottano la *breakthrough rule* e la *board neutrality rule* possono disapplicare tali norme nei confronti di un offerente che non sia a sua volta sottoposto alle medesime misure (*reciprocity rule*).

⁽⁷³⁾ La Direttiva 2004/25/CE del Parlamento e del Consiglio Europeo, pubblicata in G.U.U.E. L 142/12 del 30 aprile 2004, è quindi entrata in vigore l'11 maggio 2004.

I. LA DISCIPLINA DELLE OPA NELL'ORDINAMENTO ITALIANO: DIRITTO APPLICABILE, DIFESE E REGOLA DI NEUTRALIZZAZIONE.

1. IL PROCESSO DI MODIFICA DEL TESTO UNICO ALL'INDOMANI DELLA APPROVAZIONE DELLA TREDICESIMA DIRETTIVA - 2. LEGGE APPLICABILE E COMPETENZA DELLA CONSOB - 3. LE MISURE DIFENSIVE NEL QUADRO COMUNITARIO E LA NUOVA DISCIPLINA DEL TESTO UNICO.

1. Il processo di modifica del Testo Unico all'indomani della approvazione della tredicesima direttiva

Negli ultimi mesi la disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto contenuta nella Parte IV, Titolo II, Capo II del decreto legislativo n. 58 del 1998 (il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di seguito anche il “**Testo Unico**”) è stata oggetto di una serie di interventi di modifica da parte del legislatore italiano, dapprima con la approvazione del decreto legislativo n. 229 del 19 novembre 2007 ⁽⁷⁴⁾ - in attuazione della delega contenuta nella legge 18 aprile 2005, n. 62 - con cui è stata recepita nell'ordinamento nazionale la direttiva comunitaria 2004/25/CE (la “**Direttiva Opa**”) ⁽⁷⁵⁾, ad oltre un anno dalla scadenza del relativo

⁽⁷⁴⁾ D.lgs. n. 229 del 19 novembre 2007, pubblicato nella *Gazzetta Ufficiale* - Serie Generale n. 289 del 13 dicembre 2007, ed entrato in vigore il 28 dicembre 2007.

⁽⁷⁵⁾ La Direttiva 2004/25/CE del Parlamento e del Consiglio Europeo è stata approvata il 21 aprile 2004 e pubblicata in G.U.U.E. L 142/12 del 30 aprile 2004, è entrata in vigore l'11 maggio 2004. Per alcuni commenti sulla direttiva si veda M. VENTORUZZO, *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends*, in 41 *Texas Int. L. J.*, 2006, p. 171 ss.; Inoltre A. ANGELILLIS - C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche d'acquisto e sulla posizione espressa nel documento della Commissione Europea*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1106 ss.; M. BENEDETTELLI, *Offerte pubbliche d'acquisto e concorrenza tra ordinamenti nel sistema comunitario*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2007, I, p. 551 ss.; E. BERGLOF - M. BURKART, *European Takeover Regulation*, in *Economic Policy*, 2003, p. 171-213; B. CLARKE, *Takeover Regulation-through the regulatory looking glass*, in *German Law Journal*, pp. 381-412; J. CHUAH, *A new framework for takeover bids in the EU*, in *Finance and Credit Law*, 2002, p. 1 ss.; G. DI MARCO, *Un nuovo tentativo per una disciplina comunitaria delle opa*, in *Le Società*, 2002, p. 1435 ss.; V. EDWARDS, *The Directive On Takeover Bids - Not Worth the Paper It's Written On?* in *ECFR*, 2004, p.416 ss.; J. ELOFSON, *Lie Back and Think of Europe: Americal Reflections on the EU Takeover Directive*, in 22 *Wisconsin International Law Journal*, 2004, p. 523 ss.; G. HERTIG - M.A. MCCAHERY, *Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition?*; in *Ecgi Law Working paper n. 12*, 2003; H. HIRTE, *The Takeover Directive - A Mini-Directive on The Structure of the Corporations, It is a Trojan Horse?* in *ECFR*, 2005, p. 1 ss.; G. KEMPERINK - J. STUYCK, *The thirteenth company law Directive and competing bids*, in *Common market Law Review*, 2008, p. 93-130; C. KIRCHNER - R.W. PAINTER, *Takeover Defenses Under Delaware Law: The Proposed Thirteenth EU Takeover Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform*, in 50 *Am. J. Comp. L.* 2002, p. 451 ss.; S. MAUL - A. KOULORIDAS, *The takeover bids Directive*, in *German Law Journal*, 2004, pp. 355-366; M. MENJUCQ, *The European Regime on Takeovers*, in

termine, quindi con la approvazione del decreto legge 29 novembre 2008, n. 185 ⁽⁷⁶⁾, entrato in vigore il 29 novembre 2008 e successivamente convertito in legge 28 gennaio 2009 n. 2, ed infine, con la approvazione del decreto legislativo 25 settembre 2009 n. 146, contenente disposizioni integrative e correttive al decreto legislativo n. 229 del 19 novembre 2007.

Inizialmente il legislatore, in sede di trasposizione della Direttiva Opa, in assenza di specifici criteri di delega per il recepimento della direttiva medesima, si era mantenuto fedele all'impianto normativo che aveva caratterizzato la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto sin dalla approvazione del Testo Unico nel 1998, intendendo con ciò *“preservare gli indirizzi di fondo che ispirano la disciplina delle offerte pubbliche”* ed, *in primis*, la tutela degli azionisti di minoranza e la promozione di un assetto normativo volto a favorire la contendibilità del controllo societario ⁽⁷⁷⁾. In particolare con il d.lgs. n. 229 del 2007 da un lato era stata confermata la obbligatorietà della regola di passività (cosiddetta *passivity rule* o *board neutrality rule*), dall'altro erano state introdotte nel Testo Unico la regola di neutralizzazione (cosiddetta *breakthrough rule*) e la regola di reciprocità

ECFR, 2006, p. 222 ss.; P.O. MULLBERT, *Make It Or Brake It, The Break-Through Rule As A Break-Through For The European Takeover Directive?*, in *ECGI Law Working Paper* n.13, 2003, disponibile anche sul sito <http://ssrn.com>; A. NILSEN, *The EU takeover Directive and the Competiveness of European Industry*, in *The Oxford Council on Good Governance Economy Analysis*, 2004, disponibile sul sito <http://www.oxfordgovernance.org>; T. PAPADOPOULOS, *The mandatory provisions of the EU Takeover Bid Directive and their deficiencies*, in *Law and Financial Market Review*, n. 11, 2007, disponibile anche sul sito <http://ssrn.com>; J. WINTER, *EU Company Law at the Crossroads*, in *Reforming Company Law and Takeover Law in Europe*, a cura di G. Ferrarini, K. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch, 2004, p. 3-20; E. WYMEERSCH, *The Takeover Bid Directive, Light and Darkness*, *Financial Law Institute Working Paper No. 2008-01*, disponibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1086987>, 2008; F. WOOLRIDGE, *The Recent Directive on Takeover-Bids*, in *European Business Law Review*, 2004. Per alcuni commenti generali in relazione all'impatto della Direttiva Opa sulla disciplina italiana si veda R. LENER - A. TUCCI, *La nuova disciplina delle opa e i poteri della Consob*, in *Le Società*, 2004, p. 550 ss.; inoltre S. BRAGANTINI, *L'Opa e la direttiva da buttare*, pubblicato sul sito <http://www.lavoce.info>; G. CADORE, *The European Directive On Takeover Bids And Its Impact on the Italian Legislation*, in *The Metropolitan Corporate Counsel*, n. 9, 2006, p. 16; G. OPROMOLLA, *La nuova normativa italiana sulle OPA e le misure difensive contro le OPA ostili. Cosa cambia?* in *Le Società*, 2007, p. 1441 ss.; L. SCIPIONE, *La nuova disciplina dell'o.p.a. Europea: un'ipotesi di regolamentazione minimale*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2005, pp. 22-42; M. TOLA, *La direttiva europea in materia di opa: prime riflessioni*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2005, I, pp. 490 ss.

⁽⁷⁶⁾ D.l. 29 novembre 2008, n. 185, recante *“Misure urgenti per il sostegno a famiglie, lavoro, occupazione e impresa e per ridisegnare in funzione anti-crisi il quadro strategico nazionale”*, pubblicato nella *Gazzetta Ufficiale* n. 280 de 29 novembre 2008 - S.O. n. 263/L.

⁽⁷⁷⁾ Si veda in proposito la Relazione Illustrativa allo Schema di Decreto Legislativo di Attuazione della Direttiva 2004/25/CE trasmessa alle Commissioni parlamentari in data 18 settembre 2007 dal Ministro per i rapporti con il Parlamento e le riforme istituzionali.

(cosiddetta *reciprocity rule*). La regola di passività, già contenuta nel previgente articolo 104 del Testo Unico, consiste nel divieto per gli amministratori della società *target* di adottare misure idonee a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, salvo che queste non siano state preventivamente autorizzate dall'assemblea degli azionisti⁽⁷⁸⁾. La regola di neutralizzazione, introdotta con l'articolo 104-*bis* del Testo Unico, consiste nel privare di efficacia, nei confronti dell'offerente, le misure di difesa preventiva, ovvero: (i) con riferimento al periodo di offerta, le limitazioni al diritto di voto o le limitazioni al trasferimento delle azioni previste nello statuto della *target* o in patti parasociali; e (ii) con riferimento alla prima assemblea degli azionisti successiva alla conclusione dell'offerta ed a condizione che l'offerente abbia acquistato almeno il 75% delle azioni con diritto di voto, le limitazioni al diritto di voto contenute nello statuto della *target* o in patti parasociali e i diritti speciali garantiti dallo statuto ad uno o più azionisti, relativamente alla nomina o revoca dei componenti dell'organo amministrativo⁽⁷⁹⁾. In proposito deve osservarsi che ancor prima del recepimento della Direttiva Opa la disciplina previgente già conteneva una disposizione analoga segnatamente ai sindacati di blocco, prevedendo la facoltà di recesso di ciascun aderente in caso di adesione ad una offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto le azioni sindacate⁽⁸⁰⁾. Infine, con il d.lgs. n. 229 del 2007, è stata introdotta all'art. 104-*ter*

⁽⁷⁸⁾ Sulla regola di passività nel vigore della disciplina previgente si rinvia a F. CHIAPPETTA, *Commento all'art. 104*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, 1998; C. MOSCA, *Commento all'art. 104*, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di P.G. Marchetti e L.A. Bianchi, I, 1999, pp. 226 ss.; F. VELLA, *Commento all'art. 104*, in *Testo Unico della Finanza*, a cura di G.F. Campobasso, 2002, II, pp. 900 e ss.; ID, *La nuova passivity rule nella disciplina italiana sulle offerte pubbliche d'acquisto: alla ricerca di un difficile equilibrio*, in *Banca impresa e società*, 2000, XIX, n.2; E. DESANA, *Art. 104, Autorizzazione dell'assemblea*, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, a cura di G. Cottino, 1999; D. REGOLI, *Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo dei soci in pendenza di opa*, in *Riv. soc.*, 2000, 5, 792; M. GATTI, *La società target in pendenza di offerta pubblica di acquisto*, in *giur. comm.*, 2000, pp. 599 e ss.; F. MUCCIARELLI, *Combinazioni aziendali e passivity rule*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2000, pp. 223 e ss.; G. FERRARINI, *A chi la difesa della società bersaglio?*, in *Mercato Concorrenza e regole*, 2000, pp. 140 e ss.

⁽⁷⁹⁾ Il divieto si riferisce a tutta la durata del periodo di offerta (art. 104-*bis*, comma 2 del Testo Unico). Cfr. A. ANGELILLIS - C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva*, cit, p. 1106 ss.; L. SCIPIONE, *La Disciplina delle misure di contrasto all'opa ostile, fra stabilità degli assetti azionari e contendibilità del controllo*, cit.

⁽⁸⁰⁾ Cfr. art. 123, comma 3 del Testo Unico, ai sensi del quale “[g]li 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”. La norma in oggetto non è stata abrogata dalla introduzione dell'art. 104-*bis* del Testo Unico, che al primo comma prevede invece una espressa esclusione della fattispecie regolata dall'art. 123, comma 3,

del Testo Unico la clausola di reciprocità, in base alla quale le misure anti-difese previste dagli articoli 104 e 104-*bis* del Testo Unico (rispettivamente la *passivity rule* e la *breakthrough rule*) possono essere disapplicate dalla società emittente oggetto di una offerta da parte di una società che non sia a sua volta sottoposta alle medesime norme⁽⁸¹⁾. In buona sostanza, con la approvazione del d.lgs. n. 229 del 2007, il legislatore nazionale aveva inteso creare un quadro normativo omogeneo senza abbassare il livello di contendibilità delle imprese nazionali, assicurando, invece, a quest'ultime la possibilità di difendersi ad armi pari in caso di offerta da parte di una società, appartenente ad un diverso ordinamento, che non avesse adottato le regole di passività e neutralizzazione previste dalla Direttiva Opa. Peraltro, la scelta del legislatore di confermare la *passivity rule* e di adottare la *breakthrough rule* era stata una decisione assai significativa nella prospettiva di incentivare lo sviluppo di un efficiente mercato del controllo societario in Italia, rendendo di fatto il regime italiano delle offerte pubbliche d'acquisto uno tra i meno protezionisti a livello europeo, anche in considerazione del fatto che la maggior parte degli altri Stati membri aveva deciso di avvalersi della facoltà riconosciuta dalla Direttiva Opa di non rendere obbligatorie le disposizioni anti-difese bensì di delegare a ciascuna società le relative determinazioni in materia di misure difensive (attraverso il meccanismo cosiddetto di *opt-out*)⁽⁸²⁾. Per altro verso alle società

del Testo Unico rispetto all'ambito di applicazione della regola di neutralizzazione (*verbatim* “[f]ermo quanto previsto dall'articolo 123, comma 3, gli statuti delle società italiane quotate [...]”). Per un commento alla disciplina del recesso dai patti parasociali si rinvia per tutti a P. MONTALENTI, *La società quotata*, Padova, 2007, pp. 152 e ss.

⁽⁸¹⁾ Per alcuni commenti sulla attuazione della direttiva in Italia si veda M. VENTORUZZO, *Takeover Regulation as a Wolf in Sheep's Clothing: Taking Armour & Skeel's Thesis to Continental Europe*, 2008, disponibile sul sito <http://www.ssrn.com>. Inoltre M. BENEDETTELLI, *Offerte pubbliche d'acquisto e concorrenza tra ordinamenti*, cit.; F. MUCCIARELLI, *L'attuazione della direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 448 ss.; ID., *Ma non è una rivoluzione*, disponibile sul sito <http://www.lavoce.it>; C. MALBERTI, *The Italian Regulation of Tender Offers at 15: One Step Forward, but how Many Steps Back?*, 2009, disponibile sul sito <http://www.ssrn.it>; L. RUSSI- M. DELL'ANTONA, *Offerte pubbliche d'acquisto: l'attuazione della direttiva 2004/25/CE da parte del legislatore delegato*, 2008, disponibile sul sito <http://www.dircomm.it>; 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, disponibile sul sito <http://www.innovazionediritto.unina.it>.

⁽⁸²⁾ Cfr. Commission Staff Working Document, *Report on the implementation of Directive on Takeover Bid*, Brussels, 21.02.2007, SEC(2007) 268. La Relazione mostrava la seguente situazione: Austria, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Lettonia, Lituania, Malta, Portogallo, Regno Unito, Slovacchia, Slovenia, Svezia e Ungheria avevano reso obbligatoria la *passivity rule*; Danimarca, Germania e Lussemburgo rimettevano alle società la scelta in merito all'applicazione della *passivity rule*. Italia, Lettonia e Lituania avevano reso obbligatoria la *breakthrough rule*. Austria, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda,

italiane che avessero promosso un'offerta pubblica di acquisto nei confronti di una società estera soggetta alle disposizioni anti-difese previste dalla Direttiva Opa non sarebbe stato possibile opporre la (mancanza) di reciprocità, dal momento che entrambe le disposizioni anti-difese erano state recepite nell'ordinamento italiano ⁽⁸³⁾.

Lo scenario descritto pocanzi è però mutato nel breve volgere di un anno dalla approvazione del d.lgs. n. 229 del 2007. La situazione di grave crisi economica venutasi a creare nell'autunno del 2008, la riduzione della capitalizzazione di borsa di alcuni tra i principali *player* presenti sul listino e il conseguente timore - manifestato pubblicamente da alcuni autorevoli esponenti delle istituzioni - che tali società potessero essere facile preda dei *raider* stranieri hanno, quindi, indotto il legislatore italiano ad invertire la rotta precedentemente seguita, intervenendo nuovamente sul Testo Unico ⁽⁸⁴⁾. Il Consiglio dei Ministri ha, dunque, varato il decreto legge 29 novembre 2008, n. 185 (il cd. “**Decreto Anti-Crisi**”), successivamente convertito in legge 28 gennaio 2009 n. 2, il cui art. 13 ha modificato gli art. 104, 104-*bis* e 104-*ter* del Testo Unico, rendendo opzionale

Lussemburgo, Malta, Portogallo, Regno Unito, Svezia, Slovacchia, Slovenia, Ungheria rimettevano alle società la scelta in merito all'applicazione della *breakthrough rule*. Si rinvia a quanto *infra* illustrato al quarto capitolo.

⁽⁸³⁾ Come giustamente rileva ASSONIME, Comunicazione del 28 agosto 2007 in risposta alla consultazione sullo Schema di Decreto Legislativo di Attuazione della Direttiva 2004/25/CE. Conseguentemente qualora una società italiana avesse lanciato un'offerta sui titoli di una società straniera sottoposta per legge o per statuto ad entrambe le norme anti-difese, quest'ultima non avrebbe potuto applicare alcuna misura difensiva, rendendo più agevole il successo dell'offerta.

⁽⁸⁴⁾ Si veda al riguardo l'audizione del Presidente della Consob del 14 ottobre 2008 presso la 6^a Commissione Finanze e Tesoro del Senato della Repubblica “*La crisi finanziaria internazionale e i suoi riflessi sull'economia italiana*”, pag. 24. Si vedano anche le considerazioni in merito alla *passivity rule* di L. ENRIQUES, *A dieci anni dal Testo Unico della Finanza: il ruolo delle autorità di vigilanza*, intervento preparato per il convegno “*Dieci anni di Testo unico della Finanza: bilanci e prospettive*”, Università di Roma Tor Vergata, 9 ottobre 2008 e pubblicato sul sito <http://www.consob.it>. Della straordinarietà di tale intervento da atto anche la VI Commissione permanente del Senato, secondo la quale “*tale sistema di protezione degli assetti proprietari delle società nazionali si giustificava unicamente in presenza di circostanze di carattere straordinario, come l'attuale momento di crisi economica e finanziaria, connotato da una elevata volatilità dei corsi azionari*” (cfr. il Resoconto sommario n. 102 del 29/07/2009, disponibile sul sito <http://www.senato.it>). E' stato, tuttavia, osservato che, se la minaccia principale temuta da vari organi istituzionali era costituita in prima istanza, dai cd. “fondi sovrani”, più volte chiamati in causa anche nelle interviste rilasciate ai *media*, allora la modifica della *passivity rule* non appare del tutto giustificata, considerato che tale regola non si sarebbe applicata comunque nei confronti dei fondi sovrani, a causa della mancanza di reciprocità. Cfr. per un rilievo in tal senso M. VENTORUZZO, *Un nuovo giro di giostra per la passivity rule*, (6 ottobre 2009), pubblicato sul sito Internet <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1001316.html>.

l'applicazione della *passivity rule* e della *breakthrough rule*. In altri termini, a partire dal 29 novembre 2008, le misure anti-difese - che fino ad allora erano state obbligatorie - sarebbero state applicate soltanto a quelle società il cui statuto avesse previsto espressamente un obbligo di astensione degli amministratori in relazione alle operazioni volte a contrastare il risultato di una offerta ovvero l'inefficacia dei limiti al trasferimento delle azioni o all'esercizio del diritto di voto ⁽⁸⁵⁾. A seguito delle anzidette modifiche l'effettiva operatività delle norme anti-difese veniva di fatto affidata alle stesse società, le quali erano pertanto padrone della scelta se rendersi più o meno contendibili nei confronti del mercato. La approvazione del Decreto Anti-Crisi e l'inversione di marcia operata dal legislatore in tema di misure difensive ha, tuttavia, destato notevoli critiche da parte degli operatori. Uno dei rilievi principali alla nuova regolamentazione consisteva nel fatto che, nonostante la scelta operata con il Decreto Anti-Crisi di lasciare alla discrezionalità degli emittenti la adozione delle misure anti-difese fosse stata adottata in via eccezionale in virtù del particolare contesto economico, i suoi effetti non sarebbero stati limitati nel tempo; ciò avrebbe reso, in prospettiva, il mercato dei capitali italiano meno attraente per gli investitori istituzionali, disincentivando l'afflusso di capitali dall'estero. Sulla base di tali considerazioni è stato, quindi, da più parti auspicato un ripristino della norme in vigore prima dell'emanazione del Decreto-Anti-Crisi, con il ritorno alla stabilità dei mercati azionari ⁽⁸⁶⁾. Il legislatore non si è però mostrato insensibile a tali osservazioni: in particolare, in occasione dell'esame presso le commissioni di Camera e Senato dello "Schema di decreto legislativo recante disposizioni correttive al d.lgs. n. 229 del 2007", nel corso del mese di luglio 2009, la stessa Commissione Finanze del Senato ha formulato delle osservazioni critiche nei confronti della legislazione di emergenza, invitando il

⁽⁸⁵⁾ Sul Decreto Anti-Crisi si veda ASSONIME, "Le modifiche alla disciplina sull'opa: regola di passività, regola di neutralizzazione e reciprocità (decreto anti-crisi n. 185 del 29 novembre 2008)", Circolare n. 18 del 15 aprile 2009, disponibile sul sito <http://www.assonime.it>; cfr. inoltre l'articolo di M. VENTORUZZO, "Le nuove norme sull'Opa e gli assetti di controllo", pubblicato sul quotidiano Il Sole24ore il 13 dicembre 2008 e reperibile anche sul sito <http://www.assinews.it>; l'articolo a cura di SHEARMAN&STERLING LLP "Società italiane quotate meno contendibili" del 19 dicembre 2008 pubblicato sul sito <http://www.shearman.com> e l'articolo a cura di CLEARY GÖTTLIEB STEEN & HAMILTON LLP "Legge Opa - Il Governo rende opzionali la passivity rule e la breakthrough rule" del 10 dicembre 2008 pubblicato sul sito <http://www.cgsh.com>.

⁽⁸⁶⁾ Si veda l'articolo "Dlgs Opa: Assonime al Parlamento, rimuovere restrizioni contendibilità" apparso su Radiocor in data 27 luglio 2009.

Governo a ritornare sulle proprie decisioni e ripristinare la disciplina delle misure difensive prevista prima della approvazione del Decreto Anti-Crisi ⁽⁸⁷⁾. Il Governo ha, infine, recepito tali indicazioni con l'approvazione del decreto legislativo n. 146 del 25 settembre 2009, recante disposizioni integrative e correttive del d.lgs. n. 229 del 2007 (il “**Decreto Correttivo**”), con cui è stata ripristinata l'obbligatorietà della regola di passività nel nostro ordinamento. L'efficacia delle disposizioni del Decreto Correttivo è stata fissata a decorrere dal 1° luglio 2010 al fine di consentire alle società quotate di adottare le eventuali misure statutarie di adeguamento alla nuova normativa: fino ad allora restano in ogni caso in vigore le norme introdotte dal Decreto Anti-Crisi e, pertanto, la regola di passività continua ad essere *medio tempore* obbligatoria soltanto per quelle società che hanno effettuato l'*opt-in* in via statutaria ⁽⁸⁸⁾. Nel prosieguo del capitolo si analizzeranno alcune delle principali modifiche apportate al Testo Unico in sede di attuazione della Direttiva Opa e, quindi, con i successivi interventi normativi, soffermandosi in particolare, sui criteri per la individuazione dell'ambito di competenza dell'autorità di vigilanza e del diritto applicabile e sulla disciplina delle misure difensive.

2. Legge applicabile e competenza della Consob

Nel prendere in considerazione le nuove norme in materia di offerte pubbliche di acquisto contenute nel Testo Unico la prima questione che occorre esaminare riguarda la definizione dell'ambito di applicazione della disciplina. Tale problematica è di importanza fondamentale in quanto sempre più di frequente vengono promosse offerte su società che hanno sede in uno Stato diverso da quello dell'offerente o i cui titoli sono negoziati in un mercato regolamentato in un altro Paese. Le offerte pubbliche di acquisto transfrontaliere, coinvolgendo soggetti ed interessi che operano in Paesi diversi, sono quindi suscettibili di essere oggetto di valutazione da parte di una pluralità di ordinamenti. Per comprendere esattamente la complessità di tali fattispecie basti considerare alcune ipotesi: (i) la società italiana “A” promuove un'offerta sulla

⁽⁸⁷⁾ Cfr. il Resoconto sommario n. 102 del 29/07/2009 della VI Commissione permanente del Senato della Repubblica, reperibile sul sito <http://www.senato.it>.

⁽⁸⁸⁾ Si veda il commento di M. VENTORUZZO, *Un nuovo giro di giostra per la passivity rule*, (6 ottobre 2009), pubblicato sul sito Internet <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1001316.html>.

società comunitaria “B” e (ii) sulla società extracomunitaria “C”; oppure (iii) la società estera “D” promuove un’offerta sulla società italiana “E”; oppure (iv) la società italiana “F” promuove un’offerta sulla società italiana “G” le cui azioni sono però quotate in un mercato regolamentato dello Stato H. Il diritto italiano è applicabile alle predette offerte? è la Consob l’organismo competente a valutare la correttezza dell’offerta? nei casi sopra descritti abbiamo visto che gli ordinamenti di volta in volta coinvolti sono due, da un lato quello italiano, in cui hanno sede le società “A”, “E”, “F” e “G” e dall’altro quello delle società estere “B”, “C” e “D”, ovvero dello Stato “H” sul quale sono negoziate le azioni della società “G”. Gli ordinamenti coinvolti possono però essere anche molteplici: come occorre regolarsi se, ad esempio, un offerente francese promuove un’offerta sui titoli di un’emittente, che ha sede in Italia ma le cui azioni sono quotate su un mercato regolamentato di un altro Stato comunitario, ad esempio la Germania? dovrà applicarsi la disciplina dello Stato dell’offerente (*i.e.* la legge francese), quella dello Stato dell’emittente (*i.e.* la legge italiana) oppure la disciplina prevista dall’ordinamento dello Stato sul cui mercato le azioni vengono negoziate (*i.e.* la legge tedesca)? ed inoltre, cosa accade se le azioni sono quotate in più mercati regolamentati di Stati diversi, ad esempio in Germania e in Francia? potrebbe in qualche misura rilevare la circostanza che i titoli sono detenuti da un soggetto residente in uno Stato diverso da quello in cui ha sede l’emittente e da quello sul cui mercato sono negoziati i titoli? ⁽⁸⁹⁾

⁽⁸⁹⁾ Esempi di tal genere non mancano nella prassi. Basti citare il caso Tag Heur in cui la società Moët Hennessy Luis Vuitton, costituita in Francia e con sede a Parigi aveva lanciato un’offerta pubblica di acquisto sulle azioni della Tag Heur International S.A., società costituita e con sede sociale in Lussemburgo ma i cui titoli erano quotati sul mercato svizzero. In un’altra occasione la società tedesca MAN aveva promosso un’offerta sulla società svedese Scania, i cui titoli erano quotati in Svezia: poiché però almeno cento soci di Scania erano residenti in Italia la Consob aveva ritenuto che si dovesse applicare il diritto italiano. Per un inquadramento del problema si veda M. BENEDETTELLI, “Corporate governance”, *mercati finanziari e diritto internazionale privato*, in *Rivista dir. int. priv. e proc.*, 1998, pp. 713 ss.; inoltre G.B. PORTALE - U. TOMBARI, *OPA transnazionale e decentramento delle strutture di governance*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2002, II, pp. 295 ss.; F. MUCCIARELLI, *Problemi aperti in tema di offerte pubbliche di acquisto transfrontaliere*, 2009, reperibile su internet all’indirizzo <http://www.associazionepreite.it/scritti/mucciarelli002.php>; R. MAGLIANO, *I nodi irrisolti della tredicesima direttiva*, in *Dir. comm. internaz.*, 2005, 02, pp. 283 e ss. G.M. UBERTAZZI, *L’offerta al pubblico nel diritto internazionale privato*, in *Giur. comm.*, 1975, II, p. 346-364; F. SEATZU, *Le o.p.a. nel diritto internazionale privato italiano*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2000, 05, 730.

Nell'affrontare le questioni sopra evidenziate deve preliminarmente rilevarsi che, nel disciplinare le offerte pubbliche di acquisto, ciascuno Stato può intervenire a protezione di un interesse specifico, che potrà di volta in volta essere la tutela degli investitori dai rischi dell'investimento, l'attrazione del capitale di rischio all'interno del proprio sistema economico o a favore di imprese in esso attive, la tutela delle minoranze azionarie dagli abusi del potere dei soci di controllo e da cambiamenti del controllo societario, la garanzia della contendibilità del controllo societario o, al contrario, la stabilità del governo societario; la difesa della "nazionalità" dell'emittente; la protezione della efficienza del mercato di valori mobiliari⁽⁹⁰⁾. Considerato, altresì, che le legislazioni statali dei singoli Paesi possono essere, e normalmente sono, differenziate tra loro, si pone, dunque, il problema di stabilire quale sia la disciplina applicabile al caso concreto. Negli esempi sopra esaminati la sussistenza di plurimi elementi di connessione tra mercati mobiliari e comunità statali (*e.g.* la nazionalità, il domicilio, la residenza o la sede degli investitori, la legge dello Stato di costituzione dell'emittente ovvero dell'offerente, la legge ai sensi della quale è organizzato il mercato nel quale i titoli sono negoziati) determina la possibilità che un medesimo mercato di strumenti finanziari e/o una medesima offerta possono essere assoggettati alla disciplina di diversi ordinamenti, con un conseguente concorso, e potenziale conflitto di giurisdizioni e di leggi⁽⁹¹⁾.

Nella prassi le situazioni di conflitto vengono regolate da ciascuno Stato in base al proprio sistema di diritto internazionale privato. Ciascuno Stato è libero di stabilire autonomi criteri di coordinamento tra ordinamenti. Per quanto riguarda l'Italia, prima della approvazione della Direttiva Opa non era prevista alcuna norma di conflitto che consentisse la individuazione della legge applicabile in caso di un'offerta pubblica d'acquisto transfrontaliera. Nonostante la mancanza di una disposizione espressa l'ambito di applicazione del diritto italiano poteva

⁽⁹⁰⁾ M. BENEDETTELLI, *Offerte pubbliche d'acquisto e concorrenza tra ordinamenti*, cit., pp.551 ss.

⁽⁹¹⁾ M. BENEDETTELLI, *Ibidem*. Per alcune considerazioni più generali sull'argomento si veda ID., *Mercato comunitario delle regole e riforma del diritto societario italiano*, in *Rivista delle Società*, 2003, p. 699 ss.; F. SEATZU, *Le o.p.a. nel diritto internazionale privato italiano*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2000, 05, 730; S.M. CARBONE, *Lex mercatus e lex societatis tra i principi di diritto internazionale privato e disciplina dei mercati finanziari*, in *Rivista di dir. int. priv. e proc.*, 2007, pp. 27-61.

desumersi sulla base della *ratio* della disciplina delle offerte pubbliche: più precisamente essendo questa volta a tutelare la correttezza ed efficienza del mercato nonché la protezione dei destinatari dell'offerta, conseguentemente la disciplina italiana doveva ritenersi applicabile a tutte le offerte aventi titoli quotati in Italia ovvero rivolte a soggetti residenti o domiciliati in Italia. Sulla base di tale ragionamento anche la Consob aveva dunque affermato in passato la propria competenza in tutti i casi in cui fossero stati coinvolti più di cento investitori residenti o domiciliati in Italia, anche quando né l'emittente né l'offerente fossero società di diritto italiano ⁽⁹²⁾.

Uno degli obiettivi perseguiti dal legislatore comunitario con la Direttiva Opa è stato appunto quello di introdurre un sistema di coordinamento tra gli ordinamenti degli Stati membri al fine di evitare il possibile insorgere di situazioni conflittuali ⁽⁹³⁾. La Direttiva Opa si applica, però, soltanto alle offerte successive o strumentali all'ottenimento del controllo di una società avente la sede in uno Stato dell'Unione e i cui titoli siano negoziati in un mercato regolamentato di uno Stato membro, mentre al di fuori di tale ipotesi tornano ad applicarsi le regole di coordinamento delle situazioni di conflitto previste da ciascuno Stato. Per quanto riguarda l'individuazione del diritto applicabile ad una offerta l'art. 4, comma 2 della Direttiva Opa, prevede che l'autorità cui compete la vigilanza sul rispetto della normativa sia quella dello Stato membro in cui l'emittente ha la sua sede legale, sempreché i suoi titoli siano negoziati su un mercato regolamentato di tale Stato. Qualora, invece, non vi sia coincidenza tra lo Stato di incorporazione e lo Stato in cui le azioni sono quotate, la competenza spetterà all'autorità dello Stato membro sul cui mercato regolamentato i titoli sono ammessi alla negoziazione; se, però, i titoli sono ammessi alla

⁽⁹²⁾ F. MUCCIARELLI, *Problemi aperti in tema di offerte pubbliche di acquisto transfrontaliere*, cit. Si veda anche la Comunicazione CONSOB n. DEM/4001931 del 13 gennaio 2004. Inoltre F. MUCCIARELLI, *L'attuazione della direttiva opa nell'ordinamento italiano*, cit., p. 448 ss.

⁽⁹³⁾ Cfr. M.M SIEMS, *The rules of Conflict of Laws in the European Takeover Directive*, in *ECFR*, 2004, pp. 458-476. Tuttavia rileva Benedettelli che *“il coordinamento tra ordinamenti giuridici per la disciplina di rapporti privatistici presenta nella materia in esame profili di particolare complessità, anche a causa degli interessi di rilevanza pubblica coinvolti e delle forti limitazioni che questi pongono alla autonomia negoziale, e non sembra possa attuarsi sulla sola base di direttive comunitarie e della normativa statale di recepimento. Tale complessità impone invece che l'operatore giuridico, nel ricostruire il contenuto della disciplina di armonizzazione, dia rilievo anche ad altre fonti, e tra queste alle norme primarie del trattato istitutivo della Comunità Europea, nonché ad alcuni principi di coordinamento tra i diritti degli Stati membri che, come rilevato in altra sede,, da tali norme primarie possono desumersi in via interpretativa”* (cfr. M. BENEDETTI, *Offerte pubbliche d'acquisto e concorrenza tra ordinamenti*, cit., pp. 551 ss.).

negoziante nei mercati regolamentati di più Stati membri, la competenza sarà attribuita all'autorità dello Stato membro in cui i titoli sono stati ammessi alla negoziazione per la prima volta, ovvero, in caso di simultanea quotazione in più mercati regolamentati in Stati diversi da quello della sede dell'emittente, sarà competente l'autorità dello Stato membro scelto dalla società emittente. L'autorità di vigilanza designata, per legge o per scelta dell'emittente, applicherà la normativa del proprio Stato per quanto riguarda il corrispettivo dell'offerta, la procedura dell'offerta e la disciplina concernente le informazioni da rendere note al mercato, il contenuto dei documenti di offerta e la divulgazione dell'offerta. Inoltre, i provvedimenti assunti da detta autorità riguardo al documento di offerta devono essere riconosciuti negli altri Stati membri. Per quanto riguarda, invece, le questioni che rientrano nel diritto delle società, tra cui la determinazione della soglia di partecipazione al capitale dell'emittente che fa scattare l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica d'acquisto, le deroghe all'obbligo di promuovere l'offerta, l'applicabilità della *passivity rule*, le informazioni da fornire ai dipendenti dell'emittente, l'autorità competente è quella dello Stato membro in cui l'emittente ha la propria sede sociale; tale autorità applicherà con riguardo alla disciplina delle predette questioni, la legge dello Stato membro cui appartiene⁽⁹⁴⁾. In sintesi deve rilevarsi che il legislatore comunitario ha dunque preferito il criterio della *lex fori*, per cui le autorità di ciascuno Stato membro che siano competenti in merito ad un'offerta, applicheranno esclusivamente la legge di quello Stato. I provvedimenti di tale autorità hanno validità anche al di fuori dei confini nazionali e devono essere riconosciuti dagli altri Stati membri. Ciò non esclude tuttavia la possibilità che insorgano problemi di coordinamento nei casi in cui vi siano due autorità competenti e che applicano leggi diverse, come potrebbe accadere quando sia riconosciuta la competenza di un'autorità per le questioni procedurali e di una diversa autorità per gli aspetti di diritto societario. Deve infine osservarsi che la Direttiva Opa attribuisce ai privati, in particolari e determinate ipotesi, poteri di scelta dell'ordinamento competente⁽⁹⁵⁾.

⁽⁹⁴⁾ Si veda M. BENEDETTELLI, *Ibidem*. Inoltre F. SEATZU, *Le o.p.a. nel diritto internazionale privato italiano*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2000, 05, 730; M.M. SIEMS, *The rules of Conflict of Laws in the European Takeover Directive*, in *ECFR*, 2004, pp. 458-476.

⁽⁹⁵⁾ M. BENEDETTELLI, *Offerte pubbliche d'acquisto e concorrenza tra ordinamenti*, cit., pp. 551 ss.

Le disposizioni della Direttiva Opa sono state recepite dal legislatore nazionale all'art. 101-ter del Testo Unico. Tale norma si occupa innanzitutto di disciplinare il riparto di competenze tra la Consob e le altre autorità degli Stati membri: come previsto dalla Direttiva Opa tale riparto riguarda però esclusivamente le “*offerte pubbliche di acquisto o di scambio, aventi ad oggetto titoli di società regolate dal diritto di uno Stato comunitario, e strumentali o successive all’acquisizione del controllo secondo il diritto nazionale della società emittente*”. Vale a dire che da tale riparto di competenze devono considerarsi escluse tutte le offerte pubbliche che non siano funzionali all’acquisto del controllo ⁽⁹⁶⁾. In particolare al terzo comma dell’art. 101-ter del Testo Unico sono previste le ipotesi in cui si afferma la competenza della Consob: si tratta delle offerte (i) aventi a oggetto titoli emessi da una società italiana e ammessi alla negoziazione su uno o più mercati regolamentati italiani; (ii) aventi ad oggetto titoli emessi da una società la cui sede legale è situata in uno Stato comunitario diverso dall’Italia e ammessi alla negoziazione esclusivamente su mercati regolamentati italiani; (iii) aventi ad oggetto titoli emessi da una società la cui sede legale è situata in uno Stato comunitario diverso dall’Italia e ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati italiani e di altri Stati comunitari diversi da quello dove la società ha la propria sede legale, qualora siano stati ammessi per la prima volta alla negoziazione su un mercato regolamentato italiano ovvero, qualora i titoli siano stati ammessi per la prima volta alla negoziazione contemporaneamente su di un mercato regolamentato italiano e su mercati regolamentati di altri Stati comunitari, nel caso in cui la società emittente scelga la Consob quale autorità di vigilanza. Qualora venga riconosciuta la competenza della Consob, quest’ultima applicherà sempre e comunque la legge italiana riguardo alle questioni procedurali, quali il

⁽⁹⁶⁾ Si veda S. AMOROSINO, *Funzioni e poteri della Consob “nouvelle”*, in *Banca borsa tit. cred.* 2008, 02, pp. 137 e ss. Cfr. ad esempio il Documento di Offerta relativo alla offerta pubblica d’acquisto promossa da Terre Alte S.p.A. sulle azioni ordinarie di Permasteelisa S.p.a., pubblicato sul sito <http://www.consob.it>, p. 29. Si noti che ai sensi dell’art. 101-bis le disposizioni di cui all’art. 104-ter non si applicano alle:

- a) offerte pubbliche di acquisto o di scambio aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli;
- b) offerte pubbliche di acquisto o scambio che non hanno ad oggetto titoli che attribuiscono il diritto di voto sugli argomenti di cui all’articolo 105, commi 2 e 3;
- c) offerte pubbliche di acquisto o di scambio promosse da chi detiene individualmente, direttamente o indirettamente, la maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell’assemblea ordinaria della società;
- d) offerte pubbliche di acquisto aventi ad oggetto azioni proprie.

corrispettivo offerto e la procedura di offerta, anche per quanto attiene gli obblighi di informazione sulla decisione dell'offerente di procedere all'offerta, il contenuto del documento di offerta e la divulgazione dell'offerta⁽⁹⁷⁾. Ne consegue che, qualora l'offerta riguardi un emittente italiano, ma i titoli siano quotati su un altro mercato comunitario, la procedura di offerta e le questioni concernenti il corrispettivo saranno regolate dalla legge dello Stato in cui si trova tale mercato regolamentato. Per quanto riguarda, invece, le questioni di diritto societario, l'individuazione della soglia il cui superamento fa insorgere l'obbligo di promuovere un'offerta, le eventuali esenzioni da tale obbligo, i presupposti per la applicazione di *passivity rule*, *breakthrough rule* e *reciprocity rule*, nonché per le questioni relative alla informativa dei dipendenti, occorrerà fare riferimento alla legge del luogo in cui ha sede la società, per cui si applicherà la legge italiana ogni qual volta l'emittente abbia la propria sede sociale in Italia.

2.1. Conflitti di competenza e cumulo delle discipline

Dopo aver esaminato il meccanismo con cui si determina la competenza dell'autorità di vigilanza e il diritto applicabile alle offerte intracomunitarie occorre ora soffermarci brevemente sulla questione delle offerte che coinvolgono uno o più soggetti extracomunitari. Considerato che i criteri individuati dalla Direttiva Opa si applicano soltanto alle offerte che abbiano ad oggetto titoli di una società costituita ai sensi della legge di uno Stato membro, e di cui una parte o la totalità dei titoli siano ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato di uno o più Stati membri, la Direttiva Opa non risolve, dunque, i problemi di competenza che possono insorgere

⁽⁹⁷⁾ Quando sia stata accertata la competenza della Consob si applicano le norme procedurali di cui agli art. 102 e 103 del Testo Unico. L'offerente deve comunicare senza indugio alla Consob e al mercato la decisione di promuovere l'offerta, ovvero il sorgere del relativo obbligo. Entro venti giorni da tale comunicazione l'offerente deve trasmettere a Consob il documento d'offerta. In caso di mancato rispetto del termine previsto per il deposito del documento d'offerta, l'offerente non potrà lanciare una nuova offerta sugli strumenti finanziari del medesimo emittente nei dodici mesi successivi. La Consob, ricevuto il documento d'offerta ha quindici giorni di tempo per approvarlo (trenta giorni in caso l'offerta abbia per oggetto o corrispettivo titoli non quotati), salvo interruzione dei termini per un massimo di ulteriori quindici giorni quando ciò sia necessario per apportare modifiche o integrazioni al documento. Si rinvia in proposito a E. PEDERZINI, *Profili contrattuali delle offerte pubbliche d'acquisto*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, n. 261, 2004, pp. 104 e ss. Per alcune osservazioni critiche al testo della norma in relazione al contenuto della comunicazione di promuovere l'offerta si veda ASSONIME, comunicazione del 28 agosto 2007, cit. Si veda anche S. RUSSO, *La nuova direttiva n. 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche d'acquisto*, 2004 disponibile sul sito <http://www.altalex.it>.

quando in una offerta pubblica di acquisto siano coinvolti soggetti o mercati di Paesi extracomunitari. Si pensi all'ipotesi di una offerta pubblica di acquisto lanciata da una società cinese su una società italiana i cui titoli sono quotati in un altro mercato extracomunitario, ancorché con titoli diffusi in Italia; oppure l'ipotesi di un'offerta lanciata sulle azioni di una società canadese quotata in Italia o con titoli diffusi in Italia. Nelle ipotesi descritte pocanzi torneranno ad applicarsi i criteri generali in vigore prima dell'attuazione della Direttiva Opa, in base ai quali il diritto italiano si applica indipendentemente dalla nazionalità della società emittente (e della società offerente) quando i titoli siano diffusi sul mercato italiano (ovvero siano detenuti da almeno cento soggetti residenti in Italia). Ciò a prescindere dal fatto che anche altri ordinamenti possano ritenersi competenti a disciplinare l'offerta, con la conseguenza che potrebbero sorgere conflitti positivi di competenza, nonché il problema di applicare cumulativamente leggi di ordinamenti diversi⁽⁹⁸⁾. Analogamente un problema di conflitto di competenza potrebbe crearsi nel momento in cui sia una società italiana a lanciare un'offerta su una società extracomunitaria, ovvero con titoli diffusi in un Paese extracomunitario. Per ovviare al problema dell'applicazione cumulativa delle discipline di più ordinamenti è prassi nel momento in cui un offerente italiano promuove un'offerta sui titoli di una società ad azionariato diffuso quella inserire delle restrizioni nel documento di offerta volte ad escludere dai destinatari dell'offerta i soggetti residenti in quei Paesi con pretese di applicazione universalistica delle leggi del proprio ordinamento, anche quando l'offerta sia stata lanciata su di una società che non ha la sede in tale Stato⁽⁹⁹⁾. In genere vi sono due tipi di restrizioni che vengono utilizzate alternativamente o, talora, cumulativamente: la prima, con cui si prevede la esclusione dall'offerta dei soggetti residenti nei Paesi in cui la promozione dell'offerta non è consentita in assenza di un'autorizzazione da parte dell'autorità di vigilanza; la seconda, invece, che prevede il divieto di pubblicizzare il documento d'offerta nei mercati dei Paesi sopra menzionati. In realtà, come è stato correttamente messo in evidenza da un Autore, soltanto la seconda formulazione appare compatibile con il diritto italiano, dal momento che nel primo caso si realizzerebbe una

⁽⁹⁸⁾ F. MUCCIARELLI, *Problemi aperti in tema di offerte pubbliche di acquisto transfrontaliere*, cit.

⁽⁹⁹⁾ Si tratta di Stati Uniti, Canada, Australia e Giappone.

discriminazione degli oblati in ragione del diverso Stato di residenza, cosa che appare in violazione del principio di parità di trattamento sancito dal Testo Unico ⁽¹⁰⁰⁾.

3. Le misure anti-difese nella nuova disciplina del Testo Unico

Uno degli aspetti fondamentali della normativa sulle offerte pubbliche d'acquisto è rappresentato dalla disciplina delle misure difensive che possono essere adottate dalle società oggetto dell'offerta. Al legislatore nazionale, in sede di recepimento della Direttiva Opa, era stata rimessa la scelta fra quattro modelli di base: da un modello più liberale, che prevedeva l'adozione della *passivity rule* e della *breakthrough rule*, ad un modello più protezionista, che escludeva l'applicazione di entrambe le norme, passando per due modelli intermedi in cui veniva resa obbligatoria una soltanto delle due regole anti-difese. A ciò si aggiungeva la possibilità di introdurre la clausola di reciprocità (c.d. *reciprocity rule*), in base alla quale una società soggetta alle norme anti-difese ai sensi del proprio ordinamento avrebbe potuto disapplicarle quando essa fosse stata oggetto di una offerta proposta da un soggetto che non fosse a sua volta sottoposto alle medesime norme ⁽¹⁰¹⁾.

3.1 La passivity rule

La regola di passività ha da sempre rappresentato uno dei cardini fondamentali della normativa italiana sulle offerte pubbliche d'acquisto: sin dalla approvazione del Testo Unico nel 1998, era stabilito che in pendenza di un'offerta pubblica di acquisto gli amministratori della società

⁽¹⁰⁰⁾ Tale violazione sembra ancor più palese quando si tratti di un'offerta obbligatoria, in quanto sarebbe contrario alla *ratio* dell'istituto che un socio di minoranza che venisse discriminato in base alla residenza non potendo consegnare le proprie azioni in offerta e dunque senza poter beneficiare del premio di maggioranza pagato dall'offerente in occasione del cambio di controllo. Si veda F. MUCCIARELLI, *Problemi aperti in tema di offerte pubbliche di acquisto transfrontaliere*, cit. Si veda anche M. TOLA, *Opa e tutela delle minoranze*, 2008, pp. 87 ss.; M. LAMANDINI, *Commento all'art. 103*, in *Testo Unico della Finanza*, a cura di G.F. Campobasso, 2000, II, p. 880 e ss.; F. CANNELLA, *Commento all'art. 103*, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di P.G. Marchetti e L.A. Bianchi, I, 1999, p. 226 ss.; D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, 2007, pp. 369 ss.

⁽¹⁰¹⁾ M. GATTI, *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto*, in *Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 2005, pp. 416-433; si veda anche A. ANGELILLIS - C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva*, cit. p. 1106 ss.; F. MUCCIARELLI, *L'attuazione della direttiva opa nell'ordinamento italiano*, cit. p. 448 ss.; cit.; M. VENTORUZZO, *Takeover Regulation as a Wolf in Sheep's Clothing: Taking Armour & Skeel's Thesis to Continental Europe*, cit.

emittente oggetto dell'offerta dovessero astenersi dall'intraprendere qualsiasi azione idonea ad ostacolare il successo dell'offerta ⁽¹⁰²⁾. La decisione in merito all'adozione di eventuali azioni o misure difensive avrebbe dovuto essere demandata all'assemblea dei soci; inoltre la deliberazione dell'assemblea avrebbe dovuto essere adottata con il voto favorevole di almeno il 30% del capitale sociale, onde evitare una decisione di grande importanza come quella relativa alla adozione di misure difensive potesse essere approvata in assemblea nonostante una ridotta partecipazione dei soci. La *ratio* della regola di passività va ricondotta all'assunto che siano gli azionisti, in quanto "proprietari" della società, e destinatari dell'offerta, a dover avere l'ultima parola circa la cessione del controllo della società e dunque circa decidere se mettere in atto o meno misure difensive ⁽¹⁰³⁾. D'altra parte, invece, gli amministratori sarebbero meri "tutori di interessi altrui" e, pertanto, non spetterebbe loro il potere di compiere operazioni in grado di modificare la compagine sociale ⁽¹⁰⁴⁾. La regola di passività sopra enunciata era rimasta pressoché inalterata nella sua originaria formulazione, salvo alcune modifiche marginali apportate in sede di attuazione della Direttiva Opa, fino al 28 novembre del 2008, quando è stata modificata dal Decreto Anti-Crisi, nella formulazione attualmente in vigore, che ha escluso l'obbligatorietà della

⁽¹⁰²⁾ Si veda per tutti R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. Colombo e G. B. Portale, Torino, 1993, pp. 317 e ss.

⁽¹⁰³⁾ Si veda a riguardo la Audizione del Vice Ministro dell'Economia e delle Finanze Pinza sull'attuazione delle direttiva 2004/25/CE in materia di offerta pubblica di acquisto, in Resoconto stenografico n. 12 del 31/07/2007 della VI Commissione permanente del Senato della Repubblica, reperibile sul sito <http://www.senato.it>. Inoltre ASSONIME, *Comunicazione del 28 agosto 2007* in risposta alla consultazione sullo Schema di Decreto Legislativo di Attuazione della Direttiva 2004/25/CE. Per approfondimenti sulla genesi e sulla *ratio* della regola di passività nel Testo Unico della Finanza si rinvia a R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. Colombo e G. B. Portale, Torino, 1993, pp. 317 e ss. Inoltre F. CHIAPPETTA, *Commento all'art. 104*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, 1998; C. MOSCA, *Commento all'art. 104*, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di P.G. Marchetti e L.A. Bianchi, I, 1999, pp. 226 ss.; F. VELLA, *Commento all'art. 104*, in *Testo Unico della Finanza*, a cura di G.F. Campobasso, 2002, II, pp. 900 e ss.; ID, *La nuova passivity rule nella disciplina italiana sulle offerte pubbliche d'acquisto: alla ricerca di un difficile equilibrio*, in *Banca impresa e società*, 2000, XIX, n.2; E. DESANA, *Art. 104, Autorizzazione dell'assemblea*, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, a cura di G. Cottino, 1999; M. GATTI, *La società target in pendenza di offerta pubblica di acquisto*, in *giur. comm.*, 2000, pp. 599 e ss. F. MUCCIARELLI, *Combinazioni aziendali e passivity rule*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2000, pp. 223 e ss.; G. FERRARINI, *A chi la difesa della società bersaglio?*, in *Mercato Concorrenza e regole*, 2000, pp. 140 e ss.

⁽¹⁰⁴⁾ La tesi è riportata da F. MUCCIARELLI, *Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto. Le difese successive contro offerte pubbliche di acquisto di azioni quotate*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, n. 265, 2004, p. 56.

passivity rule, realizzando un completo rovesciamento della prospettiva adottata inizialmente dal legislatore italiano nel 1998. Con il Decreto Correttivo del 25 settembre 2009 il governo ha apportato nuove misure integrative e correttive del decreto legislativo di attuazione della Direttiva Opa, tra cui, in particolare, il ripristino della *passivity rule*, la cui efficacia è stata fissata a decorrere dal 1° luglio 2010, salva comunque la possibilità che ciascuna società ne escluda statutariamente l'applicabilità. Ne consegue che se una società non dovesse avvalersi della facoltà di *opt-out* concessa dal Decreto Correttivo, a partire dal 1° luglio del 2010 gli amministratori di quell'emittente dovranno ottenere la preventiva autorizzazione dei soci prima di adottare qualsiasi misura difensiva ⁽¹⁰⁵⁾.

In definitiva, nel giro di circa ventidue mesi il legislatore ha mutato orientamento a più riprese, dapprima prevedendo l'imperatività della regola di passività, nel novembre 2007, quindi rendendo tale regola facoltativa, nel novembre 2008, ed, infine, introducendo nuovamente la *passivity rule* nel settembre 2009, ma consentendone la derogabilità in via statutaria. Tale atteggiamento ha dato adito a qualche perplessità, sia in relazione alla effettiva necessità della legislazione d'emergenza, sia con riferimento alla ponderazione delle scelte legislative: certamente un contesto normativo in continuo cambiamento non agevola gli operatori economici, costretti a seguire il tragitto onddivago del legislatore. A ciò si aggiunga la circostanza che, al fine di consentire alle società interessate di adeguare i propri statuti alla nuova normativa, l'efficacia delle disposizioni previste dal Decreto Correttivo è stata differita al luglio 2010 e che, pertanto, *medio tempore*, resta in vigore la disciplina introdotta con il Decreto Anti-Crisi ⁽¹⁰⁶⁾.

⁽¹⁰⁵⁾ Sul Decreto Anti-Crisi si veda ASSONIME, “*Le modifiche alla disciplina sull’opa: regola di passività, regola di neutralizzazione e reciprocità (decreto anti-crisi n. 185 del 29 novembre 2008)*”, Circolare n. 18 del 15 aprile 2009, disponibile sul sito <http://www.assonime.it>; inoltre L. SCIPIONE, *La Disciplina delle misure di contrasto all’opa ostile, fra stabilità degli assetti azionari e contendibilità del controllo*, cit. Sul Decreto Correttivo si rinvia a M. VENTORUZZO, *Un nuovo giro di giostra per la passivity rule*, (6 ottobre 2009), pubblicato sul sito Internet <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1001316.html>; inoltre U. TOMBARI, G. NARDONE, *Passivity rule: un ritorno al passato repentino?*, (7 ottobre 2009), reperibile sul sito internet http://www.nelmerito.com/index.php?option=com_content&task=view&id=836&Itemid=71; inoltre l’articolo a cura di CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON LLP, *Modifiche alla Disciplina OPA – La Passivity Rule sarà nuovamente obbligatoria (con possibile opt-out)*, del 25 settembre 2009, reperibile sul sito internet <http://www.cgsh.com>.

⁽¹⁰⁶⁾ Si veda M. VENTORUZZO, *Un nuovo giro di giostra per la passivity rule*, (6 ottobre 2009), pubblicato sul sito Internet <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1001316.html>. L’Autore, pur ritenendo ragionevoli le

3.1.1 Natura e limiti dell'obbligo di astensione previsto dall'art. 104 del Testo Unico

Prima ancora di considerare il quadro normativo emergente alla luce delle ultime modifiche normative introdotte nel settembre del 2009, un soggetto che nel corso del primo semestre 2010 intendesse promuovere un'offerta pubblica di acquisto su di una società italiana (e dall'altro lato le società italiane che siano a loro volta oggetto di un'offerta) dovrebbe innanzitutto prendere in considerazione le disposizioni risultanti dalle modifiche introdotte con il Decreto Anti-Crisi, che restano in vigore fino al 30 giugno 2010. Ai sensi dell'art. 104 del Testo Unico, come modificato dal Decreto Anti-Crisi, le società italiane quotate hanno la facoltà di prevedere nello statuto che, ove sia promossa una offerta pubblica di acquisto sulle azioni della società medesima, gli amministratori debbano astenersi dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, se non ottengono la preventiva autorizzazione dell'assemblea, ordinaria o straordinaria a seconda delle delibere di competenza. Inoltre l'attuazione di qualsiasi decisione presa prima dell'annuncio dell'offerta, che non sia stata, in tutto o in parte, già eseguita, richiede l'autorizzazione dell'assemblea, ordinaria o straordinaria, qualora essa non rientri nel corso normale dell'attività della società e sia idonea di per sé a compromettere il successo dell'offerta. In sintesi, in base al testo attualmente in vigore, la regola di passività non opera di *default* ma soltanto per effetto del volontario *opt-in* da parte delle singole società. Pertanto, di norma, gli amministratori delle società italiane quotate potranno adottare liberamente qualsiasi misura difensiva, senza che sia necessario ricorrere ad alcuna autorizzazione assembleare ai sensi dell'art. 104 del Testo Unico, sempre a condizione che l'organo amministrativo sia in astratto competente a deliberare una data operazione. Diversamente, a partire dal 1° luglio 2010

modifiche apportate con il Decreto Correttivo, evidenzia che l'adozione da parte del legislatore di misure antisalata nel momento in cui vi è un calo dei corsi azionari, come accaduto nel 2008, rischia di incrinare la fiducia degli investitori nella borsa e di far aumentare il costo del capitale di rischio: infatti “*il grado di contendibilità degli emittenti non dovrebbe variare al fluttuare dei prezzi di mercato*” in quanto “*[è] proprio quando i prezzi di mercato sono bassi, che gli scalatori intervengono consentendo agli azionisti di vendere le azioni a premio*”. Inoltre cfr. U. TOMBARI, G. NARDONE, *Passivity rule: un ritorno al passato repentino?*, (7 ottobre 2009), reperibile sul sito internet http://www.nelmerito.com/index.php?option=com_content&task=view&id=836&Itemid=71; ed inoltre l'articolo a cura di CLEARY GOTTLIEB STEEN & HAMILTON LLP, *Modifiche alla Disciplina OPA – La Passivity Rule sarà nuovamente obbligatoria (con possibile opt-out)*, del 25 settembre 2009, reperibile sul sito internet <http://www.cgsh.com>.

saranno sottoposti di *default* al predetto divieto gli amministratori di tutte le società quotate italiane che non prevedano una espressa deroga alla applicazione della *passivity rule*, nei termini e con le modalità che verranno *infra* esaminate. Sono state illustrate in precedenza le ragioni per le quali il legislatore del 2008 ha inteso eliminare l'obbligo della *passivity rule*, segnatamente la volontà di “proteggere” le imprese nazionali da eventuali scalate; quanto, invece, alla decisione del legislatore di riservare comunque alle società quotate la possibilità di introdurre volontariamente nello statuto un obbligo di astensione degli amministratori, tale soluzione risponde, in teoria, alla esigenza di consentire alle società che lo desiderino di rendersi maggiormente contendibili. La scelta di aumentare il grado di contendibilità si giustifica, in teoria, con il fatto che sul mercato dei capitali le società non contendibili sono meno attraenti per gli investitori rispetto alle società contendibili, e dunque con l'esigenza di non scoraggiare l'afflusso di capitali e di ridurre il costo del capitale di rischio⁽¹⁰⁷⁾. In realtà, ad oltre un anno di distanza dalla introduzione della norma, non risulta che le società italiane quotate si siano avvalse della facoltà di *opt-in*. A ben vedere però anche l'introduzione della regola di passività per via statutaria, nella stragrande maggioranza dei casi, non sarebbe da sola bastata a rendere contendibile società il cui controllo è comunque blindato attraverso il ricorso a strutture piramidali e patti di sindacato.

In ogni caso, anche quando una società dovesse introdurre nello statuto la regola di passività, ovvero per quelle società che non avessero effettuato *opt-out* dopo il 1° luglio 2010, tale clausola non si tradurrebbe in una regola di passività assoluta⁽¹⁰⁸⁾, bensì in uno spostamento della competenza decisionale dall'organo amministrativo all'organo assembleare, ragion per cui la

⁽¹⁰⁷⁾ Si vedano le considerazioni di M. LAMANDINI, *Equity markets, market efficiency and contestability of control in a trans-Atlantic perspective. The regulatory conundrum of the ownership structure in an internationally integrated financial market in the wake of directive 2004/25/EC on takeover bids*, intervento alla ABA Section of International Law Conference – 2007 Fall Meeting, *Cross Border Mergers and Acquisitions and Protectionism in Europe*, The Grosvenor House, Londra, del 4 ottobre 2007.

⁽¹⁰⁸⁾ Sulla teoria della passività assoluta si veda F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *The Proper role of a target's management in responding to a tender offer*, 94 *Harvard law rev.*, 1981, p. 1161. Secondo tale teoria in pendenza di una offerta pubblica d'acquisto agli amministratori dovrebbero essere vietate tutte le operazioni sociali che possano ostacolare la riuscita dell'offerta, ivi inclusa la ricerca di offerte concorrenti.

regola di passività viene definita anche “*board neutrality rule*” ⁽¹⁰⁹⁾. Infatti all’organo amministrativo della *target* viene sì inibita l’adozione di misure difensive in pendenza di una offerta, ma esso non viene privato della facoltà di proporre alla assemblea degli azionisti la adozione di atti od operazioni idonei a contrastare l’offerta medesima. Ciò significa che la società *target* non è priva di qualsiasi strumento di difesa perché, se l’assemblea autorizza gli amministratori, questi possono comunque adottare misure difensive.

Sia il nuovo testo introdotto dal Decreto Correttivo sia la precedente versione contenuta nel Decreto Anti-Crisi pongono alcune problematiche interpretative del tutto simili, che possono pertanto essere affrontate congiuntamente: si tratta più precisamente delle questioni relative (i) ai *quorum* assembleari richiesti per la approvazione delle misure difensive, (ii) alla individuazione in concreto delle decisioni che devono essere sottoposte all’approvazione assembleare, (iii) alla decorrenza dell’obbligo di astensione.

La prima questione interpretativa che occorre affrontare in relazione alle disposizioni di cui all’art. 104 del Testo Unico riguarda la percentuale di capitale necessaria per l’approvazione della deliberazione assembleare di autorizzazione degli amministratori alla adozione di misure difensive nel caso in cui questa si renda necessaria, per legge o per statuto, per l’adozione di misure difensive. L’art. 104, secondo comma del Testo Unico, nel prevedere che le operazioni idonee a contrastare il successo dell’offerta debbano essere autorizzate dall’assemblea, contiene un rinvio al regolamento emanato dal Ministro della Giustizia quanto ai termini e alle modalità di convocazione dell’assemblea. In particolare l’art. 2 del decreto del Ministro di Grazia e Giustizia n. 437 del 5 novembre 1998 stabilisce che in pendenza di un’offerta pubblica d’acquisto le assemblee di cui all’art. 104 del Testo Unico sono convocate mediante avviso, contenente le indicazioni prescritte dall’art. 2366, primo comma, del codice civile, pubblicato sulla stampa nazionale almeno quindici giorni prima della data fissata per lo svolgimento della assemblea. La norma non contiene però alcuna indicazione circa il *quorum* necessario per la approvazione delle

⁽¹⁰⁹⁾ Per un approfondimento sul tema della individuazione della competenza decisionale ad adottare misure difensive si invia a G. FERRARINI, *A chi la difesa della società bersaglio?*, in *Mercato Concorrenza e regole*, 2000, p. 140.

relative delibere, diversamente dal precedente art. 104 del Testo Unico, laddove si richiedeva il voto favorevole di tanti soci che rappresentassero almeno il trenta per cento del capitale sociale ⁽¹¹⁰⁾. Ciò induce a ritenere che l'assemblea possa deliberare con le regole ordinarie in materia di *quorum* deliberativi, dovendosi fare riferimento al disposto degli artt. 2368, comma primo, e 2369, comma quarto, del codice civile ⁽¹¹¹⁾.

Un secondo tema che occorre affrontare per delimitare l'ambito di applicazione del divieto imposto agli amministratori dall'art. 104 del Testo Unico, consiste nella individuazione delle misure che dovrebbero essere sottoposte alla competenza assembleare nel contesto di un'offerta ⁽¹¹²⁾. In linea di massima un elenco delle misure difensive successive astrattamente applicabili (non tutte quelle individuate sono infatti consentite nell'ordinamento italiano) era stato predisposto dall'*High-Level Group of Company Law Experts*, ed includeva *inter alia* (i) le operazioni volte alla riduzione del numero di azioni acquistabili, quali l'acquisto di azioni proprie o l'acquisto di una partecipazione di minoranza da parte di un terzo soggetto "amico" degli amministratori della *target* (cd. *white squire*), (ii) le operazioni volte all'aumento del costo dell'offerta, tipicamente

⁽¹¹⁰⁾ Secondo Montalenti poiché in Italia l'azionista di controllo detiene di norma più del 30% del capitale la norma, nel prevedere l'approvazione assembleare con un quorum del 30% operava a tutela dell'*incumbent shareholder* essendo di ostacolo al ricambio del potere societario (cfr. P. MONTALENTI, *Opus: la nuova disciplina*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 1999, pp. 159 e ss.). Osserva Gatti che nella bozza del 19 dicembre 1997, la norma che disciplinava l'autorizzazione assembleare (art. 125 che rinviava al quorum stabilito, ai fini dell'opa obbligatoria, dall'art. 127) prevedeva che la Consob fissasse periodicamente soglie meno elevate di partecipazione, non inferiori al 15%, per singole società a elevata capitalizzazione e ad azionariato diffuso (cfr. M. GATTI, *La società target in pendenza di offerta pubblica di acquisto*, in *giur. comm.*, 2000, pp. 599 e ss.).

⁽¹¹¹⁾ Ai sensi del codice civile l'assemblea ordinaria è regolarmente costituita con l'intervento di tanti soci che rappresentino, in prima convocazione, almeno la metà del capitale sociale e delibera a maggioranza assoluta, salvo che lo statuto non richieda una maggioranza più elevata. In seconda convocazione l'assemblea delibera a maggioranza assoluta, qualunque sia la parte di capitale rappresentata dai soci partecipanti. L'assemblea straordinaria è, invece, regolarmente costituita con l'intervento di tanti soci che rappresentino, in prima convocazione, almeno la metà del capitale sociale (o la maggiore percentuale prevista dallo statuto), in seconda convocazione, oltre un terzo del capitale sociale (o la maggiore percentuale prevista dallo statuto) e, nelle convocazioni successive, almeno un quinto del capitale sociale (o la maggiore percentuale prevista dallo statuto). L'assemblea straordinaria delibera con il voto favorevole di oltre i due terzi del capitale rappresentato in assemblea (ovvero oltre la metà del capitale sociale, in qualsiasi convocazione, in caso di aumento di capitale da liberarsi in denaro e con esclusione del diritto in opzione).

⁽¹¹²⁾ Il tema è stato ampiamente discusso anche nel vigore della disciplina previgente. Si rinvia per tutti a M. GATTI, *La società target in pendenza di offerta pubblica di acquisto*, in *giur. comm.*, 2000, pp. 599 e ss.

l'aumento di capitale in opzione, (iii) le operazioni volte alla creazione di problematiche regolamentari con le autorità di vigilanza (e.g. i *managers* della *target* potrebbero procedere all'acquisto di un concorrente prima della chiusura dell'offerta al solo scopo di provocare l'apertura di un procedimento d'indagine da parte dell'autorità *antitrust*), ovvero promuovendo una serie di procedimenti giudiziari contro la stessa società *target*, (iv) la ricerca di un'offerta concorrente ⁽¹¹³⁾. Diverso è stato, invece, il criterio adottato dal legislatore comunitario, successivamente imitato dal legislatore nazionale. La Direttiva Opa non contiene, infatti, un catalogo di tali operazioni, benché essa indichi a titolo esemplificativo l'ipotesi della “*emissione di azioni che possano avere l'effetto di impedire all'offerente, in maniera durevole, di acquisire il controllo della società target*”. Analogamente l'art. 104 del Testo Unico, sia nella versione approvata con il Decreto Anti-Crisi sia nella ultima formulazione del settembre 2009, continua a non definire quali sono le singole operazioni suscettibili di pregiudicare l'esito di un'offerta, limitandosi a vietare il compimento di “*atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta*” (comma 1-*bis* nella versione oggi in vigore approvata con il Decreto Anti-Crisi e comma 1 nella versione che entrerà in vigore il 1° luglio 2010 approvata con il Decreto Correttivo). L'adozione di un criterio elastico, rispetto ad una puntale elencazione delle misure sottoposte al divieto, risponde alla necessità di lasciare all'organo amministrativo ampia libertà di intraprendere ogni operazione che non consista in un ostacolo al successo della offerta e, dunque, di non frapporre oneri non necessari nell'operato dell'organo amministrativo. Ciò comporta inevitabilmente che la corretta individuazione dei limiti operativi degli amministratori in pendenza di un'offerta pubblica di

⁽¹¹³⁾ Si veda HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Takeover Bids*, 2002, Annex 4, p. 74 e ss. Nell'elenco predisposto dall'High-Level Group of Company Law Experts sono, infine, incluse altre operazioni quali il *greenmail*, consistente nell'acquisto ad un prezzo superiore a quello di mercato da parte della *target* della partecipazione detenuta in quest'ultima dall'offerente e la difesa “*pacman*” consistente nella promozione di un'offerta pubblica d'acquisto sulle azioni dell'offerente. Con riferimento alla ipotesi di *greenmail* deve osservarsi che non è applicabile nel nostro ordinamento l'operazione cd. di “*greenmail*”, consistente nell'acquisto ai blocchi e sostanzialmente a premio rispetto al valore di mercato da parte della società *target* della partecipazione detenuta in quest'ultima dall'offerente: infatti ai sensi del combinato disposto dagli art. 132 del Testo Unico e 144-*bis* del Regolamento Emittenti l'acquisto di azioni proprie non può essere selettivo, ma deve avvenire secondo determinate modalità che garantiscano la parità di trattamento degli azionisti. Analogamente la difesa cd. “*pacman*” rappresenta un caso di scuola, posto che nel nostro ordinamento l'offerente è in genere una società non quotata.

acquisto dovrà essere effettuata di volta in volta, verificando se gli atti che essi intendano intraprendere si pongano potenzialmente in conflitto con gli obiettivi dell'offerta⁽¹¹⁴⁾.

L'art. 104 del Testo Unico stabilisce altresì, sia nel testo approvato con il Decreto Anti-Crisi (al comma 1-*ter*) sia nella versione risultante a seguito della approvazione del Decreto Correttivo (al comma 1-*bis*) che anche gli atti e le operazioni già deliberate dagli amministratori, quando siano idonee ad ostacolare il successo dell'offerta, debbano essere ratificate dall'assemblea, se esse non rientrino nel normale svolgimento del *business*. La disposizione è volta a restituire la competenza decisionale all'assemblea in quei casi in cui una deliberazione è stata già assunta dall'organo amministrativo in un contesto che non teneva conto del lancio dell'offerta e che, diversamente, qualora l'offerta fosse stata già resa nota, avrebbe dovuto essere approvata dagli azionisti. Infatti, in una siffatta circostanza, ancorché la deliberazione sia stata assunta dall'organo amministrativo in assenza di conflitto di interessi, poiché non vi era ancora un'offerta in essere, nondimeno la sua esecuzione può rivelarsi in contrasto con l'interesse degli azionisti, e pertanto, deve essere da quest'ultimi condivisa ed approvata formalmente in sede assembleare. Un principio simile era già seguito nella prassi applicativa dell'autorità di vigilanza, la quale richiedeva la autorizzazione della assemblea anche per quelle operazioni la cui attuazione richiede un "rilevante grado di discrezionalità" da parte degli amministratori. Sia nella ultima versione dell'art. 104 del Testo Unico del Decreto Correttivo sia in quella approvata con il Decreto Anti-Crisi si fa, tuttavia, espresso riferimento al "corso normale" dell'attività, a prescindere dallo spazio di manovra che è lasciato in capo all'organo amministrativo nell'esecuzione della delibera assembleare. Prendiamo, dunque, in considerazione il comportamento degli amministratori di una società italiana quotata che sia volontariamente sottoposta alla regola di passività (ovvero che vi sia sottoposta per legge dopo il 1° luglio 2010 non avendo la società effettuato *opt-out*), qualora, in pendenza di un'offerta sui titoli della società medesima decidano di dare esecuzione ad un aumento di capitale delegato. Alla luce di quanto sopra si dovrebbe dubitare della legittimità di

⁽¹¹⁴⁾ A. ANGELILLIS - C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva*, cit, p. 1106 ss.; L. SCIPIONE, *La Disciplina delle misure di contrasto all'opa ostile, fra stabilità degli assetti azionari e contendibilità del controllo*, cit.

tale operazione, posto che, a prescindere dall'entità dell'aumento, esso comporta un incremento dell'esborso massimo necessario per l'acquisizione del controllo, creando dunque un ostacolo di natura economica all'offerente ⁽¹¹⁵⁾. La formulazione della norma potrebbe, tuttavia, dare adito a qualche problema interpretativo in relazione alle operazioni che possano dirsi rientranti nell'ordinaria gestione e quelle che, invece, ne sono fuori ⁽¹¹⁶⁾.

Lo stesso art. 104 del Testo Unico prevede, invece, un'espressa esenzione dall'obbligo di astensione degli amministratori riguardo alla mera ricerca di altre offerte, poiché tale prassi non costituisce una misura difensiva ai sensi della norma in oggetto. Infatti, a beneficiare dell'eventuale promozione di un'offerta concorrente da parte di un "cavaliere bianco", intervenuto in difesa della società bersaglio su sollecitazione degli amministratori di quest'ultima, sarebbero proprio gli azionisti della *target*, che vedrebbero incrementare ulteriormente il valore delle proprie azioni (sul presupposto che l'offerta concorrente sia migliorativa rispetto alla precedente, come previsto dall'art. 44 del Regolamento Emittenti ⁽¹¹⁷⁾). Inoltre la promozione di una offerta

⁽¹¹⁵⁾ Sulla scorta di tale ragionamento dovrebbe essere ratificata dall'assemblea anche un'operazione di riacquisto di azioni proprie, in esecuzione di una delibera assembleare, nella misura in cui tale manovra sia funzionale a blindare il controllo della società (perché ad esempio l'azionista di riferimento detiene una partecipazione inferiore al 50% ma sufficiente ad assicurare la maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea a seguito dell'acquisto delle azioni proprie). cfr. G. CARCANO, *Acquisto di azioni proprie come tecnica di difesa dalle scalate: la CEE rafforza il divieto*, in *Rivista delle Società*, 1992, pp. 1310 e ss.

⁽¹¹⁶⁾ Vediamo alcuni esempi: poniamo, nel primo caso, che il consiglio di amministrazione di una società che svolge attività industriale abbia deliberato la cessione di un ramo d'azienda ovvero della partecipazione in una società collegata: in proposito ci sono pochi dubbi sul fatto che l'operazione in astratto rientri nella categoria delle operazioni straordinarie e, pertanto, anche se deliberata dall'organo amministrativo debba essere nuovamente approvata dai soci; nel secondo caso il consiglio di amministrazione di una società finanziaria che svolge attività di investimento in *equity* ha deliberato la cessione di una partecipazione di minoranza detenuta in portafoglio: potrà applicarsi lo stesso criterio e sottoporre anche tale decisione alla approvazione dei soci? è evidente che anche operazioni in astratto simili andranno quindi valutate caso per caso a seconda della natura della *target*, dell'attività esercitata, delle competenze dell'organo amministrativo. Si veda F. MUCCIARELLI, *L'attuazione della direttiva opa nell'ordinamento italiano*, cit., p. 467. Cfr. Comunicazione Consob n. DIS/99085578 del 19 novembre 1999. Secondo M. VENTORUZZO, *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation*, cit., la difficoltà nel distinguere le operazioni rientranti nella normale attività della società da quelle dirette a contrastare gli obiettivi dell'offerta potrebbe condurre ad un incremento del contenzioso in materia.

⁽¹¹⁷⁾ Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti, adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato.

concorrente non potrebbe in alcun caso dipendere dalla autorizzazione degli azionisti della *target* essendo una attività di esclusiva competenza del soggetto che promuove l'offerta ⁽¹¹⁸⁾.

Un aspetto delicato e che in passato ha dato adito ad alcune controversie riguarda, infine, la decorrenza del periodo di efficacia della *passivity rule* ⁽¹¹⁹⁾. La norma, sia nel testo approvato con il Decreto Anti-Crisi (al comma 1-*bis*) sia nella versione risultante a seguito della approvazione del Decreto Correttivo (al comma 1) chiarisce che il suddetto obbligo di astensione decorre sin dal momento in cui la società bersaglio ha notizia della decisione dell'offerente di promuovere l'offerta e cessa con la pubblicazione dei risultati dell'offerta stessa, ovvero nel momento in cui l'offerta viene dichiarata decaduta. Lo scopo di anticipare l'obbligo di astensione sin dal momento della prima comunicazione al mercato e non dall'inizio del procedimento ne aumenta l'efficacia, considerato che se così non fosse, gli amministratori della società bersaglio una volta a conoscenza delle intenzioni dello scalatore potrebbero approfittare del lasso temporale intercorrente tra la comunicazione e l'avvio del procedimento per porre in essere operazioni di difesa. In proposito giova ricordare che ai sensi dell'art. 102 del Testo Unico la "*decisione ovvero il sorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio sono senza indugio comunicati alla Consob*". In sostanza l'offerente deve immediatamente rendere pubblica la propria decisione di promuovere l'offerta dandone comunicazione alla autorità di vigilanza e al mercato. Entro venti giorni dalla comunicazione l'offerente è tenuto a depositare il documento d'offerta, contenente tutte le informazioni necessarie affinché i destinatari dell'offerta possano pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta medesima e dunque decidere se aderire ⁽¹²⁰⁾. La Consob, entro quindici giorni

⁽¹¹⁸⁾ Si veda F. VELLA, *La nuova passivity rule nella disciplina italiana delle offerte pubbliche d'acquisto*, cit., p. 169. Per alcuni rilievi critici F. MUCCIARELLI, *L'attuazione della direttiva opa nell'ordinamento italiano*, cit., p. 448 ss.; 2008, p. 467 e ID., *White Knights and Black Knights. Does the search for competing bids always benefits the shareholders of "target" companies?*, in *ECFR*, 2006, 408 e ss.

⁽¹¹⁹⁾ E. DESANA, *Opa e decorrenza della passivity rule: note a margine di una recente vicenda*, in *Giur. It.*, 2000, pp. 1759 e ss.; inoltre, G. ROMAGNOLI, *Ammissibilità e conseguenze della prima comunicazione dell'intenzione di procedere al lancio dell'OPA. Considerazioni sparse a margine dell'offerta pubblica di acquisto delle Assicurazioni Generali sulle azioni Ina*, in *Riv. dir. comm.*, 2000, 7/8-9/10, pp. 310 e ss.

⁽¹²⁰⁾ Cfr. E. PEDERZINI, *Profili contrattuali delle offerte pubbliche d'acquisto*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, n. 261, 2004, pp. 104 e ss. Qualora l'offerente non rispetti il termine di venti giorni dalla comunicazione per il deposito del documento d'offerta la sanzione prevista dalla norma consiste nell'inibire all'offerente il lancio di alcuna offerta sui titoli dell'emittente per i successivi dodici mesi.

dal ricevimento del documento d'offerta (che divengono trenta giorni nel caso i titoli oggetto dell'offerta ovvero il corrispettivo siano prodotti finanziari non quotati o diffusi tra il pubblico), appurato che esso contenga le informazioni necessarie affinché gli oblati possano decidere con cognizione di causa e qualora non ritenga necessario che esso debba essere integrato con informazioni supplementari, ne approva il contenuto, eventualmente indicando all'offerente specifiche modalità di pubblicazione del documento d'offerta ovvero particolari garanzie da prestare.

Infine, ai sensi del comma 1-ter dell'articolo 104 del Testo Unico, introdotto con il Decreto Correttivo, “[l]e società comunicano le deroghe approvate ai sensi del presente comma alla Consob e alle autorità di vigilanza in materia di offerte pubbliche di acquisto degli Stati membri in cui i loro titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o in cui è stata chiesta tale ammissione. Fermo quanto disposto dall'articolo 114, tali deroghe sono altresì tempestivamente comunicate al pubblico secondo le modalità previste dalla medesima disposizione”. La clausola recepisce il disposto dell'articolo 12, comma 2, della Direttiva Opa, a tenore del quale ciascuna società deve comunicare a Consob (e a tutte le autorità di vigilanza dei Paesi in cui i suoi titoli sono ammessi – o è stata presentata richiesta di ammissione – alla negoziazione su un mercato regolamentato) la decisione di applicare la *passivity rule* o la *breakthrough rule*. Ancorché una norma di analogo contenuto non è riprodotta nel testo attualmente in vigore, quale approvato con il Decreto Anti-Crisi, l'obbligo di comunicazione previsto dall'art. 12 della Direttiva Opa deve considerarsi in ogni caso già applicabile. Il comma 1-ter dell'articolo 104 del Testo Unico non aggiunge, quindi, alcun onere alle società italiane che non fosse già esistente al momento del recepimento della Direttiva Opa, limitandosi a specificare il contenuto dell'obbligo di informazione imposto dalla Direttiva Opa. Più precisamente, la clausola di cui si discute impone un duplice obbligo di informazione, il primo nei confronti di Consob (e delle altre autorità di vigilanza, ove applicabile), il secondo verso il mercato. Nel caso dell'obbligo di *disclosure* verso il mercato la norma indica espressamente che l'informazione deve essere trasmessa “*tempestivamente*”, con le medesime modalità previste per le comunicazioni al pubblico di cui all'articolo 114 del Testo Unico. A sua volta l'articolo 114 del Testo Unico, nel

disciplinare gli obblighi di comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate che riguardano ciascun emittente, prevede che tali informazioni siano divulgate “senza indugio”, con le modalità e nei termini stabiliti da Consob con regolamento; quanto alle modalità della comunicazione occorre fare riferimento alle disposizioni contenute all’articolo 65 e seguenti del Regolamento Emittenti, che stabiliscono i requisiti della diffusione delle informazioni regolamentate ⁽¹²¹⁾. Inoltre, dal momento che la deroga consiste in una modifica dello statuto, devono ritenersi in ogni caso applicabili le disposizioni di cui all’articolo 72 del Regolamento Emittenti, laddove si individuano le informazioni che devono essere preventivamente rese al pubblico in occasione delle modifiche dello statuto ⁽¹²²⁾. Per quanto riguarda, invece, l’obbligo di comunicazione a Consob ai sensi dell’articolo 104, comma 1-*ter*, del Testo Unico, sebbene la norma non contenga alcuna indicazione al riguardo, e nelle more della emanazione da parte di Consob della disposizioni regolamentari di attuazione della norma, deve ritenersi che esso debba essere espletato in termini non meno rigorosi del comunicato al mercato e, dunque, almeno contestualmente (se non anche in via anticipata – fermo quanto previsto dall’art. 65-*septies*, comma quarto del Regolamento Emittenti) alla trasmissione della comunicazione al pubblico.

3.1.2. Alcune considerazioni sulle modifiche introdotte dal Decreto Correttivo alla *passivity rule*

Nel paragrafo che precede abbiamo visto come il Decreto Correttivo abbia realizzato una sostanziale modifica della disciplina delle misure difensive. Dopo aver esaminato contenuto della *passivity rule* ed essendoci soffermati sulle principali problematiche interpretative ad essa connesse, possiamo, quindi, trarre alcune prime conclusioni. Se ci limitiamo ad osservare esclusivamente il contenuto oggettivo dell’obbligo di astensione e il perimetro della regola di passività, nel

⁽¹²¹⁾ Per le società quotate in Italia di norma tale obbligo viene assolto tramite invio di un comunicato ad almeno due agenzie di stampa e a Borsa Italiana S.p.A., che ne assicura la diffusione al pubblico, ovvero tramite i sistemi telematici di trasmissione delle informazioni (NIS) predisposto da Borsa Italiana S.p.A. ai quali ha accesso anche la stessa Consob.

⁽¹²²⁾ Più precisamente “[g]li emittenti azioni, almeno quindici giorni prima di quello fissato per l’assemblea convocata per deliberare modifiche dello statuto diverse da quelle previste da altre disposizioni della presente Sezione o l’emissione di obbligazioni, mettono a disposizione del pubblico, presso la sede sociale e con le modalità indicate nel Capo I, la relazione dell’organo amministrativo redatta in conformità all’Allegato 3A”. Dovrà inoltre essere considerata la possibilità che la modifica statutaria possa far sorgere il diritto di recesso degli azionisti che non vi hanno consentito ai sensi dell’art. 2437 del codice civile.

momento in cui questa regola è applicata da una società italiana quotata, deve osservarsi che il Decreto Correttivo non ha apportato modifiche significative rispetto al Decreto Anti-Crisi (ed anche al d.lgs. n. 229 del 2007): infatti, per una società che già applica volontariamente la *passivity rule* nel periodo compreso tra la approvazione del Decreto Correttivo e il 1° luglio 2010 (il “**Periodo Transitorio**”), l’entrata in vigore della disciplina prevista dal Decreto Correttivo cambia poco o nulla. Ovviamente ben diversa è la questione nell’ottica di una società che non è sottoposta alla *passivity rule* nel Periodo Transitorio: in questo caso l’entrata in vigore della nuova disciplina obbliga gli amministratori della società emittente a tenere un comportamento diametralmente opposto in caso di offerta⁽¹²³⁾. Inoltre, come è stato sopra evidenziato, nell’ultima versione dell’art. 104 del Testo Unico è stato aggiunto il comma 1-*ter* con cui si specifica il contenuto dell’obbligo di comunicazione a Consob e al mercato in relazione all’eventuale *opt-out* statutario della regola di passività.

Una seconda considerazione riguarda, invece, l’opzione adottata dal legislatore del 2009 e la compatibilità della normativa che entrerà in vigore al termine del Periodo Transitorio con quanto previsto dalla Direttiva Opa. Infatti, a ben vedere, la Direttiva Opa offriva a ciascuno Stato la possibilità di adottare la *passivity rule* (art. 9) ovvero di non adottarla (avvalendosi della facoltà concessa dall’art. 12) salvo consentire, in questo secondo caso, alle società sottoposte alla legge di quello Stato di applicare comunque l’art. 9 inserendo detto principio nello statuto (*opt-in*). Mentre il legislatore italiano del 2007 e del 2008 si era mosso all’interno di tali opzioni, la prima volta rendendo obbligatoria la *passivity rule* e la seconda volta rendendola facoltativa, la strada seguita dal legislatore italiano del 2009 è sicuramente originale, in quanto - a partire dal 1° luglio 2010 - la regola di passività diventa obbligatoria, ma con facoltà delle società di derogarvi: opzione, quest’ultima, che non rientra, a rigore, tra quelle previste dalla Direttiva Opa. La questione circa la compatibilità del Decreto Correttivo con la Direttiva è, a dire il vero, meramente formale ed, anzi, la scelta effettuata con il Decreto Correttivo è certamente apprezzabile nella misura in cui viene

⁽¹²³⁾ In altri termini, posto che (+) significa libertà di adozione di misure difensive, (-) sta per l’obbligo di astensione; e (x) rappresenti il contenuto precettivo della *passivity rule*, potrebbe dirsi che per le società italiane il 1° luglio 2010 determinerà una modifica del segno algebrico ma non del valore assoluto, passando da (+x) a (-x).

adottata una tecnica normativa che premia l'autonomia statutaria, come evidenziato in dottrina da Ventrone (124); inoltre, nell'ottica di ottenere una più vasta applicazione della regola di passività, in ottemperanza al principio generale fissato dall'art. 3, lett. c) della Direttiva Opa, è certamente preferibile che essa sia applicabile di *default*, con facoltà di *opt-out*, piuttosto che la sua adozione sia rimessa al volontario *opt-in* delle società.

Altro discorso, invece, è se la adozione della *passivity rule* sia effettivamente il rimedio in grado di favorire il mercato del controllo in Italia. In proposito va rilevato che nei Paesi di *civil law*, tra cui l'Italia, stante la concentrazione della proprietà azionaria nelle mani di pochi azionisti di controllo, per un verso è agevole per quest'ultimi approvare in assemblea l'adozione delle misure difensive (in quanto dispongono delle maggioranze necessarie per ottenere l'approvazione della relativa deliberazione) e, dunque, spostare la competenza sull'assemblea di fatto non serve ad impedire l'approvazione delle misure difensive, dall'altro essendo gli amministratori tipicamente espressione del socio di maggioranza, quest'ultimi non adotteranno misure difensive se non con il consenso (esplicito o implicito) del socio di maggioranza. Tutto ciò senza peraltro dimenticare che l'ordinamento nazionale già demanda alla approvazione dei soci una buona parte delle operazioni potenzialmente in contrasto con gli obiettivi dell'offerente, quali fusioni, scissioni o emissione di nuove azioni (125).

3.2. La breakthrough rule

Una delle novità in tema di misure difensive introdotte nel Testo Unico in occasione del recepimento della Direttiva Opa è rappresentata dalla *breakthrough rule*. Tale regola, contenuta all'art. 11 della Direttiva Opa, consiste nella neutralizzazione dei meccanismi di difesa preventiva che possono costituire un ostacolo all'acquisto di azioni di una società, quali i vincoli al trasferimento delle azioni, ovvero all'esercizio del controllo, quali ad esempio i limiti ai diritti di

(124) L'Autore osserva infatti che la tecnica normativa adottata dal legislatore del Decreto Correttivo è certamente più in linea con le prassi europee rispetto a quella adottata dal nostro legislatore con il Decreto Anti-Crisi (cfr. M. VENTORUZZO, *Un nuovo giro di giostra per la passivity rule*, (6 ottobre 2009), pubblicato sul sito Internet <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1001316.html>).

(125) Si rinvia a M. VENTORUZZO, *Takeover Regulation as a Wolf in Sheep's Clothing: Taking Armour & Skeel's Thesis to Continental Europe*, 2008, disponibile sul sito <http://www.ssrn.com>; si veda inoltre ID. *Un nuovo giro di giostra per la passivity rule*, cit.

voto, nel contempo sterilizzando alcuni speciali poteri di controllo eventualmente spettanti agli azionisti della *target* ⁽¹²⁶⁾. Il legislatore italiano, con l'approvazione del d.lgs. n. 229 del 2007, ha recepito il principio di neutralizzazione all'art. 104-*bis* del Testo Unico, prevedendone l'obbligatorietà per tutte le società italiane quotate; successivamente, con l'approvazione del Decreto Anti-Crisi, il legislatore ha, invece, stabilito che la regola di neutralizzazione può essere applicata esclusivamente su base volontaria, quando previsto negli statuti delle società (come del resto era stato disposto nel Decreto Anti-Crisi anche in relazione alla *passivity rule*). Tuttavia, mentre con riferimento alla regola di passività, il legislatore del 2009, con l'approvazione del Decreto Correttivo, è ritornato sui propri passi, prevedendo che la *passivity rule* si applichi di *default* a tutte le società italiane ammesse a quotazione su di un mercato regolamentato, salvo deroga statutaria della singola società, non altrettanto è stato previsto in relazione al principio di neutralizzazione. Infatti il Decreto Correttivo ha lasciato del tutto invariata la formulazione dell'art. 104-*bis* del Testo Unico rispetto al testo approvato nel 2008 con il Decreto Anti-Crisi e, dunque, l'applicazione della regola di neutralizzazione resta limitata al caso in cui essa sia espressamente prevista nello statuto.

Prima di procedere all'esame della norma deve preliminarmente osservarsi, quanto all'ambito soggettivo di applicazione della stessa, che ai sensi del primo comma dell'art. 104-*bis* del Testo Unico essa è in ogni caso inapplicabile nei confronti delle società cooperative con azioni quotate: si tratta in sostanza delle banche popolari, in quanto esse sono le uniche società cooperative ammesse alla quotazione; la regola di neutralizzazione resta, invece, applicabile a tutte le altre società italiane quotate, sempre a condizione che essa venga inserita nello statuto ⁽¹²⁷⁾. Ciò

⁽¹²⁶⁾ Si veda *ex multis* M. VENTORUZZO, *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation*, cit.; inoltre P. O. MÜLBERT, *Make it or Break It: The Break/Through Rule as a Break-Through for the European Takeovers Directive?*, in *ECGI – Law Working Paper No. 13/2003*, disponibile sul sito <http://www.ssrn.com>. Inoltre J. KNUDSEN, *Is the Single European Market an Illusion? Obstacles to Reform of EU Takeover Regulation*, in *European Law Journal*, 11/4, 2005, p.507 ss. Si veda anche M. GATTI, *Le azioni con voto subordinato all'effettuazione di un'opa e l' "autorizzazione di conferma"*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 512; R. SKOG, *The European's proposed takeover directive, the breakthrough rule and the Swedish system of dual class of common stock*, in *riv. soc.*, 2003, 1140 e ss.; G. FERRARINI, *One Share One Vote: A European Rule?* in *ECGI*, 2006, Law Working Paper 058/2006.

⁽¹²⁷⁾ Cfr. F. MUCCIARELLI, *L'attuazione della direttiva opa nell'ordinamento italiano*, cit., p. 448 ss.

premessi, procediamo all'esame della norma sotto il profilo oggettivo. In proposito il secondo comma dell'art. 104-*bis* del Testo Unico dispone che *“nel periodo di adesione all'offerta non hanno effetto nei confronti dell'offerente le limitazioni al trasferimento di titoli previste nello statuto”*. La previsione si riferisce evidentemente al caso in cui nello statuto siano previste clausole di gradimento ovvero diritti di prelazione a beneficio degli altri soci, che possano in concreto impedire all'offerente l'acquisto delle azioni dell'emittente. A ben vedere tuttavia, considerato che ai sensi del regolamento di Borsa Italiana non possono essere ammessi a quotazione titoli gravati da vincoli al trasferimento, di fatto tale disposizione può trovare applicazione soltanto se l'offerta riguarda titoli non quotati. La norma non menziona, tuttavia, gli eventuali limiti alla circolazione delle azioni che dovessero essere contenuti in un sindacato di blocco. Tale circostanza va considerata alla luce del disposto del primo comma, laddove si fa salvo quanto previsto dall'art. 123, terzo comma del Testo Unico: la predetta disposizione consente, infatti, agli aderenti ad un sindacato di blocco di esercitare il diritto di recesso nel caso in cui intendano aderire ad una offerta pubblica d'acquisto ⁽¹²⁸⁾, svincolando i pattisti dagli obblighi di *lock-up*, a condizione che le azioni vengano effettivamente portate in adesione all'offerta. In secondo luogo, il secondo comma dell'art. 104-*bis* del Testo Unico prevede che le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali non abbiano effetto nelle assemblee chiamate ad approvare l'adozione delle misure difensive ai sensi dell'articolo 104 del Testo Unico ⁽¹²⁹⁾. La norma intende evitare che una minoranza azionaria riesca a condizionare la decisione della assemblea circa l'adozione di misure difensive avvalendosi di clausole parasociali. Per quanto riguarda, invece, il riferimento alle clausole statutarie deve osservarsi che le società quotate non possono, di norma, prevedere nello statuto limiti all'esercizio del diritto di voto, come il meccanismo di voto a scalare oppure i tetti massimi all'esercizio del diritto di voto, salvo alcuni casi particolari, quando i limiti all'esercizio

⁽¹²⁸⁾ L'art. 123 comma 3 del Testo Unico dispone infatti che *“[g]li 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”*. Sulla disciplina del recesso dai patti parasociali si rinvia *ex multis* a P. MONTALENTI, *La società quotata*, Padova, 2007, p. 152.

⁽¹²⁹⁾ In ogni caso tale disposizione non si applica alle azioni privilegiate, le cui limitazioni al diritto di voto sono bilanciate da un diverso trattamento patrimoniale.

del diritto di voto sono consentiti da leggi speciali ⁽¹³⁰⁾. Infine, il terzo comma dell'art. 104-*bis* del Testo Unico stabilisce che se, alla chiusura dell'offerta, l'offerente giunge a detenere una partecipazione pari ad almeno il 75% del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di sorveglianza, le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto ⁽¹³¹⁾ o da patti parasociali e i diritti speciali in materia di nomina o revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di sorveglianza previsti nello statuto sono inefficaci nella prima assemblea successiva alla chiusura dell'offerta, convocata per modificare lo statuto o per nominare o revocare gli amministratori o i componenti del consiglio di sorveglianza. Tale disposizione consente all'offerente che abbia raggiunto la predetta soglia di partecipazione nel capitale dell'emittente di poter nominare i nuovi componenti dell'organo amministrativo e di modificare lo statuto sociale. La norma, tuttavia, offre una tutela soltanto parziale all'offerente: infatti, se quest'ultimo non dovesse raggiungere la soglia prefissata del 75% continuerebbero a mantenere efficacia le eventuali misure preventive applicate dall'emittente ⁽¹³²⁾. Inoltre, ai sensi del quinto comma dell'art. 104-*bis* del Testo Unico, si prevede che in tutti i casi in cui, per effetto dell'applicazione della regola di neutralizzazione, un socio non abbia potuto esercitare i diritti ad esso spettanti in virtù dello statuto o di un accordo parasociale, l'offerente è tenuto a corrispondere un equo indennizzo per l'eventuale pregiudizio patrimoniale patito dal socio, a condizione che le disposizioni statutarie o contrattuali che

⁽¹³⁰⁾ Si veda F. MUCCIARELLI, *L'attuazione della direttiva opa nell'ordinamento italiano*, cit., p. 448 ss. Ad esempio l'art. 5 dello statuto della società Unicredit S.p.A., quotata sul segmento blue chip del mercato gestito da Borsa Italiana S.p.A, prevede un tetto all'esercizio del diritto di voto pari al 5% del capitale: “[n]essun avente diritto al voto può esercitarlo, ad alcun titolo, per un quantitativo di azioni della Società superiore al cinque per cento del capitale sociale avente diritto a voto. A tal fine si tiene conto della partecipazione azionaria complessiva facente capo al controllante, persona fisica o giuridica o società, a tutte le controllate dirette o indirette ed alle collegate; non si tiene conto, invece, delle partecipazioni azionarie incluse nel portafoglio di fondi comuni di investimento gestiti da società controllate o collegate”.

⁽¹³¹⁾ Occorre tener presente che ai sensi dell'art. 2351 c.c. le società che fanno ricorso al capitale di rischio non possono introdurre limiti al diritto di voto. Cfr. A. POMELLI, *Le azioni speciali “Il Sole 24 ore” e i limiti ai possessi azionari nelle società quotate*, in *Giur. comm.* 2008, 05, 947.

⁽¹³²⁾ Conseguentemente, al socio di maggioranza potrebbe essere sufficiente mantenere una partecipazione superiore al 25% del capitale sociale per conservare la propria posizione di controllo. Cfr. A. ANGELILLIS - C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva*, cit., p. 1106 ss.; inoltre F. MUCCIARELLI, *L'attuazione della direttiva opa nell'ordinamento italiano*, cit., p. 448 ss.

costituiscono tali diritti fossero efficaci anteriormente alla comunicazione dell'intenzione di lanciare l'offerta. Ad esempio, se un socio è titolare di un diritto speciale di nomina della maggioranza degli amministratori, ma tale diritto non può essere esercitato per effetto delle disposizioni di neutralizzazione, l'offerente dovrà indennizzare il socio per il pregiudizio patrimoniale subito per la mancata nomina della maggioranza degli amministratori. La legge non chiarisce però come vada determinato tale pregiudizio patrimoniale: in caso di mancato accordo tra le parti il socio che ha subito il danno dovrà ricorrere in giudizio per vedere accertare il proprio credito; il giudice dovrà decidere *“in via equitativa, avendo riguardo, tra l'altro, al raffronto tra la media dei prezzi di mercato del titolo nei dodici mesi antecedenti la prima diffusione della notizia dell'offerta e l'andamento dei prezzi successivamente all'esito positivo dell'offerta”*. La scelta di affidare la determinazione alle parti è frutto della convinzione che le stesse siano meglio in grado di comprendere la effettiva portata del pregiudizio subito dal socio. Parimenti, il legislatore ha ritenuto preferibile non indicare dei criteri stringenti di valutazione in funzione della moltitudine di fattispecie che potrebbero verificarsi in concreto ⁽¹³³⁾.

3.3 La reciprocity rule

In sede di recepimento della Direttiva Opa il legislatore italiano ha, inoltre, introdotto all'art. 104-ter del Testo Unico il principio di reciprocità, in base al quale la regola di passività e la regola di neutralizzazione, quando sono applicate da una società, vuoi perché così previsto nello statuto dell'emittente (nel caso della regola di passività fino al 1° luglio 2010, e nel caso della regola di neutralizzazione), vuoi perché così disposto per legge (nel caso della sola regola di passività dopo il 1° luglio 2010), non trovano applicazione se l'offerente (o una sua controllata), non sia soggetto a sua volta a disposizioni equivalenti. In proposito deve rilevarsi sin da subito che, con riguardo alla regola di neutralizzazione, la norma è destinata ad operare soltanto in relazione a quelle società che abbiano volontariamente introdotto nello statuto le disposizioni anti-difese; per quanto riguarda, invece, la regola di passività, nel Periodo Transitorio la reciprocità sarà operante soltanto in relazione a quelle società che abbiano volontariamente introdotto nello statuto la

⁽¹³³⁾ A. ANGELILLIS - C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva*, cit., p. 1106 ss.

passivity rule, ovvero, a decorrere dal 1° luglio 2010, in relazione a tutte le società italiane quotate i cui statuti non abbiano previsto una deroga. Occorre notare che, in ogni caso, il potere degli amministratori dell'emittente di adottare misure difensive non consegue immediatamente all'assenza della reciprocità, dal momento che la norma richiede che l'assemblea autorizzi preventivamente l'adozione di qualsiasi misura difensiva in vista di una possibile offerta pubblica d'acquisto. Sul funzionamento e sugli effetti di tale principio si tornerà più diffusamente nel terzo capitolo ⁽¹³⁴⁾.

3.4 Alcune considerazioni sulle opzioni statutarie delle società italiane

Alla luce delle disposizioni sopra esaminate le società italiane quotate devono decidere se intendono dotarsi di un assetto più o meno contendibile. Nel Periodo Transitorio la prima decisione che deve essere affrontata riguarda la adozione della regola di passività e la eventuale introduzione della regola di neutralizzazione nello statuto. Se le società decidono di non optare per la applicazione della regola di passività o della regola di neutralizzazione, non sarà necessaria alcuna modifica dello statuto, posto che la normativa di *default* prevede la non applicabilità delle disposizioni anti-difese. Fino al 30 giugno 2010 tali società, se oggetto di un' offerta pubblica d'acquisto, saranno libere di adottare misure difensive senza soggiacere ai limiti previsti negli artt. 104 e 104-*bis* del Testo Unico, fermo restando il rispetto della disciplina societaria generale contenuta nel codice civile. Per quanto concerne, invece, le società che intendessero rendersi più aperte al mercato, dunque, da un lato esse potrebbero adottare volontariamente la regola di passività o la regola di neutralizzazione, eventualmente anche soltanto in parte, ovvero di una piuttosto che l'altra disposizione. In tal caso sarà necessario modificare lo statuto sociale, mentre una comunicazione della decisione di applicare le norme anti-difese dovrà essere inviata a Consob e alle altre autorità di vigilanza dei Paesi dove i titoli sono quotati. A partire invece dal 1° luglio 2010, quando diverranno efficaci le disposizioni contenute nel Decreto Correttivo, tutte le società italiane saranno sottoposte al divieto di adottare misure difensive successive senza la preventiva

⁽¹³⁴⁾ Cfr. ASSONIME "Le modifiche alla disciplina sull'opa: regola di passività, regola di neutralizzazione e reciprocità", cit.; inoltre M. GATTI, *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto*, cit. p. 416-433.

autorizzazione dell'assemblea e, dunque, una modifica statutaria sarà necessaria soltanto per escluderne l'applicazione. Anche dopo tale data le società italiane che volessero rendersi meno contendibili resterebbero libere di valutare la possibilità di adottare alcune misure difensive preventive, mentre sarà necessario modificare lo statuto in caso di introduzione della regola di neutralizzazione ⁽¹³⁵⁾

La decisione di consentire alla applicazione della *passivity rule* e della *breakthrough rule* dovrebbe essere valutata con interesse da parte delle società che hanno in programma un articolato piano di acquisizioni da realizzarsi attraverso il lancio di un'offerta pubblica di acquisto. Il vantaggio in tal caso andrebbe valutato anche alla luce delle modalità di recepimento della Direttiva Opa da parte del Paese nel quale si trova la società bersaglio, nonché delle disposizioni statutarie di quest'ultima. Infatti, se la società *target* è sottoposta per scelta legislativa o statutaria alla *passivity*

⁽¹³⁵⁾ Per quanto riguarda la adozione delle misure difensive preventive si potrebbe considerare, ad esempio la possibilità di emettere azioni il cui voto sia subordinato al lancio di un'offerta pubblica d'acquisto ovvero al superamento di una determinata partecipazione del capitale sociale da parte di terzi; analogamente potrebbe valutarsi la possibilità di emettere azioni di categoria speciale convertibili in azioni ordinarie in caso di lancio di un'offerta sulla società, oppure ancora la attribuzione di *stock options* ai managers il cui periodo di esercizio coincida con (o sia accelerato in occasione di) un'offerta pubblica d'acquisto. La questione delle *stock options* pendenti rappresenta un tema molto spesso sottovalutato in sede di promozione di un'offerta pubblica d'acquisto, anche in ragione del fatto che non di rado i dati relativi alle opzioni pendenti e alle modalità di esercizio non sono disponibili e dunque l'offerente che si accinge a lanciare un'offerta potrebbe non avere la consapevolezza di quante opzioni sono esercitabili. Conseguentemente il numero di opzioni esercitabili influenza direttamente l'esborso massimo che l'offerente dovrà affrontare per assicurarsi la maggioranza delle azioni in circolazione al termine dell'offerta. Una soluzione interessante è quella proposta da Tip S.p.A. nell'offerta pubblica d'acquisto e scambio avente ad oggetto le azioni della società Management&Capitali S.p.A. Nel documento informativo si legge infatti che “[i]/ Corrispettivo in Titoli sarà determinato (al termine del Periodo di Adesione) sulla base di un rapporto di scambio che varierà in funzione (i) dell'adesione o meno all'Offerta da parte dell'Emittente relativamente alle azioni proprie detenute in portafoglio [...] nonché (ii) dell'adesione o meno all'Offerta da parte dei titolari di stock option con le azioni eventualmente emesse in attuazione dei Piani di Stock Option realizzati dall'Emittente [...] che siano state sottoscritte e liberate durante il Periodo di Adesione...”. Altre misure difensive, che potrebbero essere introdotte direttamente dall'organo amministrativo in quanto non necessitano di una previa delibera assembleare: ad esempio, si potrebbero stipulare delle opzioni di vendita di alcuni *assets* strategici della società, che gli amministratori potrebbero minacciare di esercitare in caso di lancio di una offerta pubblica di acquisto, ovvero la previsione di compensi straordinari per gli amministratori e i dirigenti in caso di cessazione anticipata dell'incarico (clausole note come “*golden parachutes*”). Cfr. l'articolo a cura di SHEARMAN&STERLING LLP, “*Società italiane quotate meno contendibili?*” del 19 dicembre 2008 pubblicato sul sito <http://www.shearman.com> e l'articolo a cura di CLEARY GOTTLIEB STEEN & HAMILTON LLP, “*Legge Opa - Il Governo rende opzionali la passivity rule e la breakthrough rule?*” del 10 dicembre 2008 pubblicato sul sito <http://www.cgsh.com>.

rule e alla *breakthrough rule*, anche nel caso in cui dovesse essere applicabile la regola della reciprocità, la circostanza che l'offerente italiana applichi le misure anti-difese impedirebbe alla *target* di adottare misure difensive. Ovviamente l'altra faccia della medaglia che andrà tenuta presente è quella che la società potrebbe non essere in grado di adottare misure difensive se oggetto di un'offerta pubblica d'acquisto, salvo l'eccezione della reciprocità. Dunque in tale valutazione non potrà non tenersi conto anche della struttura proprietaria della stessa società emittente.

II. LA RECIPROCIÀ NEL DIRITTO INTERNAZIONALE.

1. PREMessa. DEFINIZIONE DEL CONCETTO DI RECIPROCIÀ. - 2. LA RECIPROCIÀ NELL'ORDINAMENTO ITALIANO. - 3. LA RECIPROCIÀ NELL'ORDINAMENTO INTERNAZIONALE. - 4. IL RUOLO DELLA RECIPROCIÀ NEL DIRITTO INTERNAZIONALE.

1. Premessa. Definizione del concetto di reciprocità

Sin dall'antichità studiosi di numerose discipline, come la filosofia, la sociologia, la psicologia, l'antropologia, ma anche l'economia e il diritto, si sono dedicati all'analisi del concetto di reciprocità, elaborando una serie assai variegata di definizioni atte a spiegarne il significato e la sua rilevanza nelle dinamiche del comportamento degli individui. Nei saggi di sociologia, ad esempio, il concetto di reciprocità viene definito come l'aspettativa che ad una determinata azione o comportamento di un individuo nei confronti di un altro, quest'ultimo volontariamente risponda in modo eguale e proporzionato, senza che le due parti siano tra loro legate da alcun accordo vincolante ⁽¹³⁶⁾. Gli economisti hanno dedicato notevole attenzione al concetto di reciprocità per spiegare le dinamiche cooperative nella teoria dei giochi ⁽¹³⁷⁾. Alcuni filosofi, tra cui Aristotele,

⁽¹³⁶⁾ Si veda S.C. KOLM, *Reciprocity: an economics of social relations*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008. In altri termini se un soggetto compie un'azione che risulta vantaggiosa nei confronti di un altro soggetto, egli si attende che il beneficiario compia un'azione vantaggiosa nei suoi confronti, mentre se l'azione del primo soggetto è fonte di danno per il soggetto che la riceve, quest'ultimo risponderà con un'azione svantaggiosa per il primo soggetto. La reciprocità dunque riguarda dunque atti, attitudini o sentimenti e pervade, seppure con diversa intensità, una moltitudine di aspetti delle relazioni sociali tra individui e gruppi di individui che non siano esclusivamente basati sulla violenza ovvero sulla minaccia. Essa inoltre può essere intesa dunque sia in senso positivo, per cui a fronte di un atto favorevole ci si aspetta di ricevere in cambio un altro atto favorevole, sia in senso negativo, per cui a fronte di un determinato comportamento, lesivo di un certo diritto o interesse altrui, ci si attende normalmente una risposta uguale e proporzionata all'offesa ricevuta. L'importanza della reciprocità nelle sue varie forme nel contesto sociale è evidente. Ciascun individuo è portato a rispettare gli altri individui e la proprietà di questi ultimi a condizione che gli altri individui rispettino la sua persona e il suo diritto di proprietà. Analogamente qualunque individuo tende ad aiutare gli individui che gli hanno dimostrato benevolenza o che hanno reso dei favori in passato, mentre tendono a vendicarsi di chi li ha feriti o ha fatto loro un torto. Si veda anche J. MACAULAY, L. BERKOWITZ, *Altruism and Helping Behavior*, New York, Academic Press, 1970; I. ALTMAN, *Reciprocity of interpersonal exchange*, in *Journal of Theory of Social Behaviour*, 3, p. 249 e ss.; M.G. LA SPADA, *Economic theory and reciprocity: a note*, in *Economia, impresa e mercati finanziari*, 2007, 3, pp. 47-53

⁽¹³⁷⁾ La teoria dei giochi è uno strumento che consente di rappresentare in modo efficace le interazioni di tipo strategico, ovvero quelle situazioni in cui le scelte e i guadagni di ciascun giocatore sono influenzate dalle scelte degli altri giocatori. Si veda L. BRUNI, *Reciprocità. Dinamiche di cooperazione economia e società civile*, 2006, p. 44. Tra i principali studiosi del ruolo della reciprocità in ambito economico figurano Antonio

hanno sovrapposto il concetto di reciprocità a quello di giustizia, indicando la reciprocità come lo strumento attraverso il quale preservare l'equilibrio della società civile ⁽¹³⁸⁾. Il legame indissolubile tra principio di reciprocità e diritto è del resto evidente se si guarda anche ai primi sistemi di leggi e codici che la storia ci ha tramandato: essi sono improntati al principio che deve considerarsi giusto ricevere da altri ciò che è stato loro procurato e viceversa, e che non deve essere fatto ad altri ciò che non si desidera essere da altri fatto a se stessi ⁽¹³⁹⁾. La equivalenza tra principio di reciprocità e diritto permane anche in epoche più recenti, come nel periodo dell'illuminismo: ad esempio secondo Kant la reciprocità è l'elemento chiave che consente di organizzare i rapporti tra gli individui e di tenere a freno gli istinti di libertà selvaggia che altrimenti caratterizzerebbero uno Stato naturale primitivo, mentre Montesquieu nell'“*Esprit des lois*” considera il principio per cui si fa ad altri ciò che si vorrebbe fosse fatto a sé stessi come la “*legge del lume naturale*”. Il concetto di reciprocità è presente, con varie sfumature, negli ordinamenti interni, dove è assorbito e cristallizzato in norme ed istituti determinati, e costituisce di norma un meccanismo di autotutela, di fronte ad altri Stati che adottano principi diversi: ad esempio è prassi quella di subordinare a reciprocità l'attribuzione allo Stato straniero di un trattamento più favorevole di quello previsto dal diritto comune, così come l'applicazione in talune circostanze della legge straniera invece della *lex fori*, ovvero il ricorso a procedure semplificate per il riconoscimento delle sentenze straniere, ovvero infine al trattamento dei cittadini stranieri nell'esercizio dei diritti civili.

Genovesi ed Adam Smith, i quali hanno attribuito una notevole importanza al ruolo della socialità nella vita civile e nella sfera economica, ossia nel mercato e nell'impresa (cfr. A. SMITH, *The Theory of Moral Sentiments* New York, Kelly, [1759] 1966; A. GENOVESI, *Lezioni di commercio ossia di economia civile*, ed. a cura di M.L. Perna, Istituto italiano per gli studi filosofici, Napoli, [1767] 2005). Nel solco degli studi di Smith si inseriscono anche diversi filoni della teoria economica contemporanea e, tra questi, parte importante ha avuto quello della teoria dei giochi, che ha analizzato la logica della reciprocità intesa come cooperazione. Il famoso gioco denominato “dilemma del prigioniero” mostra come, anche in un contesto dove la cooperazione sarebbe vantaggiosa per tutti gli individui coinvolti, l'interazione porta alla non cooperazione.

⁽¹³⁸⁾ ARISTOTELE, *Etica nicomachea*, Milano, Rusconi, 1979.

⁽¹³⁹⁾ Un classico esempio di reciprocità è costituito dalla nota “legge del taglione” fondata sul principio “occhio per occhio, dente per dente”. In sostanza negli ordinamenti giuridici delle società primitive, prive di un'organizzazione istituzionale e caratterizzate da un numero esiguo di individui, la reciprocità costituisce un fattore di stabilizzazione, senza il quale l'organizzazione stessa della comunità verrebbe messa in pericolo dal prevalere degli interessi individuali.

Nell'ordinamento internazionale, invece, la reciprocità non soltanto compare in norme convenzionali, ma costituisce il fondamento di veri e propri istituti, come la ritorsione e la rappresaglia, e riveste un ruolo essenziale nella formazione e nell'applicazione delle norme giuridiche ⁽¹⁴⁰⁾.

2. La reciprocità nell'ordinamento italiano

La condizione di reciprocità non rappresenta una novità nell'ordinamento italiano ⁽¹⁴¹⁾. Molto spesso, per ragioni di natura storica, politica ed economica, il legislatore nazionale, ha condizionato l'applicazione di una determinata norma dell'ordinamento interno alle modalità con cui una norma dal medesimo contenuto veniva applicata nell'ordinamento straniero. Ciò è accaduto, ad esempio, riguardo a problematiche quali la tutela degli interessi dei cittadini italiani, il trattamento di equiparazione tra questi ultimi e i cittadini dello Stato di immigrazione, la “*proportio jurisdictionis*” fra la giurisdizione italiana nei confronti dello straniero e le giurisdizioni estere nei confronti dei cittadini italiani ⁽¹⁴²⁾.

⁽¹⁴⁰⁾ C. CAMPIGLIO, *Il principio di reciprocità nel diritto dei trattati*, Padova, 1995, p. 312 e ss.

⁽¹⁴¹⁾ Già in epoca pre-unitaria vi sono tracce del principio di reciprocità codice civile del Regno d'Italia, laddove si prevede che lo straniero possa godere dei medesimi diritti civili che sono concessi agli italiani. Il Codice Civile del Regno d'Italia fu introdotto nel 1806 nel Ducato di Lucca. Un principio analogo venne più tardi introdotto anche nel Codice del Regno delle due Sicilie e nel Codice Civile per gli Stati del Re di Sardegna, e i numerosi altri ducati della penisola. Si veda in proposito quanto riportato da E. CALÒ, *Il principio di reciprocità*, Milano, 1994, p. 4 ss. Tale principio derivava dal *code civil* francese, che accordava il godimento dei diritti civili allo straniero a condizione che i medesimi diritti fossero riconosciuti ai francesi nello Stato di origine dello straniero. Ciò nonostante il codice civile del 1865, all'art. 3, ammetteva invece lo straniero al godimento degli stessi diritti civili riservati ai cittadini, senza richiedere la reciprocità. Con l'approvazione del codice civile del 1942 si realizzò tuttavia una inversione di tendenza, giustificata dall'intenzione del legislatore di avvalersi della reciprocità, da un lato, come strumento di ritorsione politica da utilizzare contro gli Stati che non riconoscevano i diritti civili basilari nei confronti dei cittadini italiani emigrati, dall'altro per evitare che i cittadini italiani fossero trattati in modo difforme da quello in cui lo Stato italiano trattava gli stranieri. Si veda E. CALÒ, *Il principio di reciprocità*, cit., p. 145; G. BARALIS, *I diritti civili dello straniero tra il principio di reciprocità di cui all'art. 16 preleggi e la disciplina di cui alla legge 6 marzo 1998 n. 40*, in *La condizione di reciprocità. La riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato. Aspetti di interesse notarile*, a cura di M. Ieva, Milano 2001, p. 30.

⁽¹⁴²⁾ Si veda in proposito M. MIELE, *Reciprocità (Diritto Interno)*, in *Novissimo Digesto*, XIV, p. 1062. Sulla reciprocità in generale si vedano anche: A. GIARDINA, *Comm. del codice civile* a cura di Scialoja e Branca, artt. 16-21, Bologna-Roma, 1978, I e ss.; T. BALLARINO, *Costituzione e diritto internazionale privato*, Padova, 1974; BARILE, *Diritti dell'uomo e libertà fondamentali*, Bologna, 1964; MAZZIOTTI, *Questioni sulla condizione giuridica dello straniero in Italia*, in *Dir. e giur.*, 1963; BETTI, *Problematica del diritto internazionale*, Milano, 1956.

La reciprocità può ricorrere sia in norme materiali sia in norme interne strumentali, di diritto processuale civile e di diritto internazionale privato e può assumere rilievo anche riguardo all'individuazione dei limiti della giurisdizione italiana nell'ambito del diritto processuale civile internazionale. Tipico esempio di norme materiali condizionate alla reciprocità sono quelle concernenti il trattamento dello straniero, di cui all'art. 16 delle disposizioni preliminari al codice civile, mentre un tipico esempio di norma strumentale condizionata alla reciprocità nel campo del diritto internazionale privato è l'art. 5, c. 2 delle disposizioni preliminari al codice della navigazione: ai sensi di tale norma se un aeromobile o un'imbarcazione appartenenti ad un certo Stato estero si trovano in territorio italiano, alle fattispecie verificatesi a bordo dell'aeromobile o della imbarcazione si applica la legge dello Stato dell'aeromobile o dell'imbarcazione a condizione che, qualora una nave o aeromobile italiano si trovi nel territorio di detto Stato, esso consenta l'applicazione della legge italiana alle fattispecie verificatesi sulla nave o sull'aeromobile. Per quanto riguarda, invece, la *proportio jurisdictionis*, l'art. 4, n. 4 del codice di procedura civile dispone che la giurisdizione italiana possa essere esercitata nei confronti dello straniero, al di fuori delle ipotesi tassativamente previste nella stessa norma, se in un caso speculare il cittadino italiano è sottoposto alla giurisdizione del Paese estero ai sensi della legge di quello Stato.

La dottrina si è dedicata in particolare allo studio della reciprocità ai sensi dell'art. 16, primo comma, delle disposizioni preliminari al codice civile, laddove si disciplina il trattamento dello straniero. La norma prevede che “[l]o straniero è ammesso a godere dei diritti civili attribuiti al cittadino, a condizione di reciprocità e salve le disposizioni contenute in leggi speciali”⁽¹⁴³⁾. In altri termini al cittadino straniero viene concesso un trattamento analogo a quello che lo Stato di provenienza dello straniero riserva ai soggetti italiani⁽¹⁴⁴⁾. Siffatta disposizione disciplina la capacità giuridica dello

⁽¹⁴³⁾ Per alcuni commenti sul disposto dell'art. 16 delle disposizioni preliminari al codice civile si veda V. RIZZO, *Alcune brevi considerazioni sulla condizione di reciprocità*, in *Riv. Notariato*, 1997, p. 812; MENGOZZI, *Il notaio e la condizione di reciprocità*, in Atti del Convegno sul principio di reciprocità - Lerici 28 maggio 1994, in *Riv. Notariato*, 1994, p. 1213 e ss.; E. VITTA, *Postilla a un nuovo progetto di legge*, in *Problemi di riforma del diritto internazionale privato italiano*, Atti del convegno di studio di Roma, 1-2 giugno 1984, p. 639.

⁽¹⁴⁴⁾ Secondo la interpretazione qui proposta l'attribuzione agli stranieri dei diritti previsti dall'ordinamento giuridico italiano può avvenire in maniera non superiore a quei diritti che lo Stato estero attribuisce ai cittadini italiani e, dunque, il cittadino di altro Stato gode in Italia degli stessi diritti di cui gode il cittadino italiano nell'altro Stato. Cfr. E. CALÒ, *Il principio di reciprocità*, cit., p. 145; inoltre F.

straniero, ovvero la sua attitudine alla titolarità di diritti e doveri giuridici, la cui mancanza determina la nullità dell'atto compiuto⁽¹⁴⁵⁾. Ne consegue che lo straniero si trova in una situazione di incapacità giuridica generale, che racchiude tutto l'ambito del diritto privato, ad eccezione dei diritti fondamentali. In realtà tale disposizione non è mai stata applicata in modo sistematico, ma soltanto in relazione alla fruibilità di alcuni diritti civili, come quello di acquistare immobili in Italia, di costituire su una società, di far valere una pretesa contrattuale, circoscrivendone la sua applicazione ai rapporti patrimoniali ed ad alcuni diritti specifici⁽¹⁴⁶⁾.

Con riguardo alla qualificazione della norma, in dottrina è discusso se l'art. 16 delle disposizioni preliminari al codice civile costituisca una norma di diritto internazionale privato, e precisamente una "norma di collegamento"⁽¹⁴⁷⁾, ovvero se essa debba considerarsi come una "norma materiale", come tale non rientrante nell'ambito delle norme di diritto internazionale

MARGONARI, *L'acquisto immobiliare della persona fisica straniera e la pubblicazione tavolare dei regimi patrimoniali coniugali stranieri*, in *Riv. Notariato*, 2001, 3, p. 593. Secondo una diversa interpretazione la reciprocità sarebbe realizzata se il trattamento riservato da uno Stato estero ai cittadini italiani sia uguale a quello che lo stesso Stato riserva ai propri cittadini. In caso di esito positivo, i cittadini di tale Stato estero potranno godere dei medesimi diritti riservati ai cittadini italiani, anche qualora si tratti di diritti che non sono contemplati nell'ordinamento giuridico dello Stato di origine. Cfr. G. BISCOTTINI, *Il principio di reciprocità nell'ordinamento italiano*, in *Dir. int.*, 1967, p. 49. Tale criterio sembra tuttavia fare riferimento al principio di parità di trattamento: se i cittadini italiani ricevono all'estero lo stesso trattamento dei cittadini di quello Stato, si avrà parità di trattamento tra i cittadini italiani e i cittadini dell'altro Stato, ma non implica che i cittadini italiani all'estero godano degli stessi diritti dei cittadini italiani in Italia.

⁽¹⁴⁵⁾ Secondo F. MARGONARI, *L'acquisto immobiliare*, cit., p. 593, "l'atto posto in essere in assenza della «reciprocità» comunque accertata, in tutti i casi in cui la stessa direttamente rilevi, risulterà quindi viziato di invalidità specificamente sotto il profilo della nullità per incapacità giuridica generale del soggetto straniero che lo ha posto in essere e quindi, come tale, eccezionale da chiunque ed in qualsiasi tempo".

⁽¹⁴⁶⁾ In particolare la reciprocità è limitata soltanto ai diritti civili e non quindi ai diritti politici, costituita essenzialmente dai contratti e le obbligazioni, dalla proprietà e il possesso. Per quanto riguarda i diritti patrimoniali derivanti da un rapporto di lavoro subordinato la prassi sembra oscillante. Esistono dei precedenti (Cass. civ., 29 gennaio 1976, n. 279, in *Foro it.*, 1976, I, p. 1264; Trib. Bari, 31 maggio 1984, in *RDI priv. proc.*, 1986, p. 114.) in cui si sono negati dei diritti a stranieri che non erano stati in grado di provare che il loro rispettivo paese accordasse ai cittadini italiani gli stessi diritti che (essi) richiedevano in Italia. Viceversa si è sancito (Cass., 4 marzo 1988, n. 2265, in *Mass. Foro it.*, 1988) che non sono soggetti a reciprocità la prestazione lavorativa effettuata in Italia dal lavoratore straniero, il diritto del lavoratore straniero a norma dell'art. 36 cost., la retribuzione proporzionata al lavoro svolto ed adeguata ai bisogni personali e della sua famiglia, il diritto al riposo ed alle ferie. La prassi ha comunque mostrato un'applicazione del principio soltanto verso alcuni diritti civili (diritto all'acquisto di beni immobili siti in Italia, diritto di costituzione di società, diritto di surrogarsi nei diritti dell'assicurato, diritto di esercitare pretese contrattuali e l'azione cambiaria sulla scorta di titolo emesso all'estero).

⁽¹⁴⁷⁾ Si veda T. BALLARINO, *Diritto internazionale privato*, Cedam, 1999, p. 258. Inoltre P. MENGOZZI, *Il diritto internazionale privato italiano*, Editoriale Scientifica, 2004, p. 62

privato⁽¹⁴⁸⁾. Secondo una prima interpretazione, l'art. 16 delle disposizioni preliminari al codice civile costituisce una premessa indispensabile nel funzionamento del diritto internazionale privato, in quanto ne stabilisce il quadro nel quale operano le norme di conflitto. La norma introduce una restrizione alla capacità di diritto privato spettante allo straniero, se non addirittura uno stato di incapacità generale, fintantoché non sia dimostrata la reciprocità⁽¹⁴⁹⁾. In altri termini il legislatore, prima di dettare le varie norme che consentono di risolvere i conflitti normativi dipendenti dalla presenza nella fattispecie di elementi di estraneità quasi sotto forma di ammonimento preliminare, stabilisce per lo straniero che vuol far valere diritti in Italia una soglia, consistente nella reciprocità⁽¹⁵⁰⁾. I sostenitori della seconda opinione evidenziano, invece, che l'art. 16 delle disposizioni preliminari al codice civile disciplina il godimento dei diritti civili da parte del cittadino straniero previsti nel nostro ordinamento e non già l'esercizio di tali diritti, che sarebbe, invece, oggetto delle norme di diritto internazionale privato⁽¹⁵¹⁾. Dunque l'art. 16 delle disposizioni preliminari al codice civile e le norme di diritto internazionale privato hanno natura diversa e si pongono in rapporto di reciproca autonomia⁽¹⁵²⁾. Infine, secondo certa dottrina la clausola di reciprocità consisterebbe in una fattispecie di "rinvio condizionante", a termini del quale le norme dell'ordinamento straniero verrebbero richiamate allo scopo di verificare l'avveramento della condizione di reciprocità⁽¹⁵³⁾. Vi è tuttavia chi ha ritenuto il richiamo alla condizione incongruo, dal momento che non vi è alcuna sospensione degli effetti della norma e parimenti non manca anche un evento futuro ed incerto dal quale dipendono gli effetti della

⁽¹⁴⁸⁾ Cfr. C. FOCARELLI, *La reciprocità nel trattamento degli stranieri in Italia come forma di ritorsione o rappresaglia*, in *Riv. dir. int.*, 1989, p. 832.

⁽¹⁴⁹⁾ A. GIARDINA, *Art. 16. Dell'applicazione della legge in generale. Art. 16-21*, in *Commentario al codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1978, pp 1 e ss.

⁽¹⁵⁰⁾ E. CUDIA, *Riflessi del principio di reciprocità nell'attività dello stato civile e del notaio*, in *Riv. not.*, 1995, pp. 160-161

⁽¹⁵¹⁾ G. MOLFESE, *Godimento del diritto al risarcimento del danno da parte del cittadino straniero e suo esercizio in Italia*, in *Nuovo dir.*, 1994, pp. 1159-1160

⁽¹⁵²⁾ G. COSCIA, *Condizione di reciprocità e diritto internazionale privato*, in *RDI priv. proc.*, 2001, p. 561. La differenza tra l'art. 16 delle preleggi e il sistema di diritto internazionale privato emerge, come si è visto precedentemente, anche dalle modalità con cui l'interprete può individuare la legge straniera in entrambi i casi: come si specificherà più avanti, l'onere della prova della reciprocità spetta allo straniero, mentre nel sistema di diritto internazionale privato la conoscenza del diritto straniero spetta al giudice.

⁽¹⁵³⁾ E. BETTI, *Problematica del diritto internazionale*, Milano, 1956, p. 135

norma stessa; secondo tale opinione la reciprocità opererebbe piuttosto come una limitazione della fattispecie e non dunque come una condizione ⁽¹⁵⁴⁾.

Con riguardo, invece, ai criteri seguiti per accertare l'esistenza o meno della suddetta condizione (o limitazione, nella accezione sopra proposta), si è distinto tra reciprocità diplomatica (o convenzionale), legislativa o di fatto ⁽¹⁵⁵⁾. Si definisce reciprocità diplomatica quando la sussistenza della stessa risulti direttamente desumibile dalle norme contenute in accordi internazionali ai quali gli Stati firmatari abbiano dato esecuzione all'interno dei relativi ordinamenti (e.g.: ai cittadini dello Stato A e dello Stato B sono accordati alcuni diritti previsti da una convenzione tra i due Stati, eventualmente subordinati alla verifica della reciprocità). Un caso di reciprocità diplomatica è, ad esempio, quella prevista dall'art. 9, u.c. del d.lgs. c.p.s. 13 settembre 1946 n. 233 ⁽¹⁵⁶⁾, relativo all'esercizio delle professioni sanitarie, in base al quale gli stranieri che siano in possesso di un titolo di abilitazione allo svolgimento di una data professione, conseguito in Italia ovvero in un altro Stato, se sono cittadini di uno Stato con il quale il governo italiano ha sottoscritto un accordo che consenta loro l'esercizio della professione in Italia, possono essere iscritti all'albo in Italia. Sulla scorta di tale disposizione sono stati stipulati accordi per consentire ai cittadini di entrambi gli Stati contraenti di esercitare la professione nel territorio dell'altro Stato contraente. Pertanto, i cittadini di uno Stato estero con cui è stata stipulata una convenzione avranno gli stessi diritti di accesso alle professioni sanitarie. Viene definita "reciprocità legislativa" quella per la quale l'ordinamento interno si limita a richiedere che nell'ordinamento giuridico dell'altro Stato sia prevista una norma analoga a quella prevista

⁽¹⁵⁴⁾ E. CALÒ, *Il principio di reciprocità*, cit., p. 72

⁽¹⁵⁵⁾ E. CALÒ, *Il principio di reciprocità*, Milano, 1994, p. 67. Inoltre G. BARALIS, *I diritti civili dello straniero*, cit., p. 26; G. BISCOTTINI, *Il principio di reciprocità nell'ordinamento italiano*, cit., p. 49.

⁽¹⁵⁶⁾ L'art. 9, come modificato dalla l. 8 novembre 1991, n. 362, stabilisce che "[p]er l'iscrizione all'albo è necessario: a) essere cittadino italiano; b) avere il pieno godimento dei diritti civili; c) essere di buona condotta; d) aver conseguito il titolo accademico dato o confermato in una università o altro istituto di istruzione superiore a ciò autorizzato ed essere abilitati all'esercizio professionale oppure, per la categoria delle ostetriche, avere ottenuto il diploma rilasciato dalle apposite scuole; e) avere la residenza o esercitare la professione nella circoscrizione dell'ordine o collegio.

Possono essere anche iscritti all'albo gli stranieri, che abbiano conseguito il titolo di abilitazione in Italia o all'estero, quando siano cittadini di uno Stato con il quale il Governo italiano abbia stipulato, sulla base della reciprocità, un accordo speciale che consenta ad essi l'esercizio della professione in Italia, purché dimostrino di essere di buona condotta e di avere il godimento dei diritti civili."

nell'ordinamento interno. In altri termini, la condizione di reciprocità si ha per verificata in questo caso quando le legislazioni di due o più Stati sono uguali e ed esse non discriminano tra cittadini appartenenti al proprio Stato e i cittadini appartenenti ad altro Stato. Infine, per reciprocità di fatto si intende che in concreto una certa materia sia disciplinata in modo identico in entrambi gli Stati, a prescindere dall'eguaglianza teorica tra due o più legislazioni: essa ricorre in tutti i casi in cui alla constatazione della sussistenza della condizione si pervenga attraverso un'attività di accertamento circa il concreto atteggiarsi dell'ordinamento straniero nei confronti dei cittadini italiani. Tra reciprocità diplomatica e reciprocità legislativa vi sono alcune differenze: la prima si estende a qualsiasi materia, mentre la seconda a materie determinate, la prima è più generica ed astratta mentre la seconda introduce specifiche clausole⁽¹⁵⁷⁾. In merito alla natura della "reciprocità" prevista dall'art. 16 delle disposizioni preliminari al codice civile la dottrina sostiene si tratti di una reciprocità di fatto; ciò in quanto l'operatività della reciprocità non è subordinata all'accertamento di una corrispondenza della regolamentazione nel paese straniero, ma soltanto al fatto che lo Stato estero riconosca al cittadino italiano un diritto eguale o simile a quello che il cittadino di quello Stato intende esercitare in Italia. Non ritenendosi necessario che gli istituti dei due ordinamenti giuridici, quello italiano e quello dello Stato individuato, corrispondano perfettamente, la reciprocità non potrà essere riconosciuta allo straniero solo quando l'ordinamento di provenienza ignori l'istituto o la disciplini in modo del tutto differente, ovvero se, pur conoscendolo, ne neghi il godimento allo straniero⁽¹⁵⁸⁾.

3. La reciprocità nell'ordinamento internazionale

I rapporti tra gli Stati, come nello Stato di natura o in una primitiva comunità di individui, sono caratterizzati dall'assenza di un organi centrali sovraordinati con funzione legislativa ed esecutiva, mentre la tutela dei propri interessi avviene attraverso l'uso della forza. Analogamente le norme dei trattati e delle altre convenzioni internazionali che gli Stati si sono impegnati spontaneamente ad osservare, non basterebbero da sole a garantire il rispetto degli impegni

⁽¹⁵⁷⁾ E. CALÒ, *Il principio di reciprocità*, cit., p. 67.

⁽¹⁵⁸⁾ A. SILVERIO, *La condizione di reciprocità nell'art. 16 delle disposizioni preliminari al codice civile del 1942*, 2008, disponibile sul sito internet www.diritto.it.

assunti da ciascuno Stato, in assenza di un vincolo di reciprocità. Dunque il principio di reciprocità rappresenta l'elemento in grado di assicurare il rispetto delle norme e degli impegni tra gli Stati ⁽¹⁵⁹⁾. A ben vedere nel diritto internazionale il principio di reciprocità viene applicato in ambiti e contesti assai eterogenei tra loro. Più precisamente per reciprocità deve intendersi la condizione per la quale uno Stato concede ad un altro Stato un determinato trattamento nella misura in cui lo stesso Stato concede a sua volta trattamenti equivalenti ⁽¹⁶⁰⁾. Talora essa discende dalla necessità degli Stati di condizionare ad una contropartita gli obblighi assunti dallo Stato in certe situazioni, come nel caso della tutela penale o dell'assistenza giudiziaria internazionale. Possono, ad esempio, essere oggetto della reciprocità lo *status* degli agenti diplomatici, lo stabilimento dei cittadini, l'importazione delle merci. Se si guarda, invece, alle norme che istituiscono la reciprocità, si può distinguere tra "reciprocità convenzionale", quando essa è contenuta in un accordo o convenzione internazionale, ovvero "reciprocità unilaterale" se la previsione della reciprocità dipende dalla introduzione di una apposita condizione da parte di uno Stato, nelle proprie leggi, solitamente in materia doganale, tributaria o giudiziaria. Nella prassi non è infrequente che il trattamento degli agenti diplomatici venga sottoposto per legge dello Stato ospite alla condizione di reciprocità. Sotto il profilo del contenuto della condizione si può, invece, distinguere tra reciprocità materiale (o assoluta) e reciprocità formale (o relativa). La differenza tra i due concetti risiede nella circostanza che soltanto nel primo caso (reciprocità materiale) è necessario che vi sia perfetta corrispondenza tra i comportamenti dei due Stati, mentre nel secondo caso l'equivalenza non è necessaria. Nel caso di reciprocità formale sarà sufficiente che il secondo Stato abbia effettiva possibilità di adottare un comportamento speculare a quello del primo Stato.

Secondo la dottrina è possibile ricondurre le varie circostanze nelle quali opera il principio di reciprocità ad alcune fattispecie tipiche ⁽¹⁶¹⁾. La prima fattispecie tipica nella quale trova applicazione detto principio è quella che si definisce della "reciprocità internazionale *strictu sensu*",

⁽¹⁵⁹⁾ C. CAMPIGLIO, *Il principio di reciprocità nel diritto dei trattati*, Padova, 1995, p. 312 e ss.

⁽¹⁶⁰⁾ M. MIELE, *Reciprocità (diritto internazionale)*, in *Novissimo Digesto*, XIV, 1059.

⁽¹⁶¹⁾ *Ibidem*, p. 1059.

laddove la reciprocità è elemento necessario al funzionamento di norme internazionali convenzionali. Clausole di reciprocità internazionale possono trovarsi nelle convenzioni internazionali, nei trattati di commercio e di navigazione, di estradizione, in materia consolare e nelle convenzioni militari ⁽¹⁶²⁾. È possibile, ad esempio, che un atto internazionale contenga una clausola in base alla quale l'applicazione di una o più norme di una convenzione internazionale vengono subordinate al ricorrere di un determinato comportamento degli Stati contraenti e dunque al verificarsi di una condizione di reciprocità: lo Stato A si offre di concedere un trattamento particolarmente vantaggioso ai soggetti residenti nello Stato B a condizione che lo Stato B accordi un analogo trattamento ai soggetti residenti nello Stato A. Il secondo contesto nel quale viene utilizzato lo strumento della reciprocità è quello della cosiddetta "reciprocità internazionale di fatto". Rispetto alla prima fattispecie considerata, in questo caso non esistono clausole che subordinano l'efficacia di una determinata norma di una convenzione internazionale ad un dato comportamento ma ciò, di fatto, accade comunque. Immaginiamo che lo Stato A, dopo aver accertato che lo Stato B applica nei confronti dei soggetti residenti nello Stato A un determinato comportamento, decide di adottare il medesimo comportamento nei confronti dei soggetti residenti nello Stato B. Ciò può accadere, per formulare alcune ipotesi, in materia di estradizione, o in caso di guerra, nel trattamento/rilascio dei prigionieri.

La reciprocità viene, quindi, utilizzata anche in certi atti unilaterali internazionali. Ad esempio, la reciprocità costituisce una condizione essenziale per il funzionamento della dichiarazione di soggezione alla giurisdizione della Corte dell'Aja per le controversie che ai sensi dell'art. 36 dello

⁽¹⁶²⁾ Sulla reciprocità nei trattati si veda C. CAMPIGLIO, *Il principio di reciprocità nel diritto dei trattati*, cit., p. 320 e ss. La reciprocità emerge nella nozione stessa di trattato, il quale si sostanzia nell'incontro della volontà di due o più Stati, ciascuno dei quali si impegna ad osservare le regole di condotta previste dalla convenzione. Dunque il trattato può essere visto come espressione di impegni reciproci, nel senso che le dichiarazioni di ciascuno dei sottoscrittori è rivolta a tutti gli altri ed è destinata ad incontrarsi con le dichiarazioni rese da questi ultimi. In particolare la reciprocità si estrinseca nella fase di conclusione del trattato, nelle riserve e nell'adempimento dello stesso. Quanto alla fase di conclusione del trattato essa trova riscontro nella regola consuetudinaria "*pacta sunt servanda*", contenuta all'art. 26 della Convenzione di Vienna del 1969. Per quanto riguarda le riserve, la reciprocità opera a modifica del contenuto del trattato per riequilibrare la posizione dei contraenti nei confronti dello Stato che si avvale della riserva. La reciprocità si riscontra altresì nella fase dell'adempimento, ricoprendo una funzione di "sanzione" rispetto all'inadempimento di uno Stato, e sostanziosamente in un reciproco inadempimento limitatamente agli obblighi convenzionali che sono stati direttamente violati dallo Stato inadempiente.

Statuto della C.I.G. ⁽¹⁶³⁾ gli Stati possono sottoporre alla giurisdizione della Corte; lo Stato A dunque può decidere di sottoporre volontariamente alla giurisdizione della Corte una data controversia, a condizione che anche lo Stato B si obblighi a sottoporre alla Corte le stesse controversie. Una categoria a parte è costituita dalle dichiarazioni di reciprocità rese unilateralmente da uno Stato, al di fuori degli accordi internazionali. Nella pratica internazionale non sono, infatti, infrequenti le dichiarazioni con cui uno o più Stati, pur in assenza di trattati o altri accordi internazionali, dichiarino, attraverso una notifica o come promessa unilaterale, l'esistenza di una condizione di reciprocità di fatto. Ciò accade tipicamente in materia di tariffe doganali. Inoltre una dichiarazione di reciprocità può essere resa da uno Stato belligerante, ad esempio, quando si impegna nei confronti dell'altro Stato belligerante a non utilizzare nel corso del conflitto determinate armi non convenzionali, a condizione che anche l'altro Stato si impegni a non utilizzare quelle determinate armi, ovvero minacciando l'uso delle stesse qualora l'altro Stato non si astenga dall'utilizzarle.

La reciprocità internazionale deve, infine, essere tenuta distinta dalla clausola cosiddetta della *nazione più favorita*. Attraverso tale clausola gli Stati possono impegnarsi a concedere ai soggetti di un altro Stato, che abbia a sua volta sottoscritto il trattato, gli stessi vantaggi che sono concessi ad

⁽¹⁶³⁾ Ai sensi dell'art. 36 della C.I.G. "La competenza della Corte si estende a tutti gli affari che le parti le sottoporranno, come pure a tutti i casi specialmente previsti nella Carta delle Nazioni Unite e nei trattati e convenzioni in vigore.

Gli Stati parti del presente Statuto possono in qualsiasi momento dichiarare di riconoscere come obbligatoria, di pieno diritto e senza convenzione speciale, in confronto di ogni altro Stato che accetti lo stesso obbligo, la giurisdizione della Corte su tutte le divergenze di ordine giuridico aventi per oggetto, (a) l'interpretazione di un trattato; (b) qualsivoglia questione di diritto internazionale; (c) l'esistenza di qualunque fatto il quale, se fosse provato, costituirebbe violazione di un impegno internazionale; (d) la natura o la portata della riparazione dovuta per la violazione di un impegno internazionale.

Le surriferite dichiarazioni possono essere fatte puramente e semplicemente o sotto condizione di reciprocità da parte di parecchi o di certi Stati ovvero anche per un dato termine.

Queste dichiarazioni sono consegnate al Segretario generale delle Nazioni Unite il quale ne trasmette copia alle parti del presente Statuto come pure al Cancelliere della Corte.

Le dichiarazioni fatte in applicazione dell'articolo 36 dello Statuto della Corte permanente di Giustizia internazionale per una durata che non è ancora spirata sono considerate, nei rapporti tra parti del presente Statuto, come accettazione della giurisdizione obbligatoria della Corte internazionale di Giustizia per la durata che rimane da trascorrere secondo queste dichiarazioni e conformemente ai loro termini.

In caso di contestazione circa il sapere se la Corte sia o non sia competente, decide la Corte'.

altri Stati in virtù di appositi accordi, già esistenti ovvero ancora da sottoscrivere ⁽¹⁶⁴⁾. La clausola della nazione più favorita può a sua volta contenere un obbligo di reciprocità: prendiamo il caso in cui lo Stato A accordi allo Stato B dei vantaggi sulla base della clausola della nazione più favorita, a condizione che i soggetti residenti nello Stato A beneficino del medesimo trattamento da parte dello Stato B. Ad esempio, negli Stati Uniti il *Trade Act* del 1974 ⁽¹⁶⁵⁾ dispone che, salvo ove diversamente previsto, il trattamento della nazione più favorita in materia tariffaria venga applicato senza alcuna distinzione nei confronti di tutti gli Stati, anche quelli che non sono membri dell'OMC. Ciò implica che il trattamento della nazione più favorita venga esteso anche agli Stati che non sono parte di alcun accordo di cooperazione economica con gli Stati Uniti ⁽¹⁶⁶⁾. La concessione dello *status* di nazione più favorita, per gli Stati che non sono membri dell'OMC viene sottoposta però ad alcune condizioni, tra cui in particolare la circostanza che il *partner* commerciale sottoscriva con gli Stati Uniti un accordo che sancisca la concessione reciproca del trattamento di nazione più favorita. Il contenuto degli accordi prevede in ogni caso che l'applicazione della clausola della nazione più favorita non incida sulla possibilità di ciascuno Stato contraente di riservare un analogo trattamento privilegiato a Stati terzi, così come fa salva la possibilità di concludere accordi di integrazione regionale. Va detto però che il trattamento della nazione più favorita è stato in taluni casi sostituito da trattamenti preferenziali e dall'applicazione del sistema generalizzato di preferenze. Nell'Unione Europea non vi è, invece, una norma che preveda una applicazione generalizzata del trattamento della nazione più favorita nei confronti di tutti i *partner* commerciali, ma esso viene applicato soltanto nei confronti di alcuni degli Stati membri dell'OMC. Nei confronti degli altri Stati viene applicato un trattamento preferenziale, in virtù della deroga contenuta all'art. XXIV del GATT 1994 o rientranti nell'ambito del trattamento preferenziale e non reciproco previsto dalla quarta parte del GATT 1994.

⁽¹⁶⁴⁾ G. PATRIARCA, *Il GATT e la clausola della nazione più favorita: regole ed eccezioni*, in *Rivista di politica economica*, 1961, 12, p. 2207 ss.; R. BABAN, *The GATT and Free-Trade Agreements Between Market and Centrally-Planned Economies*, in *Economia internazionale*, anno 1980, n. 2/3, p. 178.

⁽¹⁶⁵⁾ Ci si riferisce in particolare alla *Section 126*.

⁽¹⁶⁶⁾ Si veda C. DORDI, *La discriminazione commerciale nel diritto internazionale*, Milano, 2002, p. 89.

4. Il ruolo della reciprocità nel diritto internazionale

Tra gli studi che hanno affrontato l'analisi del principio di reciprocità nel diritto internazionale merita attenzione il lavoro di alcuni Autori, secondo i quali le relazioni tra gli Stati ed il relativo comportamento possono essere inquadrare ed esaminate con un metodo matematico, avvalendosi dello strumento della teoria dei giochi ⁽¹⁶⁷⁾. La teoria dei giochi consiste in una analisi logica delle situazioni di conflitto e cooperazione, in cui operano due o più giocatori, siano essi singoli individui, società o entità statali. Ciascun giocatore può intraprendere un certo numero di possibili strategie alternative e la combinazione delle sue scelte con quelle degli altri giocatori determina l'esito del gioco. Il risultato del gioco non è indifferente per i giocatori in quanto ad esso è associato un determinato *pay-off* positivo: a seconda delle combinazioni delle scelte dei giocatori, varia il risultato del gioco e cambia altresì anche il *pay-off* per ciascuno di essi. Inoltre, nonostante il risultato finale del gioco sia necessariamente influenzato dalle scelte dei giocatori, nessuno di questi singolarmente è in grado di determinarlo direttamente ⁽¹⁶⁸⁾. La teoria dei giochi prende dunque in considerazione il comportamento dei giocatori di fronte alle diverse alternative strategiche. Obiettivo di ciascun giocatore, in un'ottica razionale, è quello di massimizzare il proprio *pay-off* alla fine del gioco. Ciò implica che ciascun giocatore nell'intraprendere una strategia di gioco deve tener considerazione anche le possibili risposte degli altri giocatori alla propria mossa iniziale. Infatti la decisione di adottare una strategia cooperativa (*e.g.* divisione dei *pay-off* tra entrambi i giocatori) ovvero di conflitto (*e.g.* tentativo di appropriarsi dell'intero *pay-off*) nel primo gioco può ripercuotersi in quelli successivi quando i giochi vengono ripetuti e, dunque, vanno accuratamente ponderate. In genere le parti dovrebbero cooperare quando questo atteggiamento massimizza i *pay-off* totali nel lungo periodo, ma l'approssimarsi dell'ultimo gioco può indurre i giocatori ad assumere comportamenti opportunistici a discapito della collaborazione. La teoria dei giochi presenta tuttavia alcuni limiti. Innanzitutto attraverso tale

⁽¹⁶⁷⁾ Si veda F. PARISI, *The Cost of the Game: A taxonomy of Social Interaction*, 9 Eur. J. L. Econ. 99, 2000; inoltre F. PARISI, N. GHEI, *The Role of Reciprocity in International Law*, Cornell International Law Journal, Vol. 36, no. 1, Spring 2003, pp. 93-123.

⁽¹⁶⁸⁾ Per approfondimenti sulla teoria dei giochi si rinvia a G. COSTA, P.A. MORI, *Introduzione alla teoria dei giochi*, Bologna, 1994.

strumento non si può pretendere di catalogare tutte le possibili variabili che possono venire ad esistenza nella realtà, ma rappresenta un mezzo per studiare le strategie comportamentali in presenza di presupposti tipici che possono ricorrere in determinate situazioni e, dunque, per comprendere le interazioni tra gli individui nel contesto reale. Inoltre, uno dei presupposti della teoria dei giochi è che i giocatori agiscano secondo strategie razionali, cosa che invece non si può dare per assunta allorché spostiamo il raggio di osservazione alla realtà, in cui le scelte comportamentali degli individui possono essere dettate da istinti e motivazioni non sempre coerenti con un principio di razionalità. Infine, deve considerarsi che non sempre i giocatori effettuano le proprie valutazioni in base ai *pay-off* assoluti, ma possono assumere una decisione anche in relazione ai *pay-off* relativi.

4.1. Teoria dei giochi e vincolo di reciprocità: tassonomia

Fatte queste premesse possiamo procedere ad individuare una prima tassonomia delle situazioni tipo che possono essere studiate attraverso il modello della teoria dei giochi. Si procederà prendendo in considerazione differenti scenari in cui operano 2 giocatori, A e B, analizzando le diverse strategie dei giocatori in ciascuno di essi e gli esiti di ciascun gioco. Le situazioni che verranno esaminate di seguito possono essere ricondotte a cinque categorie: “*pure common-interest situations*”, “*divergent preference games*”, “*prisoners’ dilemma situations*”, “*inessential games*” ed “*unilateral games*”. Ciascuna situazione viene rappresentata in una matrice: in particolare nelle celle della matrice sono indicati i *pay-off* di ciascun giocatore, prima del giocatore A e poi del giocatore B, a seconda della strategia adottata. A sinistra della matrice sono indicate le strategie del giocatore A, in alto le strategie a disposizione del giocatore B. La strategia I indica la collaborazione, la strategia II indica una collaborazione parziale e la strategia III la assenza di cooperazione. Sulla base di quanto osservato in queste situazioni tipo, si procederà ad individuare una serie di definizioni di reciprocità.

A) Pure common-interest situations.

Per “*pure common-interest situations*” si intendono i casi in cui gli incentivi di entrambi i giocatori sono perfettamente allineati. La situazione può essere descritta dalla seguente matrice:

	I	II	III
I	6,6	4,5	2,4
II	5,4	3,3	1,2
III	4,2	2,1	0,0

Nella situazione sopra rappresentata la strategia che massimizza i rispettivi *pay-off* (6:6) è la medesima per entrambi i giocatori, ed è rappresentata dalla reciproca collaborazione. Ciò comporta che in presenza di un accordo, sia esso implicito o esplicito, entrambe le parti lo rispetteranno poiché nessuna delle due parti otterrebbe alcun vantaggio modificando la propria strategia iniziale.

Il risultato raggiunto non cambierebbe se si introducesse un vincolo di reciprocità per cui le parti sono obbligate ad adottare la medesima strategia dell'altro giocatore. Rispetto alla matrice originaria il vincolo di reciprocità restringerebbe il campo delle scelte alle celle sotto evidenziate:

	I	II	III
I	6,6	4,5	2,4
II	5,4	3,3	1,2
III	4,2	2,1	0,0

Anche introducendo il vincolo di reciprocità il risultato non cambia e i giocatori restano fermi nella strategia di collaborazione reciproca. Dunque le parti scelgono di collaborare poiché tale strategia consente loro di massimizzare i rispettivi *pay-off*, indipendentemente dalle circostanze se le parti siano o meno vincolate da un obbligo di reciprocità. La situazione di “*pure common-interest*” realizza quello che gli economisti definiscono “equilibrio di Nash”: a ciascun giocatore conviene rispettare l'ipotetico accordo su come comportarsi se anche gli altri giocatori fanno altrettanto⁽¹⁶⁹⁾. L'equilibrio viene raggiunto spontaneamente senza alcuna imposizione

⁽¹⁶⁹⁾ Per una definizione di “equilibrio di Nash” si rinvia a G. COSTA, P.A. MORI, *Introduzione alla teoria dei giochi*, Bologna, 1994, p. 85.

dall'esterno in quanto esiste infatti un'unica strategia dominante che sfocia in un risultato efficiente. Le “*pure common-interest situations*” sono frequenti nella prassi internazionale ma hanno in pratica una rilevanza modesta nel diritto internazionale dal momento che non comportano mai l'insorgere di controversie, quale ad esempio una disputa per la modifica di un trattato, perché le parti convergono autonomamente verso la medesima direzione.

B) *Divergent preference games.*

Una seconda situazione tipica è quella rappresentata dai “*divergent preference games*”. Immaginiamo una matrice con i *pay-off* sotto indicati:

	I	II	III
I	3,1	0,0	0,0
II	0,0	2,3	0,0
III	0,0	0,0	1,5

In questo caso vi sono tre diverse soluzioni che realizzano un equilibrio di Nash, ma nessuna di esse costituisce una strategia dominante: infatti mentre il giocatore A preferisce in astratto una strategia di reciproca collaborazione, ottenendo un *pay-off* positivo pari a 3 unità, il giocatore B massimizza la propria utilità con una strategia di reciproca non cooperazione. Se però il giocatore A collabora ed il giocatore B non collabora il risultato che si ottiene non è efficiente, in quanto pari a zero per entrambi i giocatori. Resta da chiedersi cosa accade se nel gioco si inserisce un vincolo di reciprocità. Esso restringe il campo delle soluzioni come di seguito rappresentato:

	I	II	III
I	3,1	0,0	0,0
II	0,0	2,3	0,0
III	0,0	0,0	1,5

Anche stavolta il vincolo di reciprocità è indifferente per entrambi i giocatori, in quanto non muta l'ordine delle preferenze: il giocatore A continuerà a preferire la strategia di collaborazione e

il giocatore B la strategia di non collaborazione. Ad un diverso risultato potrebbe giungersi, invece, se i giocatori potessero concordare in anticipo le rispettive mosse: le parti potrebbero, ad esempio, rinunciare alla strategia che massimizza i rispettivi *pay-off* e convergere su di una strategia di parziale collaborazione, che consentirebbe ad entrambe il raggiungimento di un risultato sub-ottimale (2:3). Parimenti l'esito del gioco potrebbe cambiare se esso fosse destinato ad essere ripetuto e le posizioni dei giocatori invertite (cd. "*role reversibility*"). In questo caso le parti sceglierebbero la strategia che massimizza il *pay-off* nel lungo periodo, ovvero quella della non collaborazione (1:5), cui è associato il *pay-off* aggregato più elevato, facendo affidamento sul fatto che chi ha ottenuto nel primo gioco il *pay-off* pari ad 1 nel gioco successivo otterrebbe un *pay-off* pari a 5.

C) *Prisoner's dilemma situations*

La terza situazione oggetto di analisi è una delle figure più note della teoria dei giochi, ovvero il cosiddetto "dilemma del prigioniero" ⁽¹⁷⁰⁾. In tale situazione le parti potrebbero massimizzare il *surplus* collettivo attraverso la collaborazione ma entrambe hanno incentivi ad adottare strategie non collaborative per massimizzare il proprio *pay-off*. Come è evidenziato nella matrice sottostante per entrambe le parti è razionale adottare una strategia non collaborativa.

	I	II	III
I	6,6	2,7	-2,8
II	7,2	3,3	-1,4
III	8,-2	4,-1	0,0

Infatti, se ci poniamo nell'ottica del giocatore A, la scelta di non collaborare (strategia III) risulta sempre preferibile alla strategia collaborativa (strategia I), o alla parziale collaborazione (strategia II). Nel caso in cui egli scelga la strategia III i *pay-off* attesi sono, a seconda della risposta del giocatore B, 8, 4 e 0. Essi sono superiori ai *pay-off* attesi in caso di strategia II (7, 3 e -1) e di strategia I (6, 2 e -2). Lo stesso discorso vale anche per il giocatore B: i *pay-off* attesi in caso di

⁽¹⁷⁰⁾ Per approfondimenti sul noto gioco del dilemma del prigioniero si rinvia a G. COSTA, P.A. MORI, *Introduzione alla teoria dei giochi*, Bologna, 1994.

strategia non collaborativa sono superiori a quelli della strategia I e II. Ciò significa che razionalmente i giocatori scelgono di non collaborare (strategia III), ma il risultato che si ottiene è assolutamente inefficiente, in quanto pari a zero per entrambi i giocatori.

Vediamo come cambierebbe il gioco introducendo un vincolo di reciprocità. Le alternative possibili sono evidenziate nella matrice sottostante:

	I	II	III
I	6,6	2,7	-2,8
II	7,2	3,3	-1,4
III	8,2	4,1	0,0

Con un vincolo di reciprocità gli incentivi alla adozione della strategia III vengono neutralizzati e per entrambi i giocatori diventa conveniente adottare una strategia collaborativa. La situazione illustrata nel gioco del “dilemma del prigioniero” si riscontra con frequenza nel diritto internazionale e, dunque, non mancano esempi di situazioni in cui il vincolo di reciprocità ha rappresentato la soluzione per raggiungere un risultato pareto-efficiente. Ad esempio, la Convenzione di Vienna del 1969 contiene una clausola di reciprocità all’art. 21 (b) che limita la possibilità delle parti di adottare comportamenti opportunistici ⁽¹⁷¹⁾.

D) *Inessential games.*

Una ulteriore categoria di giochi è quella che viene definita “*inessential games*”. Essa ricomprende due diverse tipologie di situazioni, i giochi a somma zero “*zero sum games*” ed i giochi con *pay-off* positivi (“*positive sum games*”) in cui il *pay-off* aggregato si mantiene costante per tutte le

⁽¹⁷¹⁾ Cfr. Convenzione di Vienna del 23 maggio 1969, ratificata dall’Italia con l. 12 febbraio 1974, n. 112 (Supl. Ord. G.U. n. 111, 30 aprile 1974). Ai sensi dell’art. 21- rubricato “*Effetti giuridici delle riserve e delle obiezioni alle riserve*” – si prevede che:

- “1. Una riserva formulata nei confronti di un’altra parte in conformità agli articoli 19, 20, e 23:
 - (a) modifica per lo Stato autore della riserva nei suoi rapporti con quell’altra parte le disposizioni del trattato a cui la riserva si riferisce, nella misura prevista dalla riserva medesima; e
 - (b) modifica nella stessa misura queste disposizioni per quell’altra parte nei suoi rapporti con lo Stato autore della riserva.
2. La riserva non modifica le disposizioni del trattato per le altre parti nei loro rapporti inter se.
3. Quando uno Stato che ha formulato una obiezione ad una riserva non si è opposto all’entrata in vigore del trattato fra se stesso e lo Stato autore della riserva, le disposizioni alle quali la riserva si riferisce non si applicano fra i due Stati nella misura prevista dalla riserva”.

possibili combinazioni strategiche. Una matrice che rappresenti uno *zero sum game* potrebbe essere la seguente:

	I	II	III
I	0,0	-3,3	-6,6
II	3,-3	0,0	-3,3
III	6,-6	3,-3	0,0

Immaginiamo ad esempio il caso di una disputa territoriale: è evidente che se due nazioni si contendono una determinata porzione di territorio, al guadagno territoriale di una parte corrisponde necessariamente una perdita dell'altra. Dunque in situazioni di questo genere non vi è alcun margine per la cooperazione, ed analogamente, non vi può essere alcun vantaggio introducendo un vincolo di reciprocità.

E) Unilateral games.

La quinta categoria di giochi ricomprende i giochi unilaterali ("*unilateral games*"). Essi si caratterizzano per il fatto che non vi è una sola strategia dominante ma ciascun giocatore sceglie la propria strategia indipendentemente dalle risposte degli altri giocatori. La situazione descritta può riflettersi nella matrice qui in basso.

	I	II	III
I	4,2	3,4	2,6
II	3,1	2,2	1,4
III	2,0	1,1	0,3

Poniamoci dal punto di vista del giocatore A. Se sceglie di collaborare i *pay-off* attesi sono 4, 3 e 2, a seconda della risposta del giocatore B. La strategia di collaborazione parziale ha dei *pay-off* attesi pari a 3, 2 e 1. La strategia di non collaborazione ha dei *pay-off* attesi pari a 2, 1 e 0. Dunque il giocatore A preferisce la strategia I che ha i *pay-off* attesi più elevati. Per quanto riguarda il giocatore B, i suoi *pay-off* attesi sono rispettivamente 2, 1 e 0 se collabora, 4, 2 e 1 se sceglie una

parziale collaborazione e 6, 4 e 3 se decide di non collaborare. Pertanto il giocatore B sceglierà in ogni caso la strategia III. Poiché il primo giocatore opta per la collaborazione e il secondo giocatore non collabora il *pay-off* del gioco è pari ad 2 unità per il giocatore A e 6 unità per il giocatore B, con un *pay-off* aggregato pari a 8 unità.

Se si introducesse anche in questo gioco un vincolo di reciprocità le opzioni a disposizione dei giocatori sarebbero le seguenti:

	I	II	III
I	4,2	3,4	2,6
II	3,4	2,2	4,4
III	2,0	4,4	0,3

In questa situazione la soluzione ottimale sarebbe quella della reciproca collaborazione, ma il relativo *pay-off*, pari a 6 (4, 2), benché più vantaggioso per il giocatore A, sarebbe comunque inferiore al *pay-off* aggregato in assenza di reciprocità, che è pari ad 8. Dunque in un siffatto gioco l'introduzione di un vincolo di reciprocità impedisce la massimizzazione del *surplus* complessivo: la cooperazione non paga ⁽¹⁷²⁾.

4.2. Teoria dei giochi e vincolo di reciprocità: alcune considerazioni

Come anticipato in precedenza, non sempre i giocatori scelgono le proprie strategie sulla base dei *pay-off* assoluti. Talvolta la scala delle preferenze di un giocatore può essere influenzata dalla valutazione dei *pay-off* relativi, ovvero di quanto guadagna o perde in relazione al *pay-off* dell'altro giocatore. Prendiamo, ad esempio, il caso del *pure common-interest game*: abbiamo visto che entrambi i giocatori cercano di massimizzare il proprio *pay-off* assoluto e, pertanto, la strategia dominante è quella della reciproca collaborazione, con un *pay-off* pari a: (6, 6); se però i giocatori sono

⁽¹⁷²⁾ Nel diritto internazionale è possibile riscontrare situazioni di *unilateral game* nelle ipotesi di istituzione di una zona di libero scambio. Cfr. T.TREVES, *Diritto Internazionale*, Napoli, 1999. Inoltre P. KRUGMAN, M. OBSTFELD, *International Economics, Theory and Policy*, Londra, 2007. Si veda ad esempio Regolamento n. 93/2008 della Commissione del 31 gennaio 2008 in <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2008:028:0012:0013:IT:PDF>.

interessati ai *pay-off* relativi la strategia cambia. Come risulta evidente dalla matrice in basso il sia il giocatore A che il giocatore B opteranno per la strategia di non collaborazione, che massimizza i rispettivi *pay-off* relativi:

	I	II	III
I	0,0	-2,1	-4,2
II	1,-2	-1,-1	-3,0
III	2,-4	0,-3	-2,-2

Come abbiamo visto nel caso del dilemma del prigioniero anche in questa situazione attraverso l'introduzione di un vincolo di reciprocità vengono neutralizzati gli incentivi alla deviazione e i giocatori convergono nuovamente verso la strategia di collaborazione che massimizza il *surplus* complessivo. Infatti:

	I	II	III
I	0,0	-2,1	-4,2
II	1,-2	-1,-1	-3,0
III	2,-4	0,-3	-2,-2

La situazione sopra rappresentata si riflette, nel diritto internazionale nelle negoziazioni dei trattati di non proliferazione, in cui mentre alcune parti sono interessate al fatto di dotarsi di un certo arsenale bellico, altre parti sono interessate al fatto che venga mantenuto il medesimo rapporto tra gli arsenali bellici in essere al momento in cui si svolge il gioco e, pertanto, scelgono la loro strategia sulla base dei *pay-off* relativi.

Abbiamo osservato che alcune situazioni, come nel *pure common-interest game*, sono caratterizzate da una sola strategia dominante: le parti hanno i medesimi incentivi e massimizzano il rispettivo *pay-off*. Vi sono invece altre situazioni, come nel gioco del dilemma del prigioniero, in cui i giocatori, in assenza di un vincolo di reciprocità, non sarebbero in grado di raggiungere un risultato efficiente, poiché hanno degli incentivi ad assumere comportamenti opportunistici. Alla

luce della casistica evidenziata nella teoria dei giochi, secondo Parisi possono distinguersi tre diverse forme di reciprocità: la “reciprocità strutturale”, la “reciprocità indotta” e la “reciprocità stocastica”⁽¹⁷³⁾. La reciprocità viene definita “strutturale” nell’ambito dei *pure common-interest games*, quando gli interessi dei giocatori sono perfettamente allineati ed esiste un’unica strategia dominante. In questo caso non vi sono incentivi alla deviazione ed entrambe le parti scelgono la strategia di collaborazione: la reciprocità è insita nelle preferenze dei giocatori e, dunque, strutturale. Quando invece gli interessi dei giocatori non sono perfettamente allineati le norme del diritto internazionale non sono da sole sufficienti ad assicurare il rispetto degli accordi è necessario il vincolo della reciprocità. La seconda forma di reciprocità è quella che si definisce “indotta” e consiste nel vincolare le scelte di ciascun giocatore alle decisioni dell’altro: se il primo coopera anche il secondo coopera, e viceversa se il primo non collabora anche il secondo giocatore non collabora. Ad esempio, nel dilemma del prigioniero, in assenza di reciprocità i giocatori scelgono strategia non collaborativa e non raggiungono un risultato efficiente. Introducendo un vincolo di reciprocità cambiano le strategie dei giocatori e si massimizza il *pay-off* di entrambe le parti. La reciprocità indotta non è idonea a massimizzare il *surplus* quando la struttura del gioco assume la forma del *divergent preference game*. In tale circostanza è necessario, infatti, un meccanismo diverso, che prende il nome di reciprocità “stocastica”. Se il gioco deve essere ripetuto e i rispettivi ruoli dei due giocatori possono essere invertiti, in questo caso essi sono incentivati a collaborare tra loro per massimizzare il *surplus* nel lungo periodo. In sostanza, quando le preferenze dei giocatori sono allineate sussiste una forma di reciprocità strutturale, che non richiede alcun intervento esterno perché le parti decidano di cooperare; quando le parti operano in un contesto con le caratteristiche del dilemma del prigioniero, la reciprocità indotta rappresenta la soluzione idonea per indurre le parti alla collaborazione; se i giocatori hanno preferenze divergenti è necessario intervenire introducendo il meccanismo di reciprocità stocastica. Nessun intervento è possibile invece quando le parti operano in un contesto quale

⁽¹⁷³⁾ Cfr. F. PARISI, N. GHEI, *The Role of Reciprocity in International Law*, Cornell International Law Journal, Vol. 36, no. 1, Spring 2003, pp. 93-123.

quello di *inessential game* o di *unilateral game*, poiché i giocatori continuano a seguire la propria strategia con o senza vincolo di reciprocità.

Secondo la teoria sopra descritta l'introduzione di un vincolo di reciprocità può rivelarsi uno strumento idoneo a modificare le preferenze delle parti e condurre ad un risultato efficiente. Consideriamo ora le implicazioni dovute alla introduzione di un vincolo di reciprocità in concreto esaminando alcuni casi pratici, quali (i) la “*Proclamation*” del Presidente degli Stati Uniti Harry Truman nel 1945, (ii) l'uso da parte degli Stati Uniti del GATT per ottenere la liberalizzazione degli scambi ed infine (iii) la legge del mare.

Nel 1945 il Presidente degli Stati Uniti Truman affermò nella “*Proclamation*” che gli Stati Uniti avrebbero esercitato la propria giurisdizione e controllo sulle risorse naturali del sottosuolo contigue alla costa degli Stati Uniti, nonostante all'epoca il diritto internazionale prevedesse che la sovranità statale sulla fascia costiera non potesse eccedere le 12 miglia marine⁽¹⁷⁴⁾. La *Proclamation* non venne però contestata dagli altri Stati ed anzi, in breve tempo, anche altri Stati resero una dichiarazione simile a quella degli Stati Uniti. Il caso appena prospettato rappresenta un classico esempio di reciprocità strutturale, in quanto i vari giocatori hanno i medesimi incentivi, ovvero estendere la propria giurisdizione sulla fascia antistante la costa, e tali obiettivi non si pongono in contrasto tra loro. Ecco dunque che i giocatori collaborano tra loro per ottenere il risultato desiderato.

Un esempio paradigmatico di reciprocità indotta è rappresentato dalle clausole di “nazione più favorita” e di “trattamento nazionale” contenute nel GATT. Uno dei principi fondamentali della teoria economica è che il libero scambio contribuisce alla massimizzazione del benessere⁽¹⁷⁵⁾. Ciascun individuo, ovvero ciascuno Stato, si specializza nella produzione che sa fare meglio ad un costo inferiore rispetto agli altri, e ne produce un quantitativo superiore al proprio bisogno nazionale, vendendo la parte eccedente agli altri Stati. A sua volta lo Stato utilizzerà i proventi incassati per acquistare beni e servizi dai Paesi che si sono specializzati in altre produzioni. La

⁽¹⁷⁴⁾ Si tratta della *Proclamation 2667* del 28 settembre 1945 “*policy of the United States of America with respect to the natural resources of the subsoil and seabed of the continental shelf*”, 10 Fed. Reg. 12, 305, 1945.

⁽¹⁷⁵⁾ Cfr. P. KRUGMAN, M. OBSTFELD, *International Economics, Theory and Policy*, Londra, 2007.

liberalizzazione degli scambi dunque consente a ciascuno Stato di massimizzare il proprio benessere. Nella realtà la teoria del libero scambio incontra alcuni ostacoli: vi sono produttori nazionali di un certo bene che verrebbero pregiudicati dal libero scambio, in quanto dovrebbero competere con imprese straniere più efficienti, e conseguentemente esercitano pressioni per osteggiare il libero scambio e per il mantenimento di barriere alle negoziazioni con l'estero. La clausola della nazione più favorita e del trattamento nazionale costituiscono due esempi di reciprocità indotta. Con la clausola della nazione più favorita si stabilisce che ciascuna nazione adotti il medesimo trattamento per tutte le importazioni di beni, servizi e capitali, a prescindere dalla nazione di provenienza, mentre la clausola di trattamento nazionale prevede che le importazioni di beni, servizi e capitali ricevano lo stesso trattamento della nazione d'origine. L'introduzione di un vincolo di reciprocità crea un incentivo per gli Stati a liberalizzare i commerci, considerato che anche gli altri Stati firmatari dell'accordo faranno altrettanto.

Un caso di reciprocità stocastica può essere riscontrato nel diritto consuetudinario e precisamente in relazione ai limiti esistenti alla potestà di governo dello Stato costiero ⁽¹⁷⁶⁾, nelle ipotesi del cd. "diritto di passaggio inoffensivo o innocente" da parte delle navi straniere ⁽¹⁷⁷⁾ e del cd. "diritto di inseguimento", che costituisce un'eccezione al principio della sottoposizione della nave all'esclusivo potere dello Stato della bandiera ⁽¹⁷⁸⁾. Nel diritto consuetudinario si è affermata

⁽¹⁷⁶⁾ Cfr. B. CONFORTI, *Diritto internazionale*, Napoli, 2006, p. 244-245.

⁽¹⁷⁷⁾ Del limite del passaggio inoffensivo si occupano gli artt. 17 ss. della Convenzione di Montego Bay del 10 dicembre 1982 ratificata dall'Italia con legge 2 dicembre 1994, n. 689 (Supplemento ordinario alla Gu 19 dicembre 1994 n. 295). Ai sensi dell'art. 17 "[a]lle condizioni della presente Convenzione, le navi di tutti gli Stati, costieri o privi di litorale, godono del diritto di passaggio inoffensivo attraverso il mare territoriale" L'art. 19 stabilisce inoltre che "[i]l passaggio è inoffensivo fintanto che non arreca pregiudizio alla pace, al buon ordine e alla sicurezza dello Stato costiero. Tale passaggio deve essere eseguito conformemente alla presente Convenzione e alle altre norme del diritto internazionale".

⁽¹⁷⁸⁾ Cfr. l'art. 111 della Convenzione di Montego Bay, a termini del quale "1. È consentito l'inseguimento di una nave straniera quando le competenti autorità dello Stato costiero abbiano fondati motivi di ritenere che essa abbia violato le leggi e i regolamenti dello Stato stesso. L'inseguimento deve iniziare quando la nave straniera o una delle sue lance si trova nelle acque interne, nelle acque arcipelagiche, nel mare territoriale, oppure nella zona contigua dello Stato che mette in atto l'inseguimento, e può continuare oltre il mare territoriale o la zona contigua solo se non è stato interrotto. Non è necessario che nel momento in cui la nave straniera che si trova nel mare territoriale o nella zona contigua riceve l'ordine di fermarsi, la nave che ha emesso l'intimazione si trovi ugualmente nel mare territoriale o nella zona contigua. Se la nave straniera si trova nella zona contigua, quale è definita all'articolo 33, l'inseguimento può essere intrapreso solo se sono stati violati i diritti a tutela dei quali la zona è stata istituita.

la prassi in base alla quale ciascuno Stato esercita la propria sovranità su un tratto di mare adiacente alla propria costa. Parimenti si è affermata la consuetudine che un'imbarcazione di uno Stato (che non abbia intenzione di effettuare azioni militari) possa attraversare liberamente le acque territoriali di uno Stato straniero; dall'altra parte uno Stato ha il diritto di inseguire nelle proprie acque territoriali un'imbarcazione straniera che sia sospettata di aver violato leggi o regolamenti di quello Stato, a condizione che l'inseguimento non sconfini nelle acque territoriali di un altro Stato. Il diritto di attraversamento e il diritto di inseguimento hanno valenza universale, e possono essere fatti valere da qualunque Stato nei confronti di qualunque altro. Ne consegue che uno Stato potrà trovarsi sia in condizione di dover consentire ad una imbarcazione di altro Stato l'attraversamento delle proprie acque territoriali o di inseguire un'imbarcazione di altro Stato che abbia violato le proprie leggi sia che una propria imbarcazione attraversi le acque

2. Il diritto di inseguimento si esercita mutatis mutandis in caso di violazione, nella zona economica esclusiva o nella piattaforma continentale, incluse le zone di sicurezza circostanti le installazioni situate sulla piattaforma continentale, delle leggi e regolamenti dello Stato costiero applicabili, conformemente alla presente Convenzione, alla zona economica esclusiva e alla piattaforma continentale, incluse le zone di sicurezza.

3. Il diritto di inseguimento cessa non appena la nave inseguita entra nel mare territoriale del proprio Stato o di un terzo Stato.

4. L'inseguimento non si considera iniziato se non dopo che la nave che insegue abbia raggiunto con ogni mezzo disponibile la certezza che la nave inseguita o una delle sue lance o altre imbarcazioni, che lavorino congiuntamente alla nave inseguita utilizzata come nave madre, si trovino all'interno del mare territoriale, della zona contigua, della zona economica esclusiva o al di sopra della piattaforma continentale.

L'inseguimento può cominciare solo dopo che l'ordine di arresto sia stato emesso con un segnale visivo o sonoro, a distanza adeguata perché venga ricevuto dalla nave straniera.

5. Il diritto di inseguimento può essere esercitato solo da navi da guerra o da aeromobili militari, o da altre navi o aeromobili in servizio di Stato che siano chiaramente contrassegnate e identificabili come tali, e siano autorizzate a tali operazioni.

6. Quando l'inseguimento è effettuato da un aeromobile:

a) si applicano, mutatis mutandis, le stesse disposizioni di cui ai numeri da 1 a 4;

b) l'aeromobile che emette l'ordine di arresto deve esso stesso eseguire l'inseguimento fintanto che non subentrino una nave o un altro aeromobile dello Stato costiero da esso allertati, a meno che l'aeromobile non sia in grado di eseguire il fermo direttamente. Per eseguire un fermo fuori dal mare territoriale non è sufficiente che la nave sia stata semplicemente avvistata dall'aeromobile in circostanze incriminanti o sospette: è necessario che abbia ricevuto l'intimazione di fermarsi e contemporaneamente sia stata inseguita, senza interruzioni nell'inseguimento, dallo stesso aeromobile o da altri aeromobili o navi.

7. Il rilascio di una nave che sia stata sottoposta a fermo all'interno delle zone di giurisdizione di uno Stato e sia stata scortata in un porto dello stesso Stato per essere sottoposta a inchiesta da parte delle competenti autorità, non può essere reclamato invocando il solo fatto che essa ha attraversato sotto scorta, se le circostanze lo hanno reso necessario, una parte della zona economica esclusiva o dell'alto mare.

8. Una nave che abbia ricevuto l'ordine di fermarsi o sia stata sottoposta al fermo fuori dal mare territoriale in circostanze che non giustificano l'esercizio del diritto di inseguimento, verrà indennizzata di ogni eventuale perdita o danno conseguente a tali misure.”.

territoriali di un altro Stato oppure sia oggetto di inseguimento da parte della marina di quello Stato le cui norme sono state asseritamente violate. Le fattispecie sopra descritte si caratterizzano per due elementi: la ripetizione del gioco e la reversibilità delle posizioni. Infatti, considerato che la vita degli Stati è molto lunga è verosimile che simili situazioni possano ripetersi un numero pressoché infinito di volte; inoltre, è impossibile prevedere se uno Stato si troverà nella posizione di dover consentire il passaggio ovvero di beneficiarne, di inseguitore ovvero di inseguito. Ripetizione del gioco e reversibilità rappresentano i presupposti per la cooperazione: se lo Stato A negasse il passaggio ad una imbarcazione dello Stato B è verosimile attendersi che anche lo Stato B negherà il passaggio alle imbarcazioni dello Stato A.

Gli esempi sopra riportati dimostrano che il vincolo di reciprocità, sia essa strutturale, indotta ovvero stocastica, è largamente utilizzato nel diritto internazionale e funge da utile strumento per assicurare il rispetto dei trattati e degli altri accordi internazionali, in quanto consente di creare gli incentivi alla collaborazione. In un senso più ampio, dunque, si può affermare che la reciprocità costituisce un vero e proprio principio del diritto internazionale, in quanto in molti casi la mancanza di reciprocità pregiudicherebbe la stessa osservanza del diritto internazionale ⁽¹⁷⁹⁾.

⁽¹⁷⁹⁾ F. PARISI, N. GHEI, *The Role of Reciprocity in International Law*, Cornell International Law Journal, Vol. 36, no. 1, Spring 2003, pp. 93-123.

III. LA CLAUSOLA DI RECIPROCIÀ NEL TESTO UNICO DELLA FINANZA

1. QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO – 2. ALCUNE QUESTIONI CIRCA LA COMPATIBILITÀ DELLA CLAUSOLA DI RECIPROCIÀ CON IL DIRETTIVA E CON I PRINCIPI GENERALI DELL'ORDINAMENTO INTERNAZIONALE E COMUNITARIO - 3. AMBITO DI APPLICAZIONE DELLA NORMA: ALCUNI PROBLEMI INTERPRETATIVI – 4. PRESUPPOSTI PER L'APPLICAZIONE DELLA RECIPROCIÀ: LE DISPOSIZIONI EQUIVALENTI – 5. LA DELIBERAZIONE ASSEMBLEARE.

1. Quadro normativo di riferimento

Il primo comma dell'art. 104-ter del Testo Unico stabilisce che “*le disposizioni di cui all'articolo 104, commi 1 e 1-bis, e, qualora previste negli statuti, le disposizioni di cui all'articolo 104-bis, commi 2 e 3, non si applicano in caso di offerta pubblica promossa da chi non sia soggetto a tali disposizioni ovvero a disposizioni equivalenti, ovvero da una società o ente da questi controllata. In caso di offerta promossa di concerto, è sufficiente che a tali disposizioni non sia soggetto anche uno solo fra gli offerenti?*”. Tale norma, introdotta con il decreto legislativo n. 229 del 19 novembre 2007 e successivamente modificata dapprima dall'art. 13 del decreto legge n. 185 del 2008 (convertito in legge n. 2 del 28 gennaio 2009), e poi, con effetto dal 1° luglio 2010, dall'art. 1 del d.lgs. n. 146 del 25 settembre 2009, recepisce nel nostro ordinamento il cosiddetto “principio di reciprocità”, contenuto all'art. 12, comma terzo, della Direttiva Opa⁽¹⁸⁰⁾. In sostanza, ai sensi della predetta disposizione, alle società italiane che siano oggetto di un'offerta pubblica di acquisto viene consentito disapplicare la regola di passività e la regola di neutralizzazione (se previste per disposizione normativa o dello statuto dell'emittente)

⁽¹⁸⁰⁾ L'art. 12, comma 3, della Direttiva 2004/25/CE prevede che “[g]li Stati membri possono, alle condizioni stabilite dagli ordinamenti nazionali, esonerare le società che applicano l'articolo 9, paragrafi 2 e 3 e/o l'articolo 11 dall'applicazione dell'articolo 9, paragrafi 2 e 3 e/o l'articolo 11, se esse sono oggetto di un'offerta lanciata da una società che non applica gli stessi articoli o da una società controllata, direttamente o indirettamente, da quest'ultima, conformemente all'articolo 1 della direttiva 83/349/CEE”. Sulla clausola di reciprocità nella Direttiva 2004/25/CE si veda in particolare M. BECHT, *Reciprocity in Takeovers*, in *Reforming company and takeover law in Europe*, a cura di Ferrarini, Hopt, Winter, Wymeersch, Oxford, 2004, p. 649 ss. Inoltre M. GATTI, *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto*, in *Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 2005, pp. 416-433; M. LAMANDINI, *Legiferare “per illusione ottica”? OPA e reciprocità “italiana”*, in *Giur. comm.*, 2008, I, pp. 240-243; S. MAUL - A. KOULORIDAS, *The takeover bids Directive*, in *German Law Journal*, 2004, pp. 355-366; F. MUCCIARELLI, *Il principio di reciprocità nella direttiva comunitaria sull'opa*, in *Giur. comm.*, I, 830 ss.; M. VENTORUZZO, *Takeover Regulation as a Wolf in Sheep's Clothing: Taking Armour & Skeel's Thesis to Continental Europe*, 2008, disponibile sul sito <http://www.ssrn.com>; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 2008, pp. 88-89; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, pp. 367 ss.; A. ANGELILLIS, C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche d'acquisto e sulla posizione espressa nel documento della Commissione Europea*, in *Riv. soc.*, 2007, pp. 1106 e ss.

qualora l'offerente, ovvero il soggetto che lo controlla, non siano a loro volta sottoposti alle medesime disposizioni o a disposizioni equivalenti. I successivi commi della norma contengono, quindi, alcune specificazioni. Al terzo comma si prevede che l'eventuale giudizio circa l'equivalenza delle disposizioni cui è sottoposto l'offerente, qualora ne venga fatta richiesta dall'offerente o dall'emittente, venga demandato alla Consob. Il quarto comma dell'art. 104-ter del Testo Unico precisa, inoltre, che la clausola di reciprocità non opera automaticamente: infatti l'adozione di misure difensive da parte dell'organo amministrativo dell'emittente in applicazione del principio di reciprocità *“deve essere espressamente autorizzata dall'assemblea in vista di una eventuale offerta pubblica nei diciotto mesi anteriori alla comunicazione della decisione di promuovere l'offerta ai sensi dell'art. 102, comma 1”*. La società è, infine, tenuta a dare tempestivamente notizia al mercato della deliberazione assembleare che autorizza gli amministratori ad avvalersi della clausola di reciprocità nel contesto di un'offerta pubblica d'acquisto.

Il principio di reciprocità ora contenuto all'art. 104-ter del Testo Unico costituisce un'assoluta novità rispetto alla disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto in vigore prima del recepimento della Direttiva Opa, ancorché non possa dirsi un principio del tutto estraneo all'ordinamento nazionale ⁽¹⁸¹⁾. Ciò a differenza della regola sulla passività degli amministratori di cui all'art. 104 del Testo Unico, già contemplata nella disciplina previgente ⁽¹⁸²⁾, e della regola di neutralizzazione di cui all'art. 104-bis del Testo Unico, che è ispirato dalla medesima *ratio* dell'art. 123 del Testo Unico, con riguardo ai patti parasociali ⁽¹⁸³⁾. Nelle intenzioni del legislatore nazionale

⁽¹⁸¹⁾ Si veda in proposito l'articolo a cura di R. BRUNETTA - A. PRETO, *“La reciprocità dirigista del modello italiano”*, apparso sul quotidiano Il Sole 24ore, in data 1° marzo 2006.

⁽¹⁸²⁾ Sulla regola di passività, di cui all'art. 104 del Testo Unico, si rinvia a quanto illustrato nel primo capitolo. Cfr. in dottrina R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 2008, pp. 88-89; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, pp. 367 ss.; F. CHIAPPETTA, *Commento all'art. 104*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, 1998; C. MOSCA, *Commento all'art. 104*, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di P.G. Marchetti e L.A. Bianchi, I, 1999, pp. 226 ss.; F. VELLA, *Commento all'art. 104*, in *Testo Unico della Finanza*, a cura di G.F. Campobasso, 2002, II, pp. 900 e ss.; ID, *La nuova passivity rule nella disciplina italiana sulle offerte pubbliche d'acquisto: alla ricerca di un difficile equilibrio*, in *Banca impresa e società*, 2000, XIX, n.2; E. DESANA, *Art. 104, Autorizzazione dell'assemblea*, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, a cura di G. Cottino, 1999.

⁽¹⁸³⁾ Sulla regola di neutralizzazione, di cui all'art. 104-bis del Testo Unico, si rinvia a quanto illustrato nel primo capitolo. Cfr. in dottrina R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 2008, pp. 88-89; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, pp. 367 ss. Il principio di neutralizzazione era già applicato,

l'introduzione della clausola di reciprocità risponde all'interesse di difendere le società nazionali contendibili da eventuali scalate da parte di società situate in Paesi il cui ordinamento consente di mettere in atto misure difensive preventive o successive. Ed infatti, nella Relazione Illustrativa allo schema del decreto legislativo n. 229 del 19 novembre 2007 si chiarisce che tale disposizione rappresenta uno strumento “fondamentale nell'ovviare al differente grado di contendibilità delle società regolate da altri ordinamenti?”⁽¹⁸⁴⁾. La predetta conclusione è stata raggiunta sulla base della considerazione che, mentre una società avente sede in un ordinamento che non impone l'adozione della *passivity rule* e della *breakthrough rule* ben avrebbe potuto difendersi da un'offerta promossa da una società italiana, quest'ultima non avrebbe invece avuto, in assenza di reciprocità, la possibilità di difendersi ad armi pari da un'offerta lanciata da una società straniera, con sede in un ordinamento che non impone l'adozione della *passivity rule* e della *breakthrough rule*, che non avesse recepito statutariamente tali norme.

Quanto alla *ratio* della norma occorre tener presente, come descritto nel capitolo introduttivo, che la decisione di inserire la regola di reciprocità nella Direttiva Opa è frutto di un compromesso tra gli Stati membri dell'Unione Europea⁽¹⁸⁵⁾. Da un lato il meccanismo opzionale previsto dall'art. 12, comma 1 e 2, avrebbe lasciato la possibilità agli Stati di non rendere obbligatorie le misure anti-difese, dall'altro la previsione del terzo comma avrebbe consentito alle società che avessero recepito le norme di competere ad armi pari con le società che non fossero sottoposte alle stesse norme, salvaguardando il *level playing field* tra gli Stati europei. Il compromesso previsto

anche se limitatamente ai soli patti parasociali, ai sensi dell'art. 123 del Testo Unico. Per un commento alla disciplina del recesso dai patti parasociali si rinvia per tutti a P. MONTALENTI, *La società quotata*, Padova, 2007, pp. 152 e ss.

⁽¹⁸⁴⁾ Come si legge nella Relazione Illustrativa allo Schema di Decreto Legislativo di Attuazione della Direttiva 2004/25/CE trasmessa alle Commissioni parlamentari in data 18 settembre 2007 dal Ministro per i rapporti con il Parlamento e le riforme istituzionali.

⁽¹⁸⁵⁾ Infatti, poiché nel Parlamento Europeo una folta rappresentanza parlamentare, costituita in larga parte da rappresentanti tedeschi, si rifiutava di approvare un testo della direttiva che rendesse obbligatoria *sic et simpliciter* la *passivity rule*, era stato introdotto all'articolo 12 della proposta di direttiva un meccanismo di scelta opzionale per cui gli Stati avrebbero avuto la facoltà di non imporre le norme anti-difese; inoltre, ai sensi del terzo comma del medesimo articolo 12, quando una società oggetto di un'offerta fosse comunque sottoposta alle misure anti-difese, la medesima società emittente avrebbe potuto disapplicare le norme anti-difese in caso di mancanza di reciprocità da parte dell'offerente. Cfr. M. BECHT, *Reciprocity in Takeovers*, cit. p. 649 ss.

dall'articolo 12, pur rivelandosi decisivo, sul piano politico, per la approvazione del testo della Direttiva Opa, non ha mancato di sollevare aspre polemiche ⁽¹⁸⁶⁾.

Alcuni critici hanno, infatti, ritenuto la scelta di consentire la disapplicazione delle norme anti-difese in contrasto con l'obiettivo della Direttiva Opa di innalzare il grado di "contendibilità" del controllo societario e di proteggere gli azionisti di minoranza: ciò in quanto la clausola di reciprocità tende a ridurre la "contendibilità" delle imprese che, in virtù di tale norma, possono disapplicare le disposizioni anti-difese senza che gli azionisti di minoranza possano trarre alcun particolare vantaggio da tale circostanza ⁽¹⁸⁷⁾. Altri commentatori hanno, invece, messo in evidenza i potenziali benefici derivanti dal recepimento del principio di reciprocità nell'ottica di incentivare le società comunitarie ad applicare la regola di passività e la regola di neutralizzazione, eventualmente, anche quando esse non siano state rese obbligatorie dallo Stato, inserendole volontariamente nello statuto sociale. Infatti, se si guarda agli effetti della norma nella prospettiva di un potenziale offerente, anche quando lo Stato di incorporazione non dovesse prevedere la obbligatorietà delle misure anti-difese, è chiaro che tale offerente avrebbe tutto l'interesse a sottoporsi volontariamente alla regola di passività e alla regola di neutralizzazione in quanto di tal fatta verrebbe meno la possibilità della *target* di poter eccepire la reciprocità ⁽¹⁸⁸⁾. Quest'ultima tesi sembra essere stata fatta propria anche dal legislatore nazionale, che afferma nella Relazione Illustrativa allo schema di decreto legislativo di attuazione della Direttiva Opa, che "*la regola della reciprocità è stata concepita proprio quale strumento per incentivare le società comunitarie ad adottare tutte gli articoli 9 e 11 della Direttiva*". In sostanza, la clausola di reciprocità rappresenterebbe l'unica soluzione, ancorché estremamente radicale, per ottenere l'auspicato "*level playing field*", nonostante

⁽¹⁸⁶⁾ In particolare si vedano I commenti critici di J. WINTER, *The good, the bad and the ugly of the European Takeover Directive*, in *European Takeovers. The Art of Acquisition*, (a cura di J. GRANT), Londra Euromoney Books, 2005, p. xxv e ss.

⁽¹⁸⁷⁾ M. BECHT, *Reciprocity in Takeovers*, cit. p. 649 ss.

⁽¹⁸⁸⁾ A. ANGELILLIS - C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche d'acquisto e sulla posizione espressa nel documento della Commissione Europea*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1106 ss.; sulla questione si vedano anche, in generale, i commenti di J. WINTER, *The good, the bad and the ugly of the European Takeover Directive*, in *European Takeovers. The Art of Acquisition*, (a cura di J. GRANT), Londra Euromoney Books, 2005, p. xxv e ss.; inoltre S.M. BARTMAN, *The EC Directive on Takeover Bids: opting in as a Token of Good Corporate Governance*, in S.M. BARTMAN, *European company Law in Accelerated Process*, Hague, 2006, pp. 1 ss.

la non omogeneità delle norme nazionali di trasposizione della Direttiva Opa ⁽¹⁸⁹⁾. La tesi per cui la regola di reciprocità rappresenta un incentivo ad adottare le norme anti-difese (nella ipotesi in cui la *passivity rule* e la *breakthrough rule* non siano obbligatorie), si presta, tuttavia, ad alcuni rilievi. Innanzitutto la norma sulla reciprocità crea un incentivo soltanto per le società che hanno in programma un piano di acquisizioni e non certo nei confronti di tutte le società europee. Sotto altro profilo è stato osservato che la disposizione in oggetto potrebbe anzi avere l'effetto paradossale di creare un disincentivo alla promozione di una offerta, in quanto le società che non adottano le misure anti-difese potrebbero rinunciare a presentare un'offerta di acquisto ostile, stanti le ridotte probabilità di successo della stessa in ragione della possibilità della *target* di adottare le misure difensive per mancanza di reciprocità dell'offerente ⁽¹⁹⁰⁾. Inoltre, cosa che pare ancor più rilevante, dal momento che la scelta di introdurre le misure anti-difese è reversibile, una società potrebbe adottare le disposizioni anti-difese soltanto in vista del lancio di una offerta ostile, ripristinando, quindi, la possibilità di adottare le misure difensive una volta conclusa l'operazione di acquisizione. È pur vero, come taluni hanno sottolineato, che siffatta prassi presenterebbe dei costi per il potenziale offerente, in quanto l'introduzione nello statuto di una clausola che vieti l'adozione di misure difensive e la successiva abrogazione della stessa richiederebbe l'approvazione dell'assemblea degli azionisti; ma d'altra parte attraverso tale procedimento, per quanto oneroso esso possa essere, l'offerente avrebbe comunque raggiunto lo scopo di evitare la possibile eccezione di reciprocità, aumentando le *chances* di successo dell'offerta. Deve altresì osservarsi che ancorché l'offerente sia assoggettato, per legge o volontariamente, alle misure anti-difese, di per sé ciò non significa che tale società sia contendibile. Tale valutazione dovrebbe tener conto anche di altri fattori, quale, ad esempio, l'assetto proprietario dell'emittente ⁽¹⁹¹⁾. Alla luce di tali considerazioni non può negarsi che la

⁽¹⁸⁹⁾ ASSONIME, "Le modifiche alla disciplina sull'opa: regola di passività, regola di neutralizzazione e reciprocità (decreto anti-crisi n. 185 del 29 novembre 2008)", Circolare n. 18 del 15 aprile 2009, disponibile sul sito <http://www.assonime.it>; M. GATTI, *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto*, cit., pp. 416-433.

⁽¹⁹⁰⁾ Cfr. M. BECHT, *Reciprocity in Takeovers*, cit., p. 649 ss.

⁽¹⁹¹⁾ Come correttamente rileva M. GATTI, *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto*, cit., pp. 416-433.

clausola di reciprocità abbia nei fatti un effetto protezionistico ⁽¹⁹²⁾, come del resto traspare in modo abbastanza evidente anche dai lavori parlamentari ⁽¹⁹³⁾ e dai commenti rilasciati alla stampa da parte di alcuni esponenti politici e delle istituzioni, che hanno sottolineato l'importanza di proteggere le società quotate italiane, le quali, diversamente, “sarebbero state esposte più delle altre ai raider stranieri, senza avere la possibilità di controbattere ad armi pari” ⁽¹⁹⁴⁾.

2. Alcune questioni circa la compatibilità della clausola di reciprocità con la Direttiva e con i principi generali dell'ordinamento internazionale e comunitario

Prima di passare all'esame della clausola di reciprocità sotto il profilo operativo, appare opportuno dare atto di alcuni rilievi che sono stati effettuati all'indomani dell'approvazione del decreto di recepimento della Direttiva Opa, da un lato in relazione alle modalità con cui il principio di reciprocità è stato recepito da parte del legislatore nazionale e dall'altro con riferimento alla compatibilità della clausola di reciprocità con l'ordinamento comunitario e internazionale. È stato osservato che, a termini della Direttiva Opa, la possibilità di eccepire la reciprocità dovrebbe essere riservata esclusivamente alle società soggette volontariamente alle norme anti-difese e non già a vantaggio delle società i cui ordinamenti abbiano imposto l'adozione della *passivity rule* e della *breakthrough rule*. Conseguentemente, secondo un Autore, la disposizione di cui all'art. 104-ter del Testo Unico non si sarebbe potuta considerare “comunitariamente legittima”, in quanto, a termini della Direttiva Opa, la possibilità di eccepire la reciprocità dovrebbe ritenersi consentita soltanto nel quadro dei cosiddetti “accordi opzionali” previsti dal medesimo articolo 12 della Direttiva Opa ⁽¹⁹⁵⁾. Tale conclusione si basa sulla

⁽¹⁹²⁾ P. WERDMULLER, *Compatibility of the EU Takeover Bid Directive Reciprocity Rule with EU Free Movement Rules*, in *Business Law Review*, March 2006, p. 64 ss.; inoltre M. GATTI, *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto*, cit., pp. 416-433; A. ANGELILLIS - C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva*, cit., p. 1106 ss. In generale sull'effetto protezionistico della regola di reciprocità si vedano anche i commenti contenuti in Commission Staff Working Document, *Report on the implementation of Directive on Takeover Bid*, Brussels, 21.02.2007, SEC(2007) 268, p. 8).

⁽¹⁹³⁾ Cfr. il Resoconto sommario n. 102 del 29/07/2009 della VI Commissione permanente del Senato della Repubblica, reperibile sul sito <http://www.senato.it>.

⁽¹⁹⁴⁾ R. BRUNETTA - A. PRETO, “La reciprocità dirigista del modello italiano”, cit.

⁽¹⁹⁵⁾ M. LAMANDINI, *Legiferare “per illusione ottica”? OPA e reciprocità “italiana”*, cit., pp. 240- 243; la medesima è stata sostenuta anche da P. WERDMULLER, *Compatibility of the EU Takeover Bid Directive*

constatazione che l'art.12, primo e secondo comma, della Direttiva Opa stabilisce che, qualora uno Stato non abbia previsto la obbligatorietà della *passivity rule* e della *breakthrough rule*, le società che abbiano sede in tale Stato possono comunque sottoporsi volontariamente a tali regole attraverso il meccanismo dell'*opt-in*, inserendo una apposita previsione nello statuto. Dunque la clausola di reciprocità, anche in virtù della sua collocazione sistematica al terzo comma dell'art. 12 della Direttiva Opa, dovrebbe riferirsi esclusivamente al caso in cui la regola di passività e la regola di neutralizzazione vengano recepite dalla *target* in via statutaria e non quando esse siano rese obbligatorie dal legislatore, nel qual caso essa non potrebbe mai essere invocata. Oltre alle ragioni di carattere sistematico sopra esposte, un ulteriore argomento a sostegno di tale interpretazione potrebbe trarsi, a detta dell'Autore sopra citato, nel fatto che il *considerando* 21 della Direttiva Opa prevede che “*agli Stati membri dovrebbe essere consentito di non obbligare le società che applicano queste disposizioni [ovvero le disposizioni di cui all'art. 9 e all'art. 11 della Direttiva Opa] 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?*”. Secondo la interpretazione di cui si discute, da questa espressione dovrebbe dedursi quindi che, nelle intenzioni del legislatore comunitario, la possibilità di eccepire la reciprocità sarebbe stata evidentemente concessa esclusivamente a quelle società che applicano le disposizioni di cui all'art. 9 e all'art. 11 della Direttiva Opa (ovvero la *passivity rule* e la *breakthrough rule*) in conformità agli accordi opzionali – e non già dunque in forza di una imposizione legislativa⁽¹⁹⁶⁾. Conseguentemente, stante la scelta iniziale del legislatore italiano di prevedere la obbligatorietà della *passivity rule* e della *breakthrough rule*, ne sarebbe derivata, almeno fino al 18 novembre 2008, (ovvero la data in cui è divenuto efficace il Decreto Anti-Crisi), l'art. 104-ter avrebbe dovuto considerarsi illegittima. Analogamente anche la nuova disciplina prevista dal Decreto Correttivo del 2009 - nella misura in cui rende nuovamente obbligatoria la *passivity rule* - verrebbe, secondo la tesi proposta, ad essere in conflitto con l'obiettivo del legislatore comunitario quantomeno in

Reciprocity Rule with EU Free Movement Rules, cit., p. 64 ss.; in senso dubitativo J. RICKFORD, *The Emerging European Takeover Law from a British Perspective*, 15 *EBLR*, 2004, pp. 1379 ss.

⁽¹⁹⁶⁾ M. LAMANDINI, *Ibidem*.

relazione alla *passivity rule*. La tesi sopra riportata, ancorché non priva di pregio, si presta però ad alcune obiezioni. Innanzitutto, considerando il dato testuale di cui all'art. 12, terzo comma della Direttiva Opa, non vi sono elementi che possano confortare l'interpretazione sopra proposta. La norma prevede infatti che “*gli Stati membri possono [...] esonerare le società che applicano l'articolo 9, paragrafi 2 e 3 [ovvero la passivity rule] e/o l'articolo 11 [ovvero la breakthrough rule] dall'applicazione dell'articolo 9, paragrafi 2 e 3 e/o dall'articolo 11, se esse non sono oggetto di un'offerta lanciata da una società che non applica gli stessi articoli o da una società controllata, direttamente o indirettamente, da quest'ultima [...]*”, senza introdurre alcuna differenza tra le società che applicano la *passivity rule* e la *breakthrough rule* per imposizione legislativa ovvero, in mancanza, per scelta statutaria⁽¹⁹⁷⁾. Parimenti anche sotto il profilo sistematico, la circostanza che la clausola di reciprocità sia stata inserita all'articolo 12 della Direttiva Opa non significa di per sé che essa esaurisca la propria efficacia solo con riferimento ai casi previsti dai due commi precedenti, ed anzi tale collocazione sarebbe coerente con la rubrica della norma “*accordi opzionali?*”, laddove essa contiene due diversi principi, ciascuno indipendente dall'altro ed entrambi opzionali rispetto alla normativa di *default*, il primo riferito alla possibilità di rendere facoltativa l'adozione delle norme anti-difese attraverso l'*opt-out* da parte degli Stati ed eventualmente l'*opt-in* delle società, il secondo consistente nella facoltà di avvalersi del principio di reciprocità. Inoltre, sotto il profilo sostanziale, la adozione della clausola di reciprocità insieme alla previsione della obbligatorietà di *passivity rule* (ed in teoria della *breakthrough rule*) consente una rigorosa implementazione della Direttiva Opa, in quanto da un lato crea i presupposti per una maggiore contendibilità del controllo societario, dall'altro crea un incentivo affinché anche i potenziali offerenti siano essi stessi contendibili. Una conferma della legittimità di tale prassi può ricavarsi dal fatto che, nonostante numerosi Stati (tra cui anche la Francia e la Spagna) abbiano seguito tale impostazione, nessun organo dell'Unione Europea è intervenuto a censurarla⁽¹⁹⁸⁾.

⁽¹⁹⁷⁾ Ad analogo conclusione sembra pervenire anche J. RICKFORD, *The Emerging European Takeover Law from a British Perspective*, 15 EBLR, 2004, pp. 1379 ss. Inoltre S. MAUL - A. KOULORIDAS, *The takeover bids Directive*, in *German Law Journal*, 2004, pp. 355-366; J. SIMON, *OPA, Divine Surprise au Faux Semblant?*, EUREDIA, 2003/3, p. 340.

⁽¹⁹⁸⁾ Ne prende atto P. WERDMULLER, *Compatibility of the EU Takeover Bid Directive Reciprocity Rule with EU Free Movement Rules*, cit., p. 64 ss., ancorché l'Autore si dichiara favorevole alla interpretazione più

Oltre alle critiche esaminate pocanzi in relazione alle modalità di recepimento della clausola di reciprocità in Italia prima del Decreto Anti-Crisi, va dato atto che secondo taluni osservatori la clausola di reciprocità, qualora recepita in uno scenario di obbligatorietà della *passivity rule* e della *breakthrough rule*, potrebbe presentare dei profili di incompatibilità anche con riferimento ad alcuni principi generali del diritto comunitario ed internazionale, e più precisamente con l'art. 63 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (i.e. art. 56 del Trattato CE), ⁽¹⁹⁹⁾, laddove stabilisce che “*nell'ambito delle disposizioni previste dal presente capo sono vietate tutte le restrizioni ai movimenti di capitali tra Stati membri, nonché tra Stati membri e paesi terzi*”. Occorre chiedersi, in particolare, se la norma sulla reciprocità - nel consentire la disapplicazione delle norme anti-difese nei confronti di una offerente che non fosse anch'esso soggetto alle medesime norme - possa configurare una violazione del principio di libera circolazione dei capitali ⁽²⁰⁰⁾. L'analisi di tale questione impone di verificare preliminarmente se la regola della reciprocità possa considerarsi o meno una misura statale: infatti, soltanto in caso di positivo esito di tale accertamento potrebbe aversi luogo in astratto ad una violazione del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea. In proposito si ritiene necessario distinguere due ipotesi: la prima, in cui lo Stato che abbia introdotto la regola di reciprocità abbia altresì reso obbligatorie la *passivity rule* e la *breakthrough rule*; la seconda, in cui la *passivity rule* e la *breakthrough rule* siano invece facoltative. Mentre nel secondo caso la società *target* può porre in essere delle azioni volte a contrastare il successo della offerta ricorrendo alla facoltà concessa dallo Stato di avvalersi delle misure difensive, nel primo caso invece, qualora la *target* intenda contrastare l'offerta, potrà avvalersi della clausola di reciprocità, a

restrittiva della norma prima proposta. Si veda anche A. ANGELILLIS - C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva*, cit., p. 1106 ss.

⁽¹⁹⁹⁾ Il 1° dicembre 2009 è entrato in vigore il Trattato di riforma (noto anche come Trattato di Lisbona), firmato nella capitale portoghese il 13 dicembre 2007 (in GU n. C 306/1 del 17 dicembre 2007), che ha modificato i due trattati fondamentali dell'Unione, vale a dire il Trattato sull'Unione Europea (TUE) e il Trattato che istituisce la Comunità Europea (TCE), quest'ultimo d'ora in avanti denominato «Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea» (TFUE).

⁽²⁰⁰⁾ P. WERDMULLER, *Ibidem*. Si veda anche J. WINTER, *EU Company Law at the Crossroads*, in *Reforming Company Law and Takeover Law in Europe*, a cura di G. Ferrarini, K. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch, 2004, p. 3 e ss.; ID., *The good, the bad and the ugly of the European Takeover Directive*, in *European Takeovers. The Art of Acquisition*, (a cura di J. GRANT), Londra Euromoney Books, 2005, p. xxv e ss.; J. RICKFORD, *The Emerging European Takeover Law from a British Perspective*, 15 *EBLR*, 2004, pp. 1379 ss.

condizione che l'offerta sia promossa da parte di una società che non adotta a sua volta le misure anti-difese; ciò comporta che tale azione – nella misura in cui non discende da una facoltà della società *target* - possa essere qualificata come un intervento dello Stato. Ciò premesso, occorre chiarire se la condizione di reciprocità configuri una restrizione alla libertà di circolazione dei capitali tra gli Stati membri (o tra uno Stato membro e un Paese terzo) ai sensi dell'art. 63 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (*ex* art. 56, comma 1, del Trattato CE) ⁽²⁰¹⁾, nella misura in cui la clausola di reciprocità realizzerebbe una discriminazione tra un offerente che sia soggetto alle misure anti-difese ed un secondo offerente che invece non ne sia soggetto, essendo molto più difficile per quest'ultimo acquisire il controllo della *target* ⁽²⁰²⁾ La tesi sopra esposta si presta però ad alcuni rilievi. In particolare essa non sembra tenere in considerazione che il soggetto, il quale in ipotesi dovesse ritenersi discriminato in virtù della applicazione della clausola di reciprocità, ha tutti gli strumenti occorrenti per porsi sullo stesso piano dell'offerente nei confronti del quale la reciprocità non ha effetto. In altri termini, è pur vero che nel contesto di una offerta pubblica d'acquisto sulla società C, sottoposta alla *passivity rule*, promossa rispettivamente dall'offerente A, non sottoposto alle misure anti-difese, e dall'offerente B, che adotta le misure anti-difese, la clausola di reciprocità può essere fatta valere nei confronti di A e

⁽²⁰¹⁾ Cfr. nota 199. Con riguardo alla fattispecie della “circolazione dei capitali” va precisato che il Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea non contiene un'espressa definizione della stessa, tuttavia, essa può essere ricavata, indirettamente, attraverso il rinvio alla Direttiva 88/361, conformemente a quanto affermato dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia. Nell'allegato a tale direttiva si chiarisce che l'acquisto o la sottoscrizione di un pacchetto azionario sul mercato dei capitali rappresenta un'operazione rientrante nell'ambito disciplinato dall'art. 56, primo comma, del Trattato CE (ora art. 63 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea). Deve considerarsi che alcune restrizioni alla libertà di circolazione possono nondimeno, al ricorrere di particolari condizioni, andare esenti dal divieto. Tale esenzione può essere accordata nei limiti previsti dall'art. 58 del Trattato CE (ora art. 65 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea) ovvero quando ciò sia necessario alla tutela di un interesse pubblico di rango superiore. Tale aspetto è stato in diverse occasioni preso in considerazione dalla Corte di Giustizia, che si è pronunciata ammettendo le limitazioni alla libertà di circolazione a condizione che esse non siano discriminatorie, siano giustificate dalle necessità di tutelare un interesse generale e siano adeguate e proporzionali al raggiungimento di detto scopo. La Corte di Giustizia ha comunque escluso che un interesse finanziario di uno Stato membro possa costituire una adeguata giustificazione. Cfr. P. WERDMULLER, *Compatibility of the EU Takeover Bid Directive Reciprocity Rule with EU Free Movement Rules*, cit., p. 64 ss.

⁽²⁰²⁾ Si veda J. RICKFORD, *The Emerging European Takeover Law from a British Perspective*, 15 *EBLR*, 2004, pp. 1379 ss.; inoltre P. WERDMULLER, *Compatibility of the EU Takeover Bid Directive Reciprocity Rule with EU Free Movement Rules*, cit., p. 64 ss.

non nei confronti di B, per cui il primo soggetto risulta in qualche modo svantaggiato nei confronti dell'altro, ma è anche vero che l'offerente A può evitare l'eccezione di reciprocità semplicemente adottando le misure anti-difese in via statutaria. Dunque sembra più corretto ritenere che il diverso trattamento dei due offerenti non dipenda direttamente da una norma statale discriminatoria volta a contingentare il trasferimento di capitali tra Stati membri, ma dal mancato *opt-in* da parte dell'offerente avente sede in uno Stato che non ha previsto la obbligatorietà delle misure anti-difese.

3. Ambito di applicazione della norma: alcuni problemi interpretativi

L'art. 104-*ter* del Testo Unico presenta, sotto il profilo applicativo, alcuni problemi interpretativi di notevole importanza, sia in relazione all'applicabilità della eccezione di reciprocità nei confronti di un offerente non comunitario, ovvero nei confronti di società appartenenti allo stesso ordinamento dell'emittente, sia in relazione alla individuazione delle misure difensive che possano essere disapplicate in mancanza di reciprocità.

La prima questione che merita di essere affrontata riguarda la definizione dell'ambito soggettivo di operatività della clausola di reciprocità, sia sotto il profilo della *target*, sia sotto il profilo dell'offerente. Come è stato evidenziato in precedenza nel primo capitolo, quando un emittente ha sede in Italia si applica la legge italiana per quanto concerne gli aspetti societari, tra i quali rientra la facoltà di applicare o meno la reciprocità. L'art. 101-*bis* del Testo Unico chiarisce che le norme in tema di offerte pubbliche di acquisto contenute nel Testo Unico si applicano alle società italiane le cui azioni sono quotate in un mercato regolamentato comunitario. Inoltre, presupposto perché tale emittente possa invocare la reciprocità è che esso applichi le regole anti-difese previste dalla Direttiva Opa. Infatti, se un emittente non è sottoposto alle misure anti-difese non avrà necessità di invocare la reciprocità potendo esso adottare liberamente qualsiasi misura difensiva. Ciò premesso, occorre chiedersi se e a quali condizioni un emittente italiano quotato che applichi, per legge o per scelta statutaria, le misure anti-difese previste dalla Direttiva Opa possa invocare la reciprocità. È possibile far valere la mancanza di reciprocità nei confronti di qualsiasi offerente, a prescindere dalle caratteristiche soggettive dell'offerente? Ad esempio, la

clausola di reciprocità può essere fatta valere anche nei confronti di un offerente non comunitario, ad esempio una società statunitense? È possibile eccepire la reciprocità ad una società dello stesso ordinamento dell'emittente? Ed inoltre, cosa accade se l'offerente è una società non quotata, oppure se si tratta di una persona fisica? Per rispondere a tali interrogativi occorre fare innanzitutto riferimento al dettato della norma. Ai sensi dell'art. 104-ter, comma 1 del Testo Unico, un emittente può invocare la clausola di reciprocità e disapplicare le misure anti-difese quando l'offerta sia promossa da parte di “*chi non sia soggetto a tali disposizioni ovvero a disposizioni equivalenti*”. È stato affermato che l'operatività di tale clausola andrebbe ristretta “*alle offerte promosse da parte di una società quotata alla quale si applica la direttiva oppure una società non quotata controllata da una società quotata*”⁽²⁰³⁾. Da ciò dovrebbe ricavarsi che se venisse lanciata un'offerta su di un emittente italiano che applica la *passivity rule* e la *breakthrough rule* da parte di una società cinese, dal momento che a quest'ultima non si applica la direttiva, l'emittente non potrebbe avvalersi della clausola di reciprocità. Analogamente altri Autori hanno sostenuto che, stante il fatto che negli Stati Uniti ciascuno Stato federale ha una autonoma disciplina societaria e che possono esserci anche delle sostanziali differenze tra la disciplina applicata da uno Stato e quella applicata da un diverso Stato, ne deriva l'impossibilità di individuare un quadro unitario di norme in materia di offerte pubbliche di acquisto che sia generalmente applicabile a tutti gli Stati federali⁽²⁰⁴⁾. Le opinioni sopra illustrate non appaiono però condivisibili per diversi ordini di ragioni. Innanzitutto in base alla attuale formulazione dell'art. 104-ter del Testo Unico si prevede la possibilità che venga eccepita la reciprocità nei confronti di un offerente che non abbia introdotto misure equivalenti. Dunque il fatto che un ordinamento straniero, come ad esempio l'ordinamento statunitense, non contempli la regola di passività e la regola di neutralizzazione non inficia la possibilità di effettuare una valutazione di sostanza circa la sussistenza di misure analoghe, introdotte eventualmente anche a livello statutario, che possano considerarsi

⁽²⁰³⁾ Si veda ASSONIME, “*Le modifiche alla disciplina sull'opa: regola di passività, regola di neutralizzazione e reciprocità (decreto anti-crisi n. 185 del 29 novembre 2008)*”, cit.

⁽²⁰⁴⁾ Cfr. J. WINTER et al., *Report of the High Level Group of Company Law Experts on issues related to takeover bids*, Brussels, 2002, p. 40. Si veda anche G. KEMPERINK - J. STUYCK, *The thirteenth company law Directive and competing bids*, in *Common market Law Review*, 2008, p. 93-130.

equivalenti a quelle cui è sottoposta la *target*: in proposito non può negarsi che il *board* delle società nord-americane goda di una ampia discrezionalità nel mettere in atto misure difensive, nel rispetto della *business judgement rule*. Entro tale limite il *board* resta libero di decidere di quali strumenti avvalersi per contrastare una offerta, e di assumere tutte le iniziative che ritenga più idonee, talora anche a tutela di interessi ultranei rispetto alla massimizzazione del valore per gli azionisti. Le società statunitensi che intendessero lanciare un'offerta su di una società italiana che adotta la *passivity rule* e la *breakthrough rule* potrebbero comunque adottare statutariamente tali regole al fine di evitare che possa essere loro opposta la reciprocità⁽²⁰⁵⁾. In secondo luogo non sembra logico che ad un offerente comunitario possa essere eccepita la reciprocità quando tale offerente non sia contendibile mentre non debba valere la stessa regola per un offerente non comunitario non contendibile, in quanto non vi è alcuna giustificazione per la applicazione di un diverso trattamento seconda della provenienza geografica dell'offerente (si tratterebbe in questo caso di una discriminazione al contrario). Inoltre va ricordato che una delle maggiori critiche alla prima bozza della direttiva era legata alla mancanza di un *level playing field* non soltanto all'interno dell'Unione Europea, ma anche tra Unione Europea e Stati Uniti e che uno degli obiettivi della Direttiva Opa è quello di consentire ad una società comunitaria oggetto di offerta di difendersi ad armi pari rispetto ad un offerente non contendibile. Ed infatti in una delle bozze della direttiva che era stata discussa dal Parlamento Europeo nel corso del 2003, era stata proposta la cosiddetta "*international reciprocity*", la cui formulazione contemplava espressamente la possibilità di disapplicare la regola di passività e la regola di neutralizzazione nel caso in cui l'offerente fosse una società con sede al di fuori dei confini dell'Unione Europea. In particolare nella relazione accompagnatoria di tale proposta si leggeva che la previsione di una clausola di reciprocità per garantire un *level playing field* tra Europa Stati Uniti doveva ritenersi essenziale, considerata la possibilità che molti Stati federali degli USA, ed in particolare dallo Stato del Delaware, concedono alle proprie società nell'adozione di un'ampia gamma di misure difensive senza che sia

⁽²⁰⁵⁾ Si veda F. MUCCIARELLI, *Il principio di reciprocità nella direttiva comunitaria sull'opa*, cit., 830 ss.; in forma dubitativa M. GATTI, *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto*, cit., pp. 416-433.

richiesto l'assenso degli azionisti ⁽²⁰⁶⁾. Alla luce di tali considerazioni sembra più corretto, dunque, che un emittente italiano possa sempre opporre la reciprocità quando l'offerente non sia sottoposto alla regola di passività e alla regola di neutralizzazione ⁽²⁰⁷⁾. Ritornando al caso precedente l'emittente italiano dovrebbe, quindi, considerarsi legittimato ad invocare la mancanza della reciprocità da parte dell'offerente ed applicare, ove ne ricorrano i presupposti, le misure difensive. L'effetto dell'applicabilità della clausola di reciprocità anche nei confronti delle società non comunitarie avrebbe dunque l'effetto di rendere certamente più difficile il successo di un'offerta non concordata da parte di queste ultime ⁽²⁰⁸⁾.

Discorso analogo a quello affrontato in relazione ad un offerente non comunitario potrebbe valere anche nelle diverse ipotesi in cui l'offerente sia anch'esso una società italiana, quale ad esempio una società quotata che non è sottoposta alle misure anti-difese (avendo derogato alla regola di passività e non avendo adottato la regola di neutralizzazione), una società a responsabilità limitata o una società di persone, ovvero una persona fisica. Il caso potrebbe essere il seguente: l'emittente A, costituita in Italia, soggetta alla regola di passività (per legge dopo il 1° luglio 2010 o per statuto nel Periodo Transitorio) e alla regola di neutralizzazione (avendo effettuato l'*opt-in*) è oggetto di un'offerta pubblica di acquisto promossa dalla società quotata B,

⁽²⁰⁶⁾ Nel marzo del 2003 Lehne, un autorevole membro del Parlamento Europeo, aveva avanzato la proposta di modificare il testo della direttiva nel senso di attribuire a ciascuno Stato membro la facoltà di disapplicare la *passivity rule* e la *breakthrough rule*, onde agevolare la creazione del *level playing field* tra Europa e Stati Uniti. In particolare nell'Explanatory Statement della proposta si legge che “*American law provides in the case of corporate takeovers in various federal states for comprehensive defensive measures that do not require the consent of the shareholders. An appropriate reciprocity clause is essential in order to guarantee a level playing field between Europe and the USA. Since 11 September 2001, the USA has enshrined in law a series of unilateral provisions that are a serious obstacle to investment in the USA by foreign companies. The legislative provisions in various states, such as Delaware, permit the board of an offeree company to deploy a range of defensive measures against takeovers. The new directive on takeover bids outlaws such defensive measures. The High-Level Group of Company Law Experts and the Commission counter this threat with the argument that at present the situation is more that of American companies being taken over from Europe. This is perhaps an accurate description of the present situation but does not rule out a reversal in the flow of capital movements towards Europe in the years to come. Initial studies bear this out and further evidence is provided by the growing interest rate gap and the strengthening Euro. In addition, the reciprocity clause proposed here also serves to safeguard the knowhow of European companies?*”.

⁽²⁰⁷⁾ In senso dubitativo M. GATTI, *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto*, cit., pp. 416-433. Sembra propendere per tale interpretazione, con riferimento alle società comunitarie, M. VENTORUZZO, *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation*, cit., p. 171 ss.

⁽²⁰⁸⁾ M. VENTORUZZO, *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation*, cit., p. 171 ss.

anch'essa costituita in Italia ma che non applica la regola di passività e la regola di neutralizzazione. L'organo amministrativo della società A intende adottare misure difensive senza l'autorizzazione dell'assemblea: non può farlo automaticamente posto che la società è volontariamente soggetta alla *passivity rule*, potrebbe, tuttavia, eccepire la mancanza di reciprocità della società offerente B (sempre che sia stato a ciò autorizzato dall'assemblea nei diciotto mesi precedenti) dal momento che quest'ultima non applica le misure anti-difese. Anche in una siffatta circostanza dovrebbero valere le considerazioni sopra esposte con riferimento agli offerenti extracomunitari: qualora, infatti, si negasse la possibilità di eccepire la reciprocità non verrebbe garantito alla *target* un duello "ad armi pari" con l'offerente, posto che l'emittente non potrebbe a sua volta lanciare un'offerta pubblica d'acquisto volta ad ottenere il controllo del primo offerente, ovvero se l'offerente è quotato, l'emittente potrebbe promuovere un'offerta ma con minori probabilità di successo, considerato l'ostacolo rappresentato dalla possibile adozione di misure difensive. In proposito deve darsi atto che, prima della approvazione del Decreto Anti-Crisi, la possibilità di eccepire la reciprocità ad una società dello stesso ordinamento dell'emittente è stata affermata da un Autore in relazione alle società cooperative ed, in modo particolare, alle banche popolari, in quanto tali istituti, diversamente dagli altri emittenti, erano esentati dalla applicazione della regola di neutralizzazione ⁽²⁰⁹⁾. Il medesimo Autore, pur evidenziando alcune differenze, estendeva, quindi, l'opponibilità della reciprocità anche alle società privatizzate i cui statuti prevedano dei tetti azionari all'esercizio del diritto di voto. Inoltre nel nostro ordinamento non è prevista alcuna limitazione in tal senso e, dunque, dovrebbe concludersi che la possibilità di far valere la mancanza di reciprocità nei confronti di un offerente del medesimo ordinamento dell'emittente sia legittima ai sensi della disciplina italiana ⁽²¹⁰⁾. Diversamente in taluni ordinamenti il legislatore ha espressamente previsto che la reciprocità non possa essere opposta

⁽²⁰⁹⁾ F. MUCCIARELLI, *Ibidem*. Inoltre C. RABITTI BEDOGNI, S. AMOROSINO, *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano 2004, p. 291 e ss.

⁽²¹⁰⁾ M. VENTORUZZO, *Takeover Regulation as a Wolf in Sheep's Clothing: Taking Armour & Skeel's Thesis to Continental Europe*, 2008, disponibile sul sito <http://www.ssrn.com>. Inoltre si potrebbe dedurre che la norma implicitamente si riferisca sia alle società italiane non soggette alle disposizioni anti-difese quando rinvia a "tali disposizioni" mentre si riferisca alle società appartenenti ad altri ordinamenti quando rinvia a "disposizioni equivalenti".

ad una società che abbia la propria sede nel medesimo Stato dell'emittente. Così ad esempio, ai sensi della disciplina spagnola, un emittente non può in ogni caso eccepire la mancanza della reciprocità ad un offerente spagnolo ⁽²¹¹⁾.

4. Presupposti per la applicazione della reciprocità: le disposizioni equivalenti

Dopo aver esaminato nei paragrafi precedenti alcune delle questioni concernenti l'ambito soggettivo di applicazione della norma, in questo paragrafo ci si dedicherà all'esame delle principali problematiche che la clausola di reciprocità presenta sotto il profilo oggettivo.

Si consideri dunque il caso di una società italiana sottoposta alla regola di passività per legge o, nel Periodo Transitorio, per scelta statutaria, e che sia oggetto di una offerta pubblica di acquisto ostile. Si ipotizzi che l'organo amministrativo della *target* sia stato preventivamente autorizzato dall'assemblea ad avvalersi della clausola di reciprocità, e che intenda esercitare tale prerogativa al fine di mettere in atto misure difensive, come ad esempio l'acquisto di azioni proprie, senza dover necessariamente attendere una apposita deliberazione assembleare ai sensi dell'art. 104 del Testo Unico. Come è stato osservato in precedenza, l'art. 104-*ter* del Testo Unico consente la disapplicazione degli artt. 104 e 104-*bis* del Testo Unico, ove applicabile, quando l'offerta sia promossa “*da chi non sia soggetto a tali disposizioni ovvero a disposizioni equivalenti*”. Dunque si dovrà preliminarmente accertare se all'offerente si applichino le stesse misure anti-difese che sono state adottate dalla *target* o delle misure equivalenti (*i.e.* se per legge o per statuto le operazioni volte ad ostacolare l'esito positivo di una offerta debbano essere approvate dall'assemblea dei soci dell'offerente). Tale attività comporta alcuni problemi di non poco conto. La prima difficoltà consiste nella individuazione della disciplina applicabile all'offerente, posto che ciò impone la

⁽²¹¹⁾ Cfr. art. 28 Real Decreto 1066/2007 che recita “[l]as sociedades podrán no aplicar lo dispuesto en los apartados anteriores cuando sean objeto de una oferta pública de adquisición formulada por una entidad que no tenga su domicilio social en España y que no esté sujeta a tales normas o equivalentes, incluidas las referidas a las reglas necesarias para la adopción de decisiones por la junta general, o bien, por una entidad controlada por aquella, directa o indirectamente, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores”. In proposito si vedano i commenti di M. TRIAS, *Regulation of Tender Offers in Spain*, intervento al seminario *European Takeover Law: The State of the Art*, tenutosi presso l'Università Commerciale Luigi Bocconi il 15 dicembre 2008. Inoltre A. SAINZ, *Implementation of the European Takeover Directive in Spain*, in P. VAN HOOGHTEEN (a cura di), *The European Takeover Directive and its implementation*, Oxford, 2009, p. 698.

conoscenza da parte dell'organo amministrativo della *target* delle norme dell'ordinamento statale cui è sottoposto l'offerente e l'analisi delle clausole dello statuto dell'offerente medesimo, essendo possibile che tale regola venga introdotta su base volontaria anche qualora l'ordinamento le cui norme si applicano all'offerente non preveda l'obbligatorietà della *passivity rule*. Occorrerà inoltre ricostruire i rapporti di controllo relativi all'offerente in quanto l'art. 104-ter prevede che tale accertamento venga effettuato anche in relazione alle società controllanti direttamente o indirettamente l'offerente, onde evitare possibili aggiramenti della disposizione. Infatti, qualora tale norma non venisse applicata anche nei confronti della società che controlla l'offerente, un potenziale offerente che non fosse sottoposto alle misure anti-difese e nei confronti del quale potesse dunque essere invocata la reciprocità, avrebbe la possibilità di eludere tale eccezione semplicemente procedendo al lancio dell'offerta attraverso un veicolo, interamente controllato, ma sottoposto alla disciplina di un ordinamento più rigoroso che prevede l'obbligatorietà della *passivity rule* e della *breakthrough rule* (ovvero il veicolo potrebbe avere effettuato *opt-in* rispetto a tali norme). Una volta accertata la disciplina in concreto applicabile all'offerente occorrerà quindi effettuare una valutazione comparativa sulla effettiva equivalenza di tali regole con quelle adottate dall'emittente. Tale giudizio potrebbe, tuttavia, comportare qualche difficoltà in quanto il legislatore non ha specificato quali siano i criteri in base ai quali stabilire se le disposizioni applicate dall'offerente siano o meno equivalenti a quelle applicate dalla società *target* residuando il dubbio se tale equivalenza vada intesa in senso letterale, o come appare preferibile, in senso sostanziale. Analogamente resta dubbio se l'equivalenza debba essere totale ovvero anche parziale⁽²¹²⁾. Ad esempio, prima della approvazione del Decreto Anti-Crisi, il tema di una equivalenza soltanto parziale delle regole adottate da offerente ed emittente era stata affrontata in relazione alla possibilità che pur applicando l'offerente la *passivity rule*, nondimeno la relativa assemblea potesse deliberare con dei *quorum* meno rigorosi di quelli richiesti dall'articolo 104 del Testo Unico (che all'indomani della approvazione del Decreto di recepimento della Direttiva Opa

⁽²¹²⁾ Cfr. ASSONIME, "Le modifiche alla disciplina sull'opa: regola di passività, regola di neutralizzazione e reciprocità (decreto anti-crisi n. 185 del 29 novembre 2008)", cit.; A. ANGELILLIS - C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia cit.*, p. 1153.

richiedeva il voto favorevole di almeno il 30% del capitale). La questione era stata tuttavia risolta dallo stesso legislatore, che in proposito aveva originariamente disposto, al secondo comma dell'art. 104-ter del Testo Unico, successivamente abrogato dal Decreto Anti-Crisi, che in una siffatta circostanza l'emittente, pur non disapplicando l'articolo 104, avrebbe potuto deliberare l'adozione delle misure difensive applicando le regole relative ai *quorum* ordinari stabiliti dal codice civile per l'assemblea ordinaria e straordinaria (artt. 2368 e 2369 del codice civile) ⁽²¹³⁾. La tematica non è più attuale dopo l'approvazione del Decreto Anti-Crisi, con cui è stata eliminata la previsione del *quorum* del 30% per la approvazione della delibera assembleare di autorizzazione alla adozione di misure difensive di cui al vecchio 104, comma 1 del Testo Unico, e conseguentemente è stato soppresso il secondo comma dell'art. 104-ter del Testo Unico. Ancor meno agevole potrebbe risultare la stima della equivalenza in relazione alla adozione della *breakthrough rule*. Sotto tale profilo deve innanzitutto considerarsi la questione, affrontata nel paragrafo precedente, circa la mancata adozione di fatto di misure preventive da parte dell'offerente in assenza di una espressa previsione di recepimento della *breakthrough rule*. Infatti, ove l'ordinamento dell'offerente non consentisse in concreto l'adozione di misure preventive, il rilievo del mancato recepimento della *breakthrough rule* sarebbe meramente formale e, dunque, la valutazione della equivalenza andrebbe effettuata in una prospettiva più ampia, tenendo conto anche delle disposizioni dell'ordinamento dell'offerente che circoscrivono la possibilità di adozione delle misure difensive preventive. Parimenti, occorre chiedersi come potrebbe reagire l'emittente nei casi in cui vi sia un'applicazione parziale della *breakthrough rule* da parte dell'offerente: ad esempio l'ordinamento dell'offerente potrebbe prevedere soltanto la regola sulle limitazioni al diritto di voto, e la regola sulla trasferibilità delle azioni ovvero soltanto una delle due, ed in ogni caso non l'intero contenuto dell'art. 11 della Direttiva Opa ⁽²¹⁴⁾. In tal caso possono darsi due alternative: la prima per cui l'emittente può disapplicare l'intera regola di neutralizzazione, facendo uso delle misure difensive preventive in essere a prescindere da quelle

⁽²¹³⁾ L. RUSSI- M. DELL'ANTONA, *Offerte pubbliche d'acquisto: l'attuazione della direttiva 2004/25/CE da parte del legislatore delegato*, 2008, disponibile sul sito <http://www.dircomm.it>.

⁽²¹⁴⁾ M. GATTI, *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto*, cit., pp. 416-433.

effettivamente applicate/disapplicate dall'offerente; la seconda che l'emittente può disapplicare esclusivamente la misura difensiva preventiva applicata dall'offerente. Una ulteriore complicazione del quadro potrebbe consistere nella applicazione parziale della *breakthrough* anche da parte dell'emittente, e pertanto potrebbe esserci una sovrapposizione totale (*i.e.* le misure difensive preventive applicate da emittente ed offerente sono esattamente le stesse) ovvero un disallineamento, perché ad esempio l'emittente applica soltanto la regola sulle limitazioni al diritto di voto e l'offerente applica soltanto la regola sulla trasferibilità delle azioni. Ancora una volta una soluzione orientata a privilegiare l'aspetto sostanziale pare preferibile, in quanto più aderente alla *ratio* della norma, dovendosi quindi dedurre che l'emittente potrà disapplicare la regola di neutralizzazione soltanto nel limite di quelle misure difensive preventive concretamente applicate dall'offerente.

L'art. 104-*ter* del Testo Unico ha attribuito alla Consob il compito di verificare la equivalenza della disciplina applicabile all'offerente con quella dell'emittente. Ciò in quanto, secondo il legislatore nazionale, tale soluzione rappresentava l'unica alternativa al rimettere tale stima all'organo amministrativo dell'emittente: ovviamente tale seconda opzione non poteva preferirsi posto che avrebbe significato attribuire alla *target* il controllo su sé stessa⁽²¹⁵⁾. In primo luogo, va precisato che la Consob, per il solo fatto che venga promossa un'offerta, non ha alcun obbligo di pronunciarsi in relazione alla equivalenza delle misure anti-difese tra offerente ed emittente; infatti affinché la Commissione venga investita della questione circa il giudizio di equivalenza sarà necessario che l'offerente o l'emittente ne facciano espressa richiesta. Il legislatore ha demandato altresì alla Consob il compito di stabilire con regolamento i contenuti e le modalità attraverso le quali tale istanza debba essere formulata, tuttavia tale regolamento non è stato ancora adottato. La Consob dovrà quindi pronunciarsi entro venti giorni dalla data della richiesta, con provvedimento motivato ed impugnabile secondo le regole generali. Al di là delle modalità con cui la norma verrà applicata in concreto resta il fatto che il procedimento di valutazione delle misure dell'offerente previsto dall'attuale art. 104-*ter* del Testo Unico comporta senz'altro un

⁽²¹⁵⁾ Decisamente critico rispetto a tale scelta è tuttavia F. CAVAZZUTTI, *E sull'opa Zapatero dà il buon esempio*, pubblicato in data 10 settembre 2007 sul sito <http://www.lavoce.info>.

notevole aggravio di costi, sia in virtù del fatto che il procedimento di valutazione della equivalenza andrà effettuato di volta in volta in relazione al caso concreto sia anche in relazione al potenziale contenzioso che potrebbe derivarne, in considerazione dei numerosi elementi di incertezza che accompagnano il procedimento valutativo ⁽²¹⁶⁾.

Una volta effettuata la valutazione delle misure adottate dall'offerente nel caso in cui la società offerente sia soggetta alla regola di passività, ma non alla regola di neutralizzazione, come assai probabilmente dovrebbe accadere per le società italiane a partire dal 1° luglio 2010, ovvero viceversa (nella ipotesi a dire il vero assai remota di un contemporaneo *opt-out* della regola di passività e *opt-in* della regola di neutralizzazione), sorge il problema di individuare quale disposizione possa essere disapplicata dall'emittente avvalendosi del principio di reciprocità. Tale questione era stata già sollevata da alcuni commentatori in relazione all'articolo 12 della Direttiva Opa ⁽²¹⁷⁾, tuttavia i dubbi non sono stati fugati dal legislatore nazionale, in quanto anche la attuale formulazione dell'art. 104-*ter* del Testo Unico da adito a diverse possibili interpretazioni. Ai sensi dell'articolo 104-*ter*, comma primo, del Testo Unico, infatti, le disposizioni di cui agli articoli 104 e 104-*bis* del Testo Unico (quest'ultima ove prevista nello statuto), possono essere disapplicate “*in caso di offerta pubblica promossa da chi non sia soggetto a tali disposizioni?*”. L'applicazione di tale norma risulta assai agevole quando la società offerente non sia soggetta né alla *passivity rule* né alla *breakthrough rule*, in quanto in tal caso l'emittente che fosse sottoposto per legge o scelta statutaria alla *passivity rule* e/o alla *breakthrough rule* ben potrebbe avvalersi della clausola di reciprocità per disapplicare entrambe le disposizioni, ferma restando la necessità della autorizzazione preventiva dell'assemblea. Diversamente la situazione si presenta meno cristallina nel caso in cui l'offerente sia soggetto soltanto ad una delle due norme, dovendosi in tal caso stabilire se l'emittente può disapplicare soltanto la medesima norma che non viene applicata dall'offerente oppure può in ogni caso disapplicarle entrambe. Si consideri, ad esempio, il seguente caso: l'emittente “A” è una società italiana, sottoposta alla regola di passività (per legge o perché ha effettuato l'*opt-in* nel

⁽²¹⁶⁾ A. ANGELILLIS - C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva*, cit., p. 1159. Inoltre J. WINTER, *The good, the bad and the ugly of the European Takeover Directive*, in *European Takeovers. The Art of Acquisition*, (a cura di J. GRANT), Londra Euromoney Books, 2005, p. xxv e ss.

⁽²¹⁷⁾ A. ANGELILLIS - C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva*, cit., p. 1158.

Periodo Transitorio) e alla regola di neutralizzazione per scelta statutaria, e la cui assemblea abbia autorizzato gli amministratori ad avvalersi della clausola di reciprocità; l'offerente "B" è una società di un altro ordinamento che è sottoposta, perché così prevede l'ordinamento nel quale esso ha la propria sede ovvero per scelta statutaria, soltanto alla regola di neutralizzazione. Può l'emittente italiano "A" oggetto d'un'opa lanciata da "B" disapplicare entrambe le regole di passività e di neutralizzazione ovvero può disapplicare esclusivamente la regola di neutralizzazione? immaginiamo ora che un terzo soggetto "C" che adotta statutariamente la *passivity rule* ma che sia libero di adottare difese preventive in quanto non ha recepito volontariamente la regola di neutralizzazione ed ha sede in un ordinamento che consente l'adozione di difese preventive lanci un'opa su "A": quali misure può adottare il consiglio di amministrazione di A, avvalendosi della clausola di reciprocità, per contrastare l'offerta? la soluzione più coerente, in linea di principio, con il criterio ispiratore della norma, ovvero della "battaglia ad armi pari", sembra essere quella per cui alla società emittente sia consentito disapplicare esclusivamente quella regola che non viene applicata dalla società offerente, come ad esempio è stato espressamente previsto dal legislatore spagnolo ⁽²¹⁸⁾. Di seguito vengono dunque analizzati entrambi i due casi sopra proposti, sul presupposto che la società *target* sia una società italiana che sia soggetta, per legge e per scelta statutaria, alla regola di passività e alla regola di neutralizzazione e che l'assemblea abbia autorizzato gli amministratori ad avvalersi della clausola di reciprocità, al fine di verificarne in concreto l'operatività. Nella prima ipotesi, in cui l'offerente "B" è soggetto soltanto alla regola di neutralizzazione, se l'emittente "A" può disapplicare esclusivamente la regola corrispondente non applicata ne consegue che (i) le eventuali difese preventive introdotte dalla società *target*, sempre nei casi in cui esse siano consentite dall'ordinamento italiano, sono inefficaci nei confronti dell'offerente, mentre (ii) il consiglio di amministrazione della *target* non è tenuto al rispetto della regola di passività potendo mettere in atto eventuali misure difensive. Nel secondo caso, in cui l'offerente "C" è soggetto soltanto alla

⁽²¹⁸⁾ Cfr. art. 28.5 ed art. 29.6 del Real Decreto 1066/2007. In proposito si vedano i commenti di A. ANGELILLIS - C. MOSCA, *Ibidem*. Inoltre F. MUCCIARELLI, *Il principio di reciprocità nella direttiva comunitaria sull'opa*, cit., p. 830 ss.; A. SAINZ, *Implementation of the European Takeover Directive in Spain*, in P. VAN HOOCHTEN (a cura di), *The European Takeover Directive and its implementation*, Oxford, 2009, p. 698-699.

passivity rule e ha introdotto in statuto delle misure difensive preventive, la soluzione di disapplicare per reciprocità esclusivamente la misura corrispondente non applicata dall'offerente, comporta che la società *target* italiana (i) resta soggetta alla regola di passività, ma (ii) può disapplicare la regola di neutralizzazione. In quest'ultimo caso ciò si risolverebbe in un vantaggio alquanto teorico, stante il fatto che il nostro ordinamento limita fortemente le possibilità di adottare misure preventive. Secondo un Autore la soluzione di disapplicare soltanto la stessa misura anti-difese non applicata dall'offerente genera, dunque, nel caso preso in esame una situazione paradossale, in quanto la *target* italiana comunque non sarebbe messa in grado di affrontare una "battaglia ad armi pari" proprio in ragione delle forti limitazioni presenti nel nostro ordinamento rispetto alla introduzione di difese preventive ⁽²¹⁹⁾. Resta quindi da chiedersi quali effetti potrebbe avere una diversa interpretazione in base alla quale di fronte ad una offerta lanciata da un soggetto che è sottoposto alla sola *passivity rule*, si consentisse all'emittente di disapplicare entrambe le misure anti-difese (e dunque anche la regola di passività). Dal punto di vista della *target* sicuramente ciò comporterebbe un aumento delle possibilità di difesa, con un conseguente abbassamento del livello di contendibilità della società; dal punto di vista dell'offerente tale regola potrebbe creare un incentivo a dotarsi di entrambe le clausole di passività e reciprocità, posto che qualora si adottasse la sola *passivity rule* ciò non sarebbe sufficiente ad evitare la adozione di misure difensive da parte della *target* italiana; tale soluzione potrebbe però avere anche un effetto disincentivante, nella misura in cui la società *target* che non voglia sottoporsi alla regola di neutralizzazione, perderebbe qualsiasi incentivo ad adottare la *passivity rule* e conseguentemente essa non introdurrebbe né l'una né l'altra regola anti-difese. Alla luce di tali considerazioni, l'alternativa per cui si procede a disapplicare esclusivamente la regola corrispondente che non sia applicata dall'offerente appare più ragionevole dal momento che consente di recuperare attraverso il principio di reciprocità un bilanciamento delle norme applicabili all'emittente ed all'offerente ⁽²²⁰⁾. Tuttavia il rischio che la norma venga interpretata

⁽²¹⁹⁾ F. MUCCIARELLI, *Ibidem*.

⁽²²⁰⁾ A. ANGELILLIS - C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva*, cit., p. 1106 ss. Sembra corretto, inoltre, che il giudizio debba essere di natura sostanziale e non formale, occorrendo verificare in concreto quali sono le misure difensive concretamente applicate/applicabili dall'offerente.

estensivamente a favore dell'emittente è molto alto, dal momento che la valutazione circa la possibilità di eccepire la mancanza di reciprocità verrà rimessa ad una autorità che ha sede nello stesso Paese dell'emittente e che dunque può essere più facilmente oggetto di pressioni per tutelare le esigenze di quest'ultima.

Una ulteriore questione interpretativa è stata sollevata da alcuni studiosi con riferimento alla possibilità da parte della *target*, che abbia adottato in via statutaria la regola di neutralizzazione, di disapplicare tale clausola quando l'offerente, pur non applicando in concreto alcuna misura difensiva preventiva sia nondimeno sottoposto alla legislazione di uno Stato che non preveda la obbligatorietà della *breakthrough rule* e non abbia effettuato l'*opt-in* nello statuto. In altri termini, ci si è chiesti se deve essere considerato prevalente l'aspetto formale della mancata adozione della *breakthrough rule* da parte dell'offerente, con il conseguentemente riconoscimento della facoltà dell'emittente di disapplicare la clausola di neutralizzazione, ovvero se sia preferibile dare rilievo all'aspetto sostanziale della mancata adozione da parte dell'offerente di alcuna misura preventiva - perché esse non sono ammesse dall'ordinamento cui è sottoposta oppure per scelta statutaria - negando dunque all'emittente di avvalersi della clausola di reciprocità al fine di disapplicare la regola di neutralizzazione. La soluzione che appare più rispettosa della *ratio* del principio di reciprocità, ovvero quella di consentire una "battaglia ad armi pari" tra offerente ed emittente, è quella che privilegia la sostanza rispetto alla forma, dovendosi valutare in concreto se la società offerente è priva di difese preventive⁽²²¹⁾. Del resto sarebbe contraddittorio consentire all'emittente di avvalersi della clausola di reciprocità al fine di ostacolare il successo dell'offerta, mancando il presupposto sostanziale, ovvero la concreta possibilità dell'offerente di avvalersi di misure difensive preventive.

Infine va ricordato che il primo comma dell'art. 104-ter del Testo Unico prevede che “ *in caso di offerta promossa di concerto, è sufficiente che a tali disposizioni [passivity rule e breakthrough rule] non sia soggetto anche uno solo fra gli offerenti?*”. In sostanza attraverso tale disposizione si intende assoggettare alla regola di reciprocità anche un offerente che, pur applicando le misure anti-difese previste

⁽²²¹⁾ F. MUCCIARELLI, *Il principio di reciprocità nella direttiva comunitaria sull'opa*, in *Giur. comm.*, I, 830 ss. Inoltre A. ANGELILLIS - C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva*, cit., p. 1159.

dalla Direttiva Opa, sia obbligato in solido al lancio di una offerta obbligatoria insieme ad altri soggetti che agiscono di concerto con l'offerente, i quali non sono sottoposti alle medesime regole. Lo scopo della disposizione sembrerebbe quello di evitare un arbitraggio regolamentare volto ad aggirare la regola di reciprocità semplicemente facendo in modo che l'offerta sia promossa da parte di uno dei soggetti che operano di concerto nei confronti del quale non possa essere eccepita la clausola di reciprocità. Le disposizioni in tema di concerto sono contenute all'art. 109 del Testo Unico, laddove si stabilisce che *“sono solidalmente tenuti agli obblighi previsti dagli articoli 106 e 108 le persone che agiscono di concerto quando vengano a detenere, a seguito di acquisti effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore alle percentuali indicate nei predetti articoli”*⁽²²²⁾. Quanto alla individuazione dei soggetti che agiscono di concerto l'art. 101-bis, comma 4 del Testo Unico, con definizione quanto mai ampia, precisa che per *“persone che agiscono di concerto”* si intendono i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio”. L'articolo 101-bis, comma 4-bis del Testo Unico stabilisce inoltre delle presunzioni di concerto tra (i) gli aderenti a un patto parasociale, anche nullo, previsto dall'articolo 122, comma 1 e comma 5, lett. a), b), c) e d) del Testo Unico; (ii) un soggetto, il suo controllante, e le società da esso controllate; (iii) le società sottoposte a comune controllo; (iv) una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza o direttori generali; ai sensi dell'art. 109 del Testo Unico tali fattispecie *“assumono rilievo anche congiuntamente, limitatamente ai soggetti che detengono partecipazioni”*⁽²²³⁾.

⁽²²²⁾ Sulla nuova disciplina degli “acquisti di concerto” si rinvia a L.A. BIANCHI, *Acting in concert and compulsory takeover tender offer*, intervento al seminario *European Takeover Law: The State of the Art*, tenutosi presso l'Università Commerciale Luigi Bocconi il 15 dicembre 2008. Per un commento sulla ratio della norma sul concerto si veda L.A. BIANCHI, *Commento all'art. 109*, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di P.G. Marchetti e L.A. Bianchi, I, 1999, p.429 ss.

⁽²²³⁾ Vediamo dunque cosa accade nelle ipotesi sopra contemplate. Nel primo caso qualora la società A, che applica le misure anti-difese e che ha sottoscritto un patto parasociale con la società B, che non applica tali misure, avente ad oggetto le azioni della società italiana C, che ha adottato in via statutaria la regola di passività e la regola di neutralizzazione, a seguito di acquisti a titolo oneroso di azioni C divenga obbligata a promuovere un'offerta sulle azioni di C, potrà vedersi eccepita la mancanza di reciprocità, ancorché essa adotti le misure anti-difese, in quanto la società B, che agisce di concerto con essa in virtù della stipulazione del patto parasociale, non è sottoposta alle misure anti-difese. La seconda ipotesi riguarda il caso in cui vi sia una società A che applica le misure anti-difese e che controlla la società B, che non

5. La deliberazione assembleare

Il legislatore ha comunque rimesso l'operatività della clausola di reciprocità ad una preventiva decisione dei soci. Infatti, ai sensi del secondo comma dell'art. 104-ter del Testo Unico “*qualsiasi misura idonea a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta adottata dalla società emittente in virtù di quanto disposto al comma 1 deve essere espressamente autorizzata dall'assemblea in vista di una eventuale offerta pubblica, nei diciotto mesi anteriori alla comunicazione della decisione di promuovere l'offerta ai sensi dell'articolo 102, comma 1*”.

L'autorizzazione dell'assemblea deve essere preventiva: del resto non avrebbe senso prevedere un'autorizzazione successiva poiché, in tal caso, tale fattispecie andrebbe a sovrapporsi con quella dell'approvazione delle misure difensive in corso di offerta, già disciplinata dall'articolo 104 del Testo Unico. Alcuni Autori hanno espresso delle perplessità in relazione alla formulazione della norma, per quanto attiene alla concreta possibilità della assemblea di esprimersi in ordine alla autorizzazione delle misure difensive che potrebbero essere adottate in caso di mancanza di reciprocità dell'offerente; più precisamente, è stato evidenziato che andrebbe chiarito meglio come i soci possano deliberare in astratto la approvazione di una determinata operazione difensiva, in un momento in cui sia l'offerta, sia la eventuale misura difensiva non possono essere note agli azionisti⁽²²⁴⁾. In alternativa, per superare tale obiezione, dovrebbe ipotizzarsi che la

applica tali misure, ed entrambe detengono una partecipazione nella società italiana C, che è soggetta volontariamente alla regola di passività e la regola di neutralizzazione. Qualora a seguito di acquisti a titolo oneroso di azioni C la società A divenga obbligata a promuova un'offerta sulle azioni di C, essa sarà nondimeno soggetta alla eccezione di reciprocità in quanto la sua controllata B, che opera di concerto con essa, non adotta le misure anti-difese. Stesso discorso vale anche per l'ipotesi in cui l'offerente sia la società A, che applica le misure anti-difese, e appartiene allo stesso gruppo della società B che non applica tali misure, sul presupposto che entrambe detengano azioni della società C, che applica *passivity rule* e *breakthrough rule*. Qualora A sia obbligata a promuovere un'offerta sulle azioni C, il *board* di quest'ultima potrà avvalersi della clausola di reciprocità in ragione del fatto che B, che agisce di concerto con l'offerente, non adotta le regole anti-difese. La quarta ipotesi prende in considerazione una situazione di concerto tra la società e i suoi amministratori. Prendiamo dunque il caso della società A, che applica le misure anti-difese, e del suo amministratore B, che ha acquistato azioni di C, soggetta alla regola di passività e la regola di neutralizzazione. Qualora la società A, a seguito di acquisti a titolo oneroso divenga obbligata a promuovere un'offerta sulle azioni di C, quest'ultima società potrà comunque adottare misure difensive avvalendosi di quanto previsto dall'art. 104-ter del Testo Unico, posto che l'amministratore B, che opera di concerto con A, non è sottoposto a tali regole (né volendo potrebbe farlo essendo egli una persona fisica).

⁽²²⁴⁾ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, p. 367 ss.

decisione assembleare riguardi non tanto l'adozione di una specifica misura difensiva, quanto piuttosto essa abbia ad oggetto la stessa astratta possibilità di adottare le misure difensive. La seconda soluzione proposta ha però come conseguenza quella di attribuire all'organo amministrativo un potere decisionale estremamente ampio, dal momento che una volta concessa l'autorizzazione l'organo amministrativo ha la facoltà di adottare qualsiasi misura difensiva in vista di un'offerta pubblica d'acquisto. Occorre quindi chiedersi, con riferimento a quanto previsto dall'art. 104-ter del Testo Unico, se sia valida una delibera assembleare che attribuisca all'organo amministrativo il potere di adottare misure difensive in pendenza di una offerta lanciata da un soggetto che non sia sottoposto alla regola di passività e alla regola di neutralizzazione senza però individuare in concreto le azioni che potranno essere intraprese dagli amministratori e gli eventuali limiti e condizioni alle quali tali operazioni potranno essere messe in atto, ovvero se sia preferibile che l'assemblea individui esattamente quali misure difensive possano essere adottate ed a quali condizioni. Quest'ultima soluzione appare in astratto preferibile in quanto consente agli azionisti di deliberare conoscendo esattamente quali sono i poteri che vengono delegati agli amministratori ⁽²²⁵⁾. In tal caso l'assemblea dei soci non può concedere un'autorizzazione generale ed astratta, come se si trattasse di un *blank check* a beneficio dell'organo amministrativo, ma deve individuare un elenco delle misure difensive che possono essere adottate dagli amministratori. Ciò non significa, che la delibera assembleare con cui si concede all'organo amministrativo l'autorizzazione ad adottare un certo tipo di misure difensive debba individuare tutti i dettagli tecnici dell'operazione. In sostanza appare ragionevole che l'assemblea autorizzi ogni specifica misura difensiva idonea a ostacolare il successo della offerta promossa da chi non è sottoposto a *passivity rule* e/o *breakthrough rule*, prevedendo al contempo gli elementi essenziali cui gli amministratori dovranno attenersi. Per fare un esempio qualora la assemblea autorizzi un aumento di capitale delegato, dovrà altresì prevedere il valore massimo

⁽²²⁵⁾ Analogo problema è stato discusso in Germania in relazione all'interpretazione dell'art. 33 (2) del WpUG, in base al quale il *board* di una società tedesca può adottare qualsiasi misura difensiva diretta ad ostacolare il successo di una offerta pubblica d'acquisto sulla società emittente a condizione che vi consti la preventiva autorizzazione dell'assemblea dei soci. Si rinvia in proposito a quanto illustrato nel V capitolo.

delle emittende azioni, ovvero il controvalore massimo dell'aumento. Ciò comporterà evidentemente nella prassi qualche difficoltà in più nella utilizzazione della clausola di reciprocità rispetto alla prima ipotesi sopra discussa secondo la quale la assemblea potrebbe limitarsi ad approvare una delibera in cui consente genericamente all'organo amministrativo di porre essere misure difensive: infatti gli amministratori non potrebbero prendere in considerazione misure ulteriori rispetto a quelle per le quali sono espressamente autorizzati. Tale soluzione sembra preferibile anche in funzione del fatto che consente un incremento della trasparenza nelle misure difensive delle società comunitarie, in quanto permetterebbe ad un potenziale offerente di conoscere in anticipo quali misure possano essere adottate dalla *target* e dunque le probabilità di successo di una offerta ⁽²²⁶⁾. In ogni caso, come correttamente rilevato dalla dottrina, sarà infrequente che l'assemblea conceda una autorizzazione preventiva agli amministratori ad adottare misure difensive sulla base della regola di reciprocità dal momento che non conoscono ancora l'identità dell'eventuale offerente né tantomeno i suoi programmi futuri e il corrispettivo offerto ⁽²²⁷⁾. Ciò anche alla luce della considerazione che non vi è alcuna esigenza immediata da parte degli azionisti della *target* ad autorizzare misure difensive in caso di offerta per il solo fatto che l'offerente sia una società che ha sede in un ordinamento che non ha recepito le misure anti-difese previste dalla Direttiva Opa ⁽²²⁸⁾.

L'autorizzazione da parte dell'assemblea, come previsto anche per altre fattispecie, ad esempio per l'autorizzazione all'acquisto delle azioni proprie, deve essere rinnovata almeno ogni diciotto mesi (ma ad esempio l'autorizzazione potrebbe essere di volta in volta inserita nell'ordine del giorno dell'assemblea annuale che approva il bilancio) ⁽²²⁹⁾. Per quanto riguarda la competenza, l'art. 104-ter del Testo Unico, nella sua attuale formulazione, nulla dispone al riguardo. Tuttavia prima delle modifiche apportate dal Decreto Anti-Crisi tale norma affidava all'assemblea straordinaria la competenza a deliberare l'autorizzazione degli amministratori all'adozione di

⁽²²⁶⁾ C. MOSCA, *Riorganizzazione della struttura proprietaria e opa obbligatoria*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 18.

⁽²²⁷⁾ Ibidem.

⁽²²⁸⁾ A. ANGELILLIS - C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva*, cit., p. 1155.

⁽²²⁹⁾ R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 2008, pp. 88-89. Cfr. anche F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, pp. 367 ss.

misure difensive in applicazione della clausola di reciprocità; la soppressione di tale disposizione induce a ritenere che la competenza potrà essere sia dell'assemblea straordinaria sia dell'assemblea ordinaria a seconda delle misure difensive che gli amministratori potranno adottare.

Il quarto comma dell'art. 104-*ter* del Testo Unico dispone, infine, che l'ottenimento dell'autorizzazione da parte dell'assemblea vada tempestivamente comunicato al mercato secondo le modalità previste all'articolo 114 del Testo Unico. Per quanto riguarda le modalità di diffusione delle informazioni, valgono le medesime considerazioni svolte in relazione al comma 1-*ter* dell'articolo 104 del Testo Unico, con la differenza che rispetto a quest'ultima disposizione l'art. 104-*ter* del Testo Unico non prevede invece alcun obbligo di comunicazione a Consob. Tali informazioni andranno dunque divulgate "senza indugio", con le modalità e nei termini stabiliti da Consob con regolamento.

IV. L'ATTUAZIONE DEL PRINCIPIO DI RECIPROCIÀ NEGLI ALTRI ORDINAMENTI EUROPEI

1. L'ATTUAZIONE DELLA DIRETTIVA IN EUROPA – 2. MISURE DIFENSIVE E RECIPROCIÀ IN FRANCIA. - 3. MISURE DIFENSIVE E RECIPROCIÀ IN GERMANIA. – 4. MISURE DIFENSIVE E RECIPROCIÀ NEL REGNO UNITO.

1. L'attuazione della Direttiva in Europa

Ai sensi dell'art. 21 della Direttiva Opa ciascuno degli Stati membri avrebbe dovuto adottare le disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative di attuazione della direttiva medesima entro il 20 maggio 2006. In realtà non tutti gli Stati europei hanno rispettato la scadenza prefissata: infatti, secondo un rapporto pubblicato dalla Commissione Europea il 21 febbraio 2007 ⁽²³⁰⁾, a quasi un anno di distanza dalla scadenza del termine finale per il recepimento, soltanto 6 Stati avevano rispettato il termine di recepimento (ovvero Austria, Danimarca, Francia, Ungheria, Irlanda, Lussemburgo e Regno Unito). Gli altri Stati dell'Unione Europea, tra cui anche la Spagna, l'Italia e la Germania, hanno implementato la direttiva successivamente al termine previsto per il recepimento; da ultimi hanno recepito la direttiva anche Cipro, la Repubblica Ceca ed infine la Polonia, la cui disciplina è entrata in vigore soltanto nel gennaio del 2009, a quasi tre anni dalla scadenza del termine di recepimento.

La maggior parte degli Stati membri ha imposto la applicazione della *passivity rule*, anche in considerazione del fatto che tale regola era, nella quasi totalità dei casi, già in vigore nei rispettivi ordinamenti prima della implementazione della Direttiva Opa. Gli Stati membri che hanno adottato la regola di passività hanno di norma introdotto anche la clausola di reciprocità, salvo alcuni Stati, tra cui in particolare il Regno Unito, che non l'hanno recepita. All'opposto la quasi totalità degli Stati membri non ha reso obbligatoria la regola di neutralizzazione, lasciando a ciascuna società la facoltà di sottoporsi volontariamente alla predetta regola ⁽²³¹⁾. Paradossalmente tra tutti gli Stati membri, quelli che hanno adottato un regime apparentemente più aperto al

⁽²³⁰⁾ Cfr. Commission Staff Working Document, *Report on the implementation of Directive on Takeover Bid*, Brussels, 21.02.2007, SEC(2007) 268.

⁽²³¹⁾ Secondo le stime della Commission Staff Working Document le società che sono sottoposte di *default* alla regola di neutralizzazione rappresentano circa l'1% delle società quotate sul totale delle società quotate nella Unione Europea (Commission Staff Working Document, *Report on the implementation of Directive*, cit., p. 7).

mercato sono i Paesi ex-comunisti che in passato hanno fatto parte della cosiddetta “*orbita sovietica*”, ovvero l’Estonia, la Lituania, la Lettonia e la Bulgaria, avendo essi recepito la regola di passività e la regola di neutralizzazione ma non la regola di reciprocità.

Dopo aver esaminato nei capitoli precedenti le nuove disposizioni introdotte dal legislatore italiano per conformarsi alla Direttiva Opa, nei prossimi paragrafi si prenderanno in considerazione le modalità di recepimento della Direttiva Opa, con particolare riferimento alle misure difensive ed alla regola di reciprocità, in tre dei principali Paesi dell’Unione, quali la Francia, la Germania ed il Regno Unito.

2. Misure difensive e reciprocità in Francia

La disciplina delle offerte pubbliche d’acquisto in Francia è contenuta nel “*Code du commerce*”, nel “*Code monétaire et financier*” e nel “*Règlement Général*” della “*Autorité des Marchés Financiers*” (l’autorità di vigilanza del mercato francese, di seguito “**AMF**”). La Direttiva Opa è stata implementata con la legge n. 2006-387 del 31 marzo 2006, con cui sono state apportate modifiche al *Code monétaire et financier* e successivamente con l’approvazione delle modifiche al *Règlement Général*, pubblicate il 28 settembre 2006 ⁽²³²⁾. La competenza dell’AMF si estende a tutte

⁽²³²⁾ Il testo della legge n. 2006-387 è disponibile sul sito internet <http://www.legifrance.gouv.fr/Waspad/UnTexteDeJorf?numjo=ECOX0500226L>. Le modifiche al regolamento generale dell’AMF è disponibile sul sito internet <http://www.legifrance.gouv.fr/WAspad/Visu?cid=774908&indice=1&table=JORF&ligneDeb=1>. Per alcuni commenti sulla legge di implementazione della Direttiva Opa e sulla disciplina delle offerte pubbliche in Francia si rinvia a T.VASSOGNE, M.LOY, B.CARDI, *Implementation of the European Takeover Directive in France*, in P. VAN HOOGHTEEN (a cura di), *The European Takeover Directive and its implementation*, Oxford, 2009, p. 261 e ss.; inoltre J. SIMON, *France*, in S. MAUL, D. MUFFAT-JEANDET, J. SIMON (a cura di), *Takeover Bids in Europe*, Freiburg, 2008, par. 1400; M.N. DOMPE, *La transposition de la directive OPA et les principes directeurs des offres*, in *Droit des sociétés*, 2006; inoltre C. GOYET, N. RONTCHEVSKY, M. STORK, *La loi n. 2006-387 du 31 mars 2006 transpose en droit française la directive communautaire du 21 avril 2004 relative aux offres publiques d’acquisition*, in *Revue Trimestrelle de Droit Commercial*, 2006; J.M MOULIN, *Loi n. 2006- 387 du 31 mars 2006 transposant la Directive OPA du 21 avril 2004*, in *Jurisclasseur périodique édition Entreprise des Affaires*, 2006; A. PIETRANCOSTA, *Loi n. 2006- 387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d’acquisition: des “options” françaises*, in *Revue Trimestrelle de Droit Financier*, n.1, 2006; HERBERT SMITH LLP, *Implementation of the EU Takeover Directive in France*, 2006, disponibile sul sito www.herbertsmith.com; SHEARMAN&STEARLING LLP, *Implementation in France of the Takeover Directive and the new French poison pill: How does it affect defensive measures available to French companies?*, 2006, disponibile sul sito <http://www.shearman.com>; V. LEMAITRE S. DE BEER, *France*, in *European Takeovers. The Art of Acquisition*, (a cura di J. GRANT), Londra Euromoney Books, 2005. Per alcuni commenti sulla clausola di

le offerte pubbliche d'acquisto su di una società francese le cui azioni siano quotate in un mercato regolamentato francese e sulle offerte pubbliche d'acquisto aventi ad oggetto una società comunitaria le cui azioni siano state ammesse a quotazione per la prima volta su di un mercato regolamentato francese (ovvero in caso di simultanea quotazione su più mercati, tra cui quello francese, la società abbia optato per sottoporsi alla vigilanza dell'AMF).

Come in Italia, anche in Francia è previsto un obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti: in particolare, tutti coloro che superano determinate soglie di partecipazione azionaria in una società quotata francese devono darne notizia all'AMF, che diffonde le informazioni al pubblico; inoltre, un soggetto che superi (da solo o congiuntamente ad altri soggetti che agiscono in concerto) le soglie del 10% e del 20% deve dichiarare alla società emittente e all'AMF le proprie intenzioni relativamente alla partecipazione detenuta nei successivi dodici mesi⁽²³³⁾. Una volta dichiarate le proprie intenzioni tale soggetto può modificarle soltanto a seguito di significative variazioni del mercato, della situazione o dell'azionariato relativi al socio medesimo, occorrendo in tal caso un'apposita dichiarazione. Inoltre il superamento della soglia di un terzo del capitale o dei diritti di voto (33,3%) di una società francese fa sorgere l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica d'acquisto sulla totalità delle azioni dell'emittente. L'AMF può stabilire delle eccezioni al predetto obbligo, tra cui in particolare nei casi in cui il superamento della soglia sia contenuto nel limite del 3% del capitale o dei diritti di voto e il socio si impegni a non esercitare i diritti di voto detenuti in eccesso ovvero quando il superamento sia avvenuto indirettamente⁽²³⁴⁾.

Per quanto riguarda la disciplina delle misure difensive la Francia ha implementato la regola di passività (prevista dall'art. 9 della Direttiva Opa) ed il principio di reciprocità (art. 12 comma 3

reciprocità si veda A. PIETRANCOSTA, A. MARECHAL, *Transposition de la directive OPA: des incertitudes entourant le recours à la "clause de reciprocité"*, in *Bulletin Joly Bourse*, 2005.

⁽²³³⁾ Ai sensi dell'art. L.233-7 del *Code du commerce*. Cfr. C. CLERC, *Implementation of the takeover directive in France*, intervento al seminario *European Takeover Law: The State of the Art*, tenutosi presso l'Università Commerciale Luigi Bocconi il 15 dicembre 2008; inoltre T.VASSOGNE, M.LOY, B.CARDI, *Implementation of the European Takeover Directive in France*, in P. VAN HOOGHTEN (a cura di), *The European Takeover Directive and its implementation*, Oxford, 2009, p. 261 e ss.; J. SIMON, *France*, in S. MAUL, D. MUFFAT-JEANDET, J. SIMON (a cura di), *Takeover Bids in Europe*, Freiburg, 2008, par. 1400.

⁽²³⁴⁾ Si veda l'art. 234-2 del *Règlement Général*.

della Direttiva Opa), mentre non è stato recepito l'art. 11 della Direttiva Opa relativamente alla regola di neutralizzazione.

Già prima del recepimento della Direttiva Opa gli amministratori dell'emittente erano tenuti ad astenersi dal compiere operazioni contrarie all'interesse sociale nel corso di un'offerta pubblica d'acquisto sulle azioni della stessa emittente. Ancorché il testo normativo non chiarisse espressamente se tale divieto ricomprendesse anche le misure difensive, la maggioranza della dottrina e la prassi dell'AMF erano orientate nel senso di ritenere necessaria l'approvazione assembleare per qualsiasi operazione che esulasse dalla normale attività d'impresa della società. Il *Règlement Général* come modificato a seguito dell'approvazione della legge n. 2006-387 del 31 marzo 2006 ha posto fine a tale ambiguità stabilendo che nel periodo di offerta qualsiasi operazione suscettibile di condizionare l'esito dell'offerta, ad eccezione della ricerca di offerte concorrenti, debba essere preventivamente autorizzata dell'assemblea dei soci. L'assemblea dovrà altresì autorizzare nuovamente qualsiasi decisione, anche già approvata prima del lancio dell'offerta, se la sua esecuzione possa in qualche modo ostacolare il successo dell'offerta.

Il *Règlement Général* contiene, però, una rilevante eccezione all'obbligo di astensione sopra descritto. L'organo amministrativo dell'emittente può, infatti, disapplicare la regola di passività sopra descritta qualora l'offerente sia una entità che non applica a sua volta la regola di passività o una misura equivalente e l'assemblea degli azionisti dell'emittente abbia approvato tale decisione nei diciotto mesi antecedenti il lancio dell'offerta. In breve, una volta accertata la mancanza di reciprocità l'organo amministrativo dell'emittente potrà adottare misure difensive senza che sia necessaria una specifica approvazione dell'assemblea. Il *Règlement Général* rimette all'AMF la valutazione circa l'equivalenza delle norme applicate dall'offerente con la disciplina francese delle misure difensive: in caso di contestazioni la società emittente è tenuta ad inviare all'AMF le proprie osservazioni entro dieci giorni lavorativi, mentre l'autorità si pronuncia nei cinque giorni lavorativi successivi; è verosimile immaginare che nelle ipotesi in cui venga richiesto l'intervento dell'AMF per la valutazione di equivalenza, se la pronuncia dell'autorità non dovesse intervenire

prima dell'apertura del periodo di offerta, quest'ultima possa essere posticipata ad una data successiva alla pronuncia dell'AMF.

Anche in Francia la dottrina ha sollevato problemi interpretativi analoghi a quelli che sono stati affrontati nel terzo capitolo in relazione alla introduzione dell'art. 104-ter del Testo Unico ⁽²³⁵⁾. In primo luogo è stato sollevato il dubbio che la facoltà di eccepire la mancanza di reciprocità dovesse essere riservata esclusivamente alle società che avessero introdotto la *passivity rule* in via statutaria. Il Parlamento francese (analogamente a quanto è accaduto in Italia) non ha tenuto conto di tale obiezione. Per quanto riguarda l'opponibilità della mancanza di reciprocità nei confronti delle entità diverse dalle società quotate la disciplina francese ha disposto che essa possa essere eccepita a qualsiasi società o individuo: tale definizione dovrebbe includere le società non quotate, i fondi e gli individui, che ovviamente non possono essere oggetto di un'offerta pubblica d'acquisto, nonché nei confronti delle società extracomunitarie che non sono soggette alla regola di passività (*e.g.* le società incorporate nello stato del Delaware). Resta aperta la questione dei criteri in base ai quali determinare l'equivalenza delle misure anti-difese adottate dall'offerente appartenente ad un diverso ordinamento ⁽²³⁶⁾.

Prima della implementazione della Direttiva Opa la disciplina francese non consentiva l'adozione di alcun meccanismo volto ad incrementare, direttamente o indirettamente, il prezzo dell'offerta. La legge n. 2006-387 del 31 marzo 2006 ha invece specificamente introdotto la possibilità dell'emittente di emettere dei “*defensive warrants*”, definiti anche “*Bons Bretons*”, che consistono in una misura difensiva molto simile alle *poison pills* statunitensi. Infatti, come i *right plans* elaborati nella prassi nordamericana anche i *warrants* francesi consentono agli azionisti dell'emittente di sottoscrivere nuove azioni a condizioni vantaggiose: se i *warrants* sono emessi nel

⁽²³⁵⁾ Cfr. C. CLERC, *Implementation of the takeover directive in France*, intervento al seminario *European Takeover Law: The State of the Art*, tenutosi presso l'Università Commerciale Luigi Bocconi il 15 dicembre 2008; T.VASSOGNE, M.LOY, B.CARDI, *Implementation of the European Takeover Directive in France*, in P. VAN HOOGHTEEN (a cura di), *The European Takeover Directive and its implementation*, Oxford, 2009, p. 261 e ss.; J. SIMON, *France*, in S. MAUL, D. MUFFAT-JEANDET, J. SIMON (a cura di), *Takeover Bids in Europe*, Freiburg, 2008, par. 1400.

⁽²³⁶⁾ Cfr. T.VASSOGNE, M.LOY, B.CARDI, *Implementation of the European Takeover Directive in France*, in P. VAN HOOGHTEEN (a cura di), *The European Takeover Directive and its implementation*, Oxford, 2009, p. 261 e ss.;

corso dell'offerta l'offerente viene di fatto diluito in quanto egli non beneficia delle azioni emittende se non nei limiti della partecipazione detenuta prima del perfezionamento delle adesioni, mentre i *warrants* restano in capo ai vecchi azionisti, anche se questi consegnano le proprie azioni in offerta. L'emissione dei *warrants* deve essere approvata preventivamente dall'assemblea, nei diciotto mesi precedenti l'offerta; l'assemblea deve altresì determinare le condizioni di esercizio dei *warrants*, incluso il prezzo, ovvero delegarne il potere all'organo amministrativo stabilendo l'ammontare massimo dell'aumento e delle nuove azioni attribuibili attraverso l'esercizio dei *warrants*, nonché le condizioni alle quali procedere all'emissione di tali diritti. Una volta approvata l'emissione dei *warrants* l'organo amministrativo resta libero di eseguire la stessa in qualunque momento prima del termine dell'offerta (e dunque anche l'ultimo giorno utile), fermo restando un obbligo di comunicazione al mercato, ma soltanto nel caso in cui nei confronti dell'offerente sia applicabile l'eccezione di reciprocità. Nella prassi lo strumento dei *warrants*, che ancora non è stato testato in un caso concreto, potrebbe tradursi uno strumento molto efficace per contrastare un'offerta ⁽²³⁷⁾.

3. Misure difensive e reciprocità in Germania

Le offerte pubbliche d'acquisto in Germania sono disciplinate dal Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (di seguito “**WpÜG**”), approvato il 20 dicembre 2001 ed entrato in vigore il 1° gennaio dell'anno successivo e successivamente modificato, con efficacia a partire dal 14 giugno 2006, al fine di recepire le disposizioni contenute nella Direttiva Opa ⁽²³⁸⁾. Tale testo contiene le

⁽²³⁷⁾ Nel corso del 2008 i *defensive warrants* sono stati autorizzati da alcune società tra cui Air Liquide, Peugeot, Bouygues, Veolia Environment, Essilor International, Eurazeo, Ingenico, Carbone Lorraine, Vallourec e Saint Gobain. (cfr. T.VASSOGNE, M.LOY, B.CARDI, *Implementation of the European Takeover Directive in France*, in P. VAN HOOGHTEEN (a cura di), *The European Takeover Directive and its implementation*, Oxford, 2009, p. 302).

⁽²³⁸⁾ Sul recepimento della Direttiva Opa in Germania si veda K. J. HOPT, *The duties of the directors of the target company in hostile takeovers – German and European perspectives*, in *Capital Markets in the Age of Euro. Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, a cura di G. Ferrarini, K. Hopt, E. Wymeersch, Kluwert Law International, 2002. Inoltre H. BAUM, *The Takeover Law in the EU and Germany: Comparative Analysis of a Regulatory Model*, in *University of Tokyo Journal of Law and Politics*, Vol. 3, Spring 2006, pp 60-72; J. GORDON, *An American Perspective on the New German Anti-takeover Law*, reperibile sul sito http://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=336420; C. KIRCHNER - R.W. PAINTER, *Takeover Defenses Under Delaware Law: The Proposed Thirteenth EU Takeover Directive and the New German Takeover Law*:

disposizioni applicabili a tutte le offerte pubbliche d'acquisto aventi ad oggetto una società per azioni tedesca (siano esse finalizzate o meno all'acquisto del controllo dell'emittente) e le cui azioni siano negoziate in un mercato regolamentato tedesco o dell'Unione Europea: in questo secondo caso, però, limitatamente alle questioni di natura societaria, mentre la regolamentazione della procedura dell'offerta resta di competenza dello Stato nel quale si trova il mercato regolamentato sul quale le azioni sono negoziate. Anche la disciplina tedesca prevede degli obblighi di comunicazione al superamento di determinate soglie di partecipazione al capitale delle società quotate. Inoltre, ai sensi del § 35 (1) del WpÜG un soggetto che acquisti il controllo (per tale intendendosi almeno il 30% dei diritti di voto) di una società quotata è tenuto a promuovere un'offerta pubblica d'acquisto obbligatoria.

Con riguardo alle misure difensive nel contesto di un'offerta, come ampiamente previsto dagli operatori, il legislatore tedesco ha escluso l'applicabilità di *default* della regola di passività e della regola di neutralizzazione (rispettivamente art. 9 e art. 11 della Direttiva Opa); dette misure anti-difese possono, tuttavia, essere adottate volontariamente da ciascuna società, unitamente alla regola di reciprocità, derogando alla disciplina legale. Le società tedesche si trovano, dunque, a dover scegliere tra il modello legale, corrispondente alla disciplina previgente, e il modello alternativo elaborato sulla base della Direttiva Opa.

Se una società non effettua *opt-in* continua ad applicarsi di *default* la disciplina già prevista prima del recepimento della Direttiva Opa ⁽²³⁹⁾. Ciò non significa che gli amministratori siano liberi di adottare qualsiasi misura difensive nel contesto di un'offerta, in quanto anche in tal caso la normativa tedesca stabilisce alcune limitazioni al loro operato. Innanzitutto, ai sensi delle norme

Comparison and Recommendations for Reform, in 50 *Am. J. Comp. L.* 2002, p. 451 ss.; P. MULLBERT, *The implementation of the XIII Directive. Germany*, intervento al seminario *European Takeover Law: The State of the Art*, tenutosi presso l'Università Commerciale Luigi Bocconi il 15 Dicembre 2008; J. CLODIT-STOTZ, *Germany*, in S. MAUL, D. MUFFAT-JEANDET, J. SIMON (a cura di), *Takeover Bids in Europe*, Freiburg, 2008, par. 1600; T. STOLHMEIER, *German Public Takeover Law*, Kluwer Law, 2002; K. RIEHMER, *Germany*, in *European Takeovers. The Art of Acquisition*, (a cura di J. GRANT), Londra Euromoney Books, 2005, p. 207 e ss.; S. OPPENHOFF, *Implementation of the European Takeover Directive in Germany*, in P. VAN HOOGHTEEN (a cura di), *The European Takeover Directive and its implementation*, Oxford, 2009, p. 311 e ss.

⁽²³⁹⁾ Per alcuni commenti si rinvia *ex multis* a C. STEINHAEUER, *La nuova legge tedesca sulle offerte pubbliche d'acquisto*, in *giur. comm.*, 2002, 04, pp. 391 e ss.

di diritto societario gli amministratori della società emittente restano comunque tenuti ad agire nell'interesse della società, anche nel contesto di un'offerta pubblica d'acquisto; inoltre, con specifico riferimento al comportamento degli amministratori in pendenza di un'offerta, ai sensi del § 33(1) del WpÜG, dopo la pubblicazione della decisione di promuovere l'offerta e l'organo amministrativo della *target* non può deliberare alcuna azione che possa ostacolare il successo dell'offerta senza l'approvazione dell'assemblea degli azionisti, fatto salvo il diritto di porre in essere tutte le azioni che un amministratore prudente e diligente riterrebbe opportuno intraprendere in assenza di un'offerta⁽²⁴⁰⁾. Ciò consente una congrua libertà di azione agli amministratori della *target*, i quali potranno continuare a svolgere normalmente la propria attività ed anche intraprendere operazioni straordinarie astrattamente qualificabili come misure difensive, se poste in essere in esecuzione di una precedente deliberazione assembleare ovvero nell'ambito di una strategia aziendale concepita prima dell'offerta, come ad esempio l'acquisizione di nuovi *asset* o un aumento di capitale con conferimento in natura. Insieme all'eccezione generale sopra descritta precedente l'art. 33 (1) del WpÜG prevede, inoltre, altre tre rilevanti eccezioni al divieto di assumere decisioni in contrasto con il successo dell'offerta, segnatamente, (i) la facoltà di ricercare offerte concorrenti; (ii) la possibilità di intraprendere in pendenza dell'offerta le azioni approvate dal consiglio di sorveglianza; e (iii) la possibilità di adottare tutte le azioni preventivamente approvate dall'assemblea dei soci (e dal consiglio di sorveglianza) nei diciotto mesi precedenti l'offerta. Per quanto riguarda la ricerca di offerte concorrenti, l'eccezione si giustifica in quanto un'offerta concorrente è di per sé vantaggiosa per gli azionisti che hanno l'opportunità di scegliere l'alternativa che offre un maggiore profitto. Le altre ultime due eccezioni, pur non avendo avuto significativa rilevanza nella prassi operativa potenzialmente espandono a dismisura l'ambito delle misure difensive che possono essere adottate dagli amministratori nel contesto di un'offerta pubblica d'acquisto. Per quanto riguarda, in particolare l'eccezione relativamente alle azioni autorizzate dal consiglio di sorveglianza un Autore ha

⁽²⁴⁰⁾ È dubbio in dottrina se il divieto di intraprendere operazioni in contrasto con l'offerta si applichi o meno anche al consiglio di sorveglianza. Cfr. P. MULLBERT, *The implementation of the XIII Directive. Germany*, intervento al seminario *European Takeover Law: The State of the Art*, tenutosi presso l'Università Commerciale Luigi Bocconi il 15 dicembre 2008.

criticato la formulazione della norma in quanto - considerata la composizione del consiglio di sorveglianza e l'interesse che tale organo potrebbe avere nel contrastare l'offerta - essa lascerebbe un margine eccessivo alla discrezionalità dello stesso consiglio di sorveglianza ⁽²⁴¹⁾: va comunque ricordato che esiste anche per tale organo un dovere di agire secondo lealtà e nell'esclusivo interesse degli azionisti. Infine, l'art. 33 (2) del WpÜG prevede che siano esentate dal divieto anche quelle operazioni difensive adottate in dipendenza di un'autorizzazione assembleare ottenuta nei 18 mesi antecedenti l'offerta: la norma è stata oggetto di un ampio dibattito in dottrina onde chiarirne l'ambito di applicazione: secondo l'opinione maggioritaria affinché un'operazione qualificabile come misura difensiva in pendenza di un'offerta pubblica d'acquisto possa essere adottata direttamente dall'organo amministrativo (senza necessità di sottoporre la stessa operazione all'approvazione dell'assemblea dei soci) è necessario che nella deliberazione preventiva l'assemblea autorizzi espressamente l'organo amministrativo all'adozione di misure difensive con lo scopo di contrastare un'offerta pubblica d'acquisto, fermo restando che non potrà trattarsi di operazioni che per legge sono sottoposte alla competenza dell'assemblea ovvero in contrasto con altre disposizioni applicabili alle società per azioni ⁽²⁴²⁾.

Le società tedesche possono derogare alla disciplina di *default* ed assoggettarsi volontariamente al modello alternativo che recepisce la *passivity rule* e/o la *breakthrough rule* di cui agli artt. 9 e 11 della Direttiva Opa. In particolare, qualora una società tedesca intenda sottoporsi alla regola di

⁽²⁴¹⁾ Cfr. H. BAUM, *The Takeover Law in the EU and Germany: Comparative Analysis of a Regulatory Model*, in *University of Tokyo Journal of Law and Politics*, Vol. 3, Spring 2006, pp 60-72; secondo l'Autore la disposizione in oggetto "[h]as to be seen in the context of the corporate governance structure of large German stock corporations. These have a two-tier board structure with a managing and a supervisory board. The supervisory boards of large public companies are half manned with representatives of the employees and the trade unions and the other half represents the owners. The latter are rarely represented by outsiders, but mostly by former members of the managing boards and other insiders who have switched to the supervisory board. It is an easy guess how a board stuffed with employees and former managers will vote in the face of a hostile bid, especially if that is by a foreign company. One other aspect should be mentioned that grants management additional leeway. As the managing board, the supervisory board also has to act "in the interest" of the company. In the legislative materials, this interest is defined as the interest of shareholders and employees as well as the general interest of the company as such. This leaves much room for discretion and is a dangerous step backward toward the previous infamous concept of the "Unternehmen an sich" (the enterprise as such)."

⁽²⁴²⁾ Ad esempio l'assemblea può autorizzare gli amministratori ad effettuare un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ma non ad emettere azioni ad un valore inferiore al valore nominale implicito; oppure può autorizzare la vendita di *assets*, ma non per un valore inferiore al prezzo di mercato: di questo avviso P. MULLBERT, *The implementation of the XIII Directive. Germany*, cit.

passività derogando statutariamente all'applicazione del § 33 (1) del WpÜG si applica il § 33a (2) del WpÜG, che riflette le disposizioni di cui all'art. 9 della Direttiva Opa. Ai sensi della predetta norma dal momento della pubblicazione della decisione di lanciare un'offerta fino alla pubblicazione dei risultati della stessa gli amministratori della *target* devono astenersi dal compiere alcuna operazione in contrasto con gli obiettivi dell'offerta, ad eccezione (i) delle azioni normalmente ricomprese nell'attività dell'impresa; (ii) delle azioni normalmente non ricomprese nell'attività ordinaria se in esecuzione di decisioni assunte prima del lancio dell'offerta e che sono state parzialmente messe in atto; (iii) della ricerca di offerte concorrenti; e (iv) delle azioni espressamente autorizzate dall'assemblea successivamente al lancio dell'offerta. Il regime alternativo non consente, infine, la possibilità che venga concessa un'autorizzazione preventiva all'adozione di misure difensive. Analogamente, con riferimento alla *breakthrough rule*, lo statuto di una società tedesca può prevedere che si applichi il § 33b (2) del WpÜG, che recepisce quanto previsto all'art. 11 della Direttiva Opa. La norma detta disposizioni relativamente al periodo di offerta e alla prima assemblea successiva al termine di accettazione dell'offerta. Per quanto riguarda il periodo di offerta è previsto che le clausole statutarie o gli accordi parasociali perfezionati dopo il 21 aprile 2004 che limitano il trasferimento delle azioni dell'emittente non si applicano nei confronti dell'offerente; parimenti sono inefficaci gli accordi tra gli azionisti perfezionati dopo il 21 aprile 2004 e volti a concordare il voto nell'assemblea convocata per deliberare l'adozione di misure difensive. Per quanto riguarda, invece, la prima assemblea successiva al termine per l'accettazione dell'offerta convocata per deliberare la nomina dei nuovi componenti degli organi sociali, la norma stabilisce che qualora l'offerente abbia raggiunto una partecipazione al capitale sociale tale da garantirgli almeno il 75% dei diritti di voto, le eventuali limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o in accordi parasociali perfezionati dopo il 21 aprile 2004 sono inefficaci verso l'offerente ⁽²⁴³⁾. L'offerente è tenuto a compensare il socio il cui diritto sia divenuto inefficace per effetto della *breakthrough rule*.

⁽²⁴³⁾ Deve osservarsi che a termini del diritto tedesco la regola di neutralizzazione non si applica alle azioni privilegiate prive del diritto di voto. Cfr. S. OPPENHOFF, *Implementation of the European Takeover Directive in Germany*, in P. VAN HOOGHTEN (a cura di), *The European Takeover Directive and its implementation*, Oxford, 2009, p. 311 e ss.

Nelle ipotesi in cui una società tedesca si sia volontariamente sottoposta alla regola di passività o alla regola di neutralizzazione il § 33(c) del WpÜG consente di avvalersi dell'eccezione di reciprocità: se l'offerente o l'ente che lo controlla non è soggetto alle stesse limitazioni cui è soggetta la *target*, ovvero a disposizioni equivalenti, l'emittente può disapplicare la regola di passività o la regola di neutralizzazione, ripristinando la disciplina nazionale di *default*. La decisione di avvalersi della clausola di reciprocità deve essere assunta dall'assemblea a maggioranza nei 18 mesi antecedenti il lancio dell'offerta. In ogni caso, un emittente che abbia disapplicato la regola di passività prevista dal regime alternativo resta soggetta alle disposizioni del § 33 (1) del WpÜG. In proposito deve osservarsi che con riferimento alle società che abbiano effettuato l'*opt-in*, i *quorum* necessari ad ottenere l'autorizzazione assembleare ad applicare la regola di reciprocità sono più bassi rispetto ai *quorum* necessari a disapplicare *tout court* la regola di passività, rendendo preferibile per gli amministratori seguire la prima alternativa.

4. Misure difensive e reciprocità nel Regno Unito

Nel Regno Unito i principi generali relativi alle offerte pubbliche d'acquisto sono contenuti nel “*City Code on Takeover and Mergers*”, mentre le disposizioni della Direttiva Opa sono state recepite con l'approvazione delle “*Takeover Directive Regulations*” il 25 aprile del 2006, con efficacia dal 20 maggio 2006; le disposizioni contenute nelle *Regulations* sono state superate dall'adozione della “*Part 28*” del “*Companies Act*”, approvato nel novembre dello stesso anno ed entrato in vigore il 6 aprile del 2007. Sono inoltre applicabili alcune disposizioni contenute nel “*Financial Services and Market Act*” del 2000. Ai sensi del § 943 del *Companies Act* è stato delegato al “*Panel on Takeover and Mergers*” il potere di promulgare le disposizioni regolamentari di dettaglio in attuazione della nuova normativa, e conseguentemente della Direttiva Opa; conseguentemente sono state apportate alcune modifiche al testo del *City Code on Takeovers and Mergers*, che però non mutano, sotto il profilo sostanziale, la disciplina che era già applicata nel Regno Unito prima della approvazione della Direttiva Opa ⁽²⁴⁴⁾.

⁽²⁴⁴⁾ Si rinvia a R. GODDEN, *Implementation of the European Takeover Directive in United Kingdom*, in P. VAN HOOGHTEN (a cura di), *The European Takeover Directive and its implementation*, Oxford, 2009, p. 743 e ss. Peraltro il *City Code* contiene una serie di disposizioni che sono estranee all'ambito disciplinato dalla

Il *City Code* si applica a tutte le offerte pubbliche d'acquisto rivolte agli azionisti di una società che ha sede nel Regno Unito e le cui azioni siano negoziate su di un mercato regolamentato del Regno Unito. La disciplina ivi prevista si applica inoltre, a certe condizioni, alle offerte pubbliche d'acquisto rivolte agli azionisti (i) di una società che ha sede nel Regno Unito e le cui azioni siano negoziate su di un mercato regolamentato di un altro Stato membro dell'Area Economica Europea, purché l'offerta sia volta ad ottenere il controllo della società emittente; (ii) di una società che ha non sede nel Regno Unito ma in altro Stato dell'Area Economica Europea e le cui azioni siano negoziate su di un mercato regolamentato del Regno Unito; e (iii) di una società che ha non sede nel Regno Unito ma in altro Stato dell'Area Economica Europea e le cui azioni siano negoziate su più mercati regolamentati di Stati dell'Area Economica Europea tra cui anche il Regno Unito, ma non nello Stato di incorporazione. Il *City Code* si applica sia alle offerte volontarie sia alle offerte obbligatorie (ai sensi della *Rule 9* tale obbligo sorge a carico del soggetto che acquisti una partecipazione pari o superiore al 30% dei diritti di voto dell'emittente), mentre l'organo che è deputato a sovrintendere alla regolarità dello svolgimento di un'offerta, e al rispetto delle disposizioni del *City Code*, è appunto il *Panel on Takeover and Mergers*.

Per quanto concerne la disciplina delle misure difensive, il Regno Unito, coerentemente con la propria tradizione, nell'implementazione della Direttiva Opa ha mantenuto un assetto molto liberale, caratterizzata da una completa apertura dei mercati agli investimenti stranieri, come già nel regime previgente⁽²⁴⁵⁾. Infatti è stato recepito l'art. 9 della Direttiva Opa, relativamente alla

Direttiva Opa; inoltre J. RICKFORD, *The Emerging European Takeover Law from a British Perspective*, 15 EBLR, 2004, pp. 1379 ss.; S. JAY, S. BANKS, *United Kingdom City Code*, in *European Takeovers. The Art of Acquisition*, (a cura di J. GRANT), Londra Euromoney Books, 2005, pp. 127 e ss.; P. BURBIDGE, *United Kingdom*, in S. MAUL, D. MUFFAT-JEANDET, J. SIMON (a cura di), *Takeover Bids in Europe*, Freiburg, 2008, par. 3400; A. HICKS, S.H. GOO, *Cases and materials on company law*, Oxford, 2008, p. 569 e ss.; Sulle origini della disciplina del city code si veda J. ARMOUR, D.A. SKEEL, *The Divergence of U.S. and UK Takeover Regulation*. Regulation, Vol. 30, No. 3, Fall 2007; U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 08-24. Disponibile anche sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1025986>; inoltre P.G. MARCHETTI, *Le offerte pubbliche d'acquisto: le norme della City di Londra sulle offerte pubbliche di acquisto e sulle concentrazioni* ("The City Code on Takeovers and Mergers") (Introduzione e traduzione), in *Rivista delle società*, 1971, pp. 753 e ss.

⁽²⁴⁵⁾ In sostanza "business as usual", per citare una espressione di Paul Davies nel commentare gli effetti della Direttiva Opa sulla disciplina britannica (cfr. P. DAVIES, *United Kingdom*, intervento al seminario *European Takeover Law: The State of the Art*, tenutosi presso l'Università Commerciale Luigi Bocconi il 15 Dicembre 2008).

regola di passività, mentre non è stata recepita la regola di reciprocità prevista dall'art. 12, comma 3 della Direttiva Opa; il legislatore ha optato, infine, per non recepire l'art. 11, relativamente alla regola di neutralizzazione. In definitiva le società britanniche che applicano la *passivity rule* (ed eventualmente la *breakthrough rule*), se oggetto di un'offerta pubblica d'acquisto da parte di un soggetto che non applica la Direttiva Opa, non possono disapplicare tali norme.

Il *City Code* riconosce che l'interesse degli amministratori può talvolta divergere dall'interesse degli azionisti. Ai sensi del *General Principle 3* del *City Code* l'organo amministrativo dell'emittente deve agire nell'esclusivo interesse di quest'ultima e non può sottrarre agli azionisti il potere di decidere in merito all'accettazione di un'offerta. Il contenuto del principio anzidetto viene ulteriormente specificato alla *Rule 21*, laddove si prevede che l'organo amministrativo, ove sia stata lanciata un'offerta (o anche prima della formalizzazione della stessa nel caso in cui gli amministratori abbiano conoscenza del suo lancio imminente), deve astenersi dall'adottare, in assenza di autorizzazione assembleare, qualsivoglia azione che possa avere quale effetto di impedire il successo dell'offerta (sia essa già formalizzata o ancora potenziale). La stessa norma individua tra le azioni potenzialmente in contrasto con il successo dell'offerta l'emissione di nuove azioni ovvero di opzioni, l'emissione di strumenti finanziari convertibili in azioni dell'emittente, l'acquisto o la vendita di *assets* di importo rilevante, ovvero qualsiasi accordo che non sia concluso nell'ambito dell'ordinaria attività d'impresa (come ad esempio un contratto che incrementa gli emolumenti da corrispondere agli amministratori). La società emittente può richiedere al *Panel* un parere preventivo in relazione ad una specifica operazione che intende porre in essere onde verificare l'effettiva necessità di sottoporre la stessa all'approvazione dell'assemblea: ciò vale ad esempio per le operazioni già deliberate ma non ancora eseguite che rientrino nella normale attività d'impresa, per le operazioni relative ad obbligazioni assunte dalla società verso terzi, o anche in relazione all'acquisto o la vendita di *assets* per verificarne "la rilevanza" ai fini della norma ⁽²⁴⁶⁾.

⁽²⁴⁶⁾ A. HICKS, S.H. GOO, *Cases and materials on company law*, Oxford, 2008, p. 569 e ss.

In conclusione va osservato che la disposizione in oggetto ha un ambito di applicazione ancora più ampio di quello individuato dall'art. 9 della Direttiva Opa; infatti l'obbligo di passività previsto dalla *Rule 21* del *City Code* inizia non soltanto dal momento in cui sia resa pubblica la decisione di promuovere un'offerta ma anche nel caso in cui gli amministratori abbiano ragione di ritenere che un'offerta possa essere promossa; inoltre, diversamente dalla Direttiva Opa, la *Rule 21* individua espressamente alcune operazioni che devono considerarsi senz'altro vietate ⁽²⁴⁷⁾.

Se da un lato la decisione del legislatore del Regno Unito di recepire la regola di passività ha trovato generalizzato consenso in dottrina, la scelta di non recepire la regola di neutralizzazione si è rivelata decisamente controversa ed in contrasto con le aspettative della gran parte degli investitori istituzionali, favorevoli al suo integrale recepimento. Le ragioni che sono state addotte da alcuni critici al fine di sconsigliare il recepimento della regola di neutralizzazione sono varie. Una delle principali obiezioni poggiava sul fatto che, da un lato il numero delle società che hanno emesso azioni di più categorie si è fortemente ridimensionato negli ultimi anni e dall'altro che l'adozione della regola di neutralizzazione avrebbe in taluni casi ristretto ingiustamente la flessibilità della società di organizzare la struttura azionaria nel modo più adeguato ⁽²⁴⁸⁾. In ogni caso le società del Regno Unito che non utilizzano una struttura azionaria con categorie di azioni diverse e che non traggono alcun vantaggio dalla mancata adozione della *breakthrough rule* possono effettuare *opt-in* e sottoporsi volontariamente alla regola di neutralizzazione. In ogni caso, ai sensi della *Part 28* del *Companies Act*, non è prevista alcuna compensazione per gli azionisti i cui diritti dovessero essere sterilizzati per effetto dell'applicazione della regola di neutralizzazione, mentre una compensazione è invece prevista per eventuali terzi che abbiano diritti in virtù di un contratto.

⁽²⁴⁷⁾ R. GODDEN, *Implementation of the European Takeover Directive in United Kingdom*, in P. VAN HOOGHTEN (a cura di), *The European Takeover Directive and its implementation*, Oxford, 2009, p. 743 e ss.

⁽²⁴⁸⁾ Jonathan Rickford rileva che un certo numero di società quotate (tra cui Daily Mail e General Trust plc), ancorché non particolarmente significativo sotto il profilo numerico, hanno emesso azioni di diverse categorie, ciascuna con diversi diritti di voto: ciò rende possibile che un terzo acquirente, il quale acquisti le azioni della categoria che esprime maggiori diritti di voto, venga a detenere il controllo dell'emittente pur non disponendo della maggioranza delle azioni complessivamente considerate (cfr. J. RICKFORD, *The Emerging European Takeover Law from a British Perspective*, 15 *EBLR*, 2004, pp. 1379 ss.).

La nuova normativa non ha previsto la facoltà delle società del Regno Unito di avvalersi del principio di reciprocità previsto dall'art. 12 della Direttiva Opa. Ciò in quanto è stato ritenuto che la struttura dell'offerente e la sua contendibilità è irrilevante per gli azionisti, i quali devono semplicemente valutare l'offerta nel merito, qualunque sia l'offerente. Di conseguenza un emittente inglese non potrà disapplicare la regola di passività anche quando l'offerta venga promossa da un soggetto che non applica la *passivity rule*. In proposito va evidenziato che qualche perplessità è stata comunque sollevata in relazione al fatto che la società che abbia volontariamente adottato la regola di neutralizzazione non possa disapplicarla in caso di mancanza di reciprocità dell'offerente ⁽²⁴⁹⁾.

⁽²⁴⁹⁾ J. RICKFORD, *The Emerging European Takeover Law from a British Perspective*, cit.

Conclusioni

L'approvazione della Direttiva Opa ha rappresentato un momento importante nell'ottica della creazione di una disciplina uniforme delle offerte pubbliche di acquisto in Europa. La Direttiva Opa, individuando un quadro di principi comuni, ha fissato i requisiti minimi per lo svolgimento di una offerta in tutti gli Stati dell'Unione. La attuazione di tali principi attraverso norme più dettagliate e, di conseguenza, il compito di determinare ogni ulteriore convergenza delle rispettive normative è stata però rimessa ai singoli Stati membri, attribuendo ai governi nazionali il potere di stabilire percorsi verso una maggiore o minore contendibilità degli assetti proprietari delle società sottoposte alla giurisdizione di quello Stato. L'autonomia concessa agli Stati membri nella trasposizione della Direttiva Opa ha comportato inevitabilmente una implementazione della stessa non del tutto omogenea, in parte vanificando gli sforzi effettuati per creare un sistema normativo uniforme.

La gran parte degli Stati dell'Unione Europea, tra cui il Regno Unito, la Francia, l'Italia (con efficacia dal 1° luglio 2010) e la Spagna hanno previsto l'obbligatorietà della regola di passività: la soluzione del legislatore italiano si differenzia però da quelle adottate dagli altri Stati in quanto è stata fatta salva la facoltà di ciascun emittente di derogare statutariamente alla regola di passività, attribuendo un diritto di *opt-out* che non era contemplato dalla Direttiva Opa. Altri Stati tra cui la Germania, la Danimarca, il Belgio, i Paesi Bassi ed il Lussemburgo non hanno, invece, recepito la regola di passività, ferma restando la possibilità delle società appartenenti a tali ordinamenti di applicare volontariamente la regola medesima. Diversamente nessuno tra i principali Paesi dell'Unione Europea ha adottato di *default* la regola di neutralizzazione, restando essa facoltativa per le società che intendessero effettuare *opt-in*; il legislatore italiano ha però confermato la disposizione di cui all'art. 123 del Testo Unico in base alla quale gli aderenti ad un patto parasociale possono recedere dal medesimo in vista della adesione ad un'offerta pubblica d'acquisto totalitaria.

La maggior parte degli Stati dell'Unione Europea ha recepito altresì il principio di reciprocità. È il caso della Germania, della Francia e dell'Italia, mentre una importante eccezione è quella del

Regno Unito. Le ragioni addotte per giustificare il recepimento di detto principio sono alquanto varie: la necessità di assicurare un “*level playing field*” con le società che non applicano la regola di passività, l’esigenza di garantire una maggiore flessibilità alle società, il timore della concorrenza tra ordinamenti, ovvero l’intenzione di introdurre un incentivo alla applicazione della Direttiva Opa per le società che hanno in programma di effettuare operazioni di acquisizione all’estero; in realtà la norma si rivela uno strumento di natura protezionista nella misura in cui offre agli amministratori un’arma di difesa quando l’emittente sia oggetto di un’offerta da parte di un soggetto estero. Abbiamo, inoltre, osservato che l’applicazione della regola di reciprocità pone alcuni problemi interpretativi pressoché identici nelle diverse giurisdizioni nelle quali detto principio è stato implementato. Le principali questioni riguardano da un lato l’ambito soggettivo di applicazione della norma (*i.e.* quali sono le società che possono avvalersi della clausola di reciprocità e se la mancanza di reciprocità è opponibile a qualsiasi offerente, indipendentemente dalla forma societaria e dallo Stato di costituzione) e dall’altro l’ambito oggettivo (*i.e.* come avviene la valutazione circa l’equivalenza - o meno - delle disposizioni dell’offerente e quali disposizioni possono essere disapplicate in caso di mancanza di reciprocità dell’offerente) e possono essere riassunte come di seguito schematicamente illustrato.

1. Ambito soggettivo di applicazione della clausola di reciprocità

a) con riferimento all’emittente: alcuni tra i primi commentatori della Direttiva Opa hanno sollevato la questione se la mancanza di reciprocità potesse essere fatta valere da qualsiasi emittente soggetto alle norme anti-difese ovvero soltanto dagli emittenti che applicano le norme anti-difese per scelta statutaria. Coloro che hanno sostenuto la seconda soluzione adducevano quale giustificazione il fatto che, stante la collocazione della norma all’art. 12 della Direttiva Opa, l’esercizio della eccezione di reciprocità dovesse ritenersi consentito soltanto nel quadro dei cosiddetti “accordi opzionali” previsti dal medesimo articolo 12 e non anche alle società che fossero sottoposte alle norme anti-difese per scelta dell’ordinamento di incorporazione. Nel presente lavoro si è privilegiata una interpretazione più ampia della norma in base alla quale tutte le società che non applicano le misure anti-difese possono avvalersi della eccezione di reciprocità,

posto che la collocazione sistematica della clausola di reciprocità all'art. 12 non è un indice sufficiente per dedurre la applicabilità della stessa alle sole società che applicano volontariamente le norme anti-difese, anche in base all'interpretazione letterale dello stesso articolo, che non introduce alcuna differenza tra le società che applicano la *passivity rule* e la *breakthrough rule* per imposizione legislativa ovvero per scelta statutaria. La soluzione qui proposta è stata peraltro adottata dal legislatore italiano e da altri legislatori europei nel recepimento della Direttiva Opa.

b) con riferimento all'offerente: nell'ambito delle discussioni che hanno accompagnato l'approvazione della Direttiva Opa numerosi interpreti hanno messo in dubbio che la mancanza di reciprocità potesse essere fatta valere nei confronti delle società incorporate in uno Stato il cui ordinamento non impone l'adozione della regola di passività e della regola di neutralizzazione, come ad esempio le società che hanno sede nello Stato del Delaware. Nel presente lavoro è stata sostenuta la tesi per cui la mancanza di reciprocità può essere opposta nei confronti di qualunque offerente a prescindere dallo Stato di incorporazione. Si è giunti a tale conclusione sulla base di una serie di argomentazioni, che sono di seguito sintetizzate:

(i) consentire alle società europee di avvalersi della eccezione di reciprocità anche nei confronti di un offerente extracomunitario, ed in particolare di un offerente statunitense, quando non applichi le misure anti-difese, appare più coerente con gli obiettivi di politica legislativa che sono alla base della Direttiva Opa, tra cui ha rivestito un notevole rilievo proprio la creazione di un *level playing field* con gli Stati Uniti d'America;

(ii) sotto un profilo meramente tecnico, occorre considerare che anche le società che appartengono ad un ordinamento che non impone le norme anti-difese possono adottare misure equivalenti in via statutaria, potendo così andare esenti dall'eccezione di reciprocità;

(iii) ragionando "*a contrariis*", qualora si ammettesse una diversa interpretazione che impedisse ad una società europea di avvalersi della clausola di reciprocità nei confronti di un offerente extracomunitario si creerebbe una condizione di ingiusto vantaggio delle società extracomunitarie rispetto alle società che risiedono in uno Stato dell'Unione Europea che ha effettuato *opt-out*: infatti, pur non adottando, né le prime né le seconde, le misure anti-difese, soltanto le società

dello Stato europeo che non applica la Direttiva Opa sarebbero soggette all'eccezione di reciprocità.

Un caso particolare è quello di un offerente, appartenente allo stesso ordinamento dell'emittente, che non applica le norme anti-difese. Anche in tale circostanza, ci si è chiesti se l'emittente che applichi la regola di passività e/o di neutralizzazione possa disapplicarle avvalendosi del principio di reciprocità. Come per l'ipotesi sopra descritte dell'offerente extracomunitario nel presente lavoro è stata offerta una risposta positiva. Infatti, dal punto di vista dell'emittente ciò che rileva è la sussistenza o meno di misure equivalenti in capo all'offerente: se quest'ultimo non applica le disposizioni anti-difese, il fatto che sia un soggetto extracomunitario ovvero una società dello stesso Paese non cambia nulla. Un ulteriore argomento potrebbe ricavarsi dalla interpretazione letterale della norma, che ovviamente andrebbe condotta in relazione a ciascun ordinamento. Per quanto concerne l'Italia, dalla formulazione dell'art. 104-ter del Testo Unico, laddove esso prevede l'opponibilità della reciprocità a chi non sia soggetto a “*tali disposizioni ovvero a disposizioni equivalenti*” si potrebbe dedurre che la norma implicitamente si riferisce alle società italiane non soggette alle disposizioni anti-difese quando rinvia a “*tali disposizioni*” e alle società appartenenti ad altri ordinamenti quando rinvia a “*disposizioni equivalenti*”. Occorre tener presente che una scelta diversa è stata compiuta dal legislatore spagnolo, prevedendo che la mancanza di reciprocità non possa essere fatta valere nei confronti di una società appartenente al medesimo ordinamento. Tale scelta sembra frutto di una esigenza politica: il legislatore spagnolo ha così inteso offrire agli emittenti nazionali uno scudo difensivo nei confronti degli offerenti stranieri, mentre non ha ritenuto necessario proteggere i medesimi emittenti quando l'offerta sia promossa da un emittente spagnolo.

2. Il giudizio di equivalenza: principali criticità

a) *l'incertezza legata all'applicazione della norma in concreto*: la questione del giudizio di equivalenza delle disposizioni applicate dall'offerente con quelle applicate dall'emittente costituisce probabilmente l'aspetto più delicato, sotto il profilo interpretativo, della regola di reciprocità, e rispetto al quale non è possibile offrire *a priori* una risposta certa in relazione a quella che sarà la

sua applicazione nei vari Stati, dal momento che le modalità con cui la norma verrà applicata nella prassi dipendono dalle decisioni che verranno assunte per ciascun caso concreto dal soggetto cui è demandato il giudizio di accertamento dell'equivalenza in ciascuno Stato membro - ovvero dai rispettivi tribunali nel momento in cui la decisione del soggetto designato dovesse essere oggetto di contestazione tra emittente ed offerente. Al di là dei costi che sono connessi al procedimento valutativo, un ulteriore elemento di incertezza è costituito dal fatto che l'autorità designata ad effettuare la valutazione di equivalenza si trova nello Stato dell'emittente e, pertanto, potrebbe essere oggetto di "lobbying" da parte di esponenti legati agli amministratori dello stesso emittente al fine di ottenere una pronuncia favorevole (e dunque di non equivalenza) che consenta alla società di disapplicare le misure anti-difese.

b) i criteri nella valutazione di equivalenza: prescindendo dalle considerazioni di cui al punto precedente, si possono trarre alcune conclusioni in relazione ai criteri con cui andrà effettuata la valutazione della equivalenza della disciplina dell'offerente. Innanzitutto il giudizio di equivalenza deve tener conto sia della disciplina applicata nello Stato di origine dell'offerente sia dello statuto di quest'ultimo. Appare inoltre auspicabile che la valutazione privilegi il criterio della sostanza rispetto al criterio della forma, e che dunque non si neghi la "equivalenza" per ragioni di meramente "formali" quando vi sia una sostanziale corrispondenza delle disposizioni applicate dall'offerente. È dubbio se si possa affermare la equivalenza delle disposizioni anche nel caso in cui lo Stato dell'offerente non abbia recepito la regola di neutralizzazione ma l'offerente non applichi in concreto misure difensive (come potrebbe accadere ad esempio alle società del Regno Unito): per evitare contestazioni in sede di un'offerta pubblica d'acquisto sarebbe di gran lunga consigliabile che l'offerente eserciti l'*opt-in*; certamente non può esservi equivalenza delle disposizioni quando ci sia un disallineamento delle norme applicate da emittente e offerente ovvero quando le norme applicate dall'offerente siano meno rigorose di quelle dell'emittente: in questo caso però dovrebbe essere consentita all'emittente la facoltà di disapplicare soltanto quella disposizione anti-difese che non trova esatta corrispondenza nella disciplina applicata dall'offerente. Corretta appare in questo senso la scelta effettuata dal legislatore spagnolo di

consentire la disapplicazione della regola di passività quando l'offerente non applichi la *passivity rule* e della regola di neutralizzazione quando l'offerente non applichi la *breakthrough rule*.

3. Altre questioni interpretative: la delibera assembleare

Oltre alle problematiche sopra esaminate restano aperti alcuni interrogativi di minor rilievo in relazione al contenuto della delibera assembleare con cui si autorizzano gli amministratori dell'emittente ad avvalersi del principio di reciprocità (ovviamente laddove ne ricorrano i presupposti oggettivi). Gli Stati che hanno recepito la regola di reciprocità hanno correttamente previsto che la deliberazione assembleare debba essere assunta nei diciotto mesi antecedenti l'offerta, ma non hanno specificato il contenuto che tale delibera deve avere perché essa possa dirsi validamente assunta. Da un lato vi è chi ha ritenuto sufficiente una deliberazione generica di autorizzazione ad avvalersi del principio di reciprocità; dall'altro vi è chi ha sostenuto la necessità che le misure difensive concretamente applicabili dovessero essere analiticamente individuate. Una soluzione di buon senso sembra essere nel mezzo: la delibera dell'assemblea deve individuare le misure difensive astrattamente applicabili nel caso in cui l'emittente possa avvalersi della clausola di reciprocità ed, all'occorrenza, fornire agli amministratori i criteri cui essi dovranno attenersi; ciò consentirebbe da un lato agli amministratori di mantenere un congruo margine di flessibilità nell'esecuzione delle misure difensive, dall'altro all'assemblea di deliberare con cognizione di causa. Indispensabile, in ogni caso, è che nella delibera venga fatta espressa menzione che le operazioni che gli amministratori sono autorizzati a porre in esecuzione potranno essere utilizzate nel contesto di un'offerta pubblica d'acquisto.

Taluni operatori si sono chiesti, inoltre, se la regola sulla reciprocità sia imperativa o dispositiva, ed in questo secondo caso, se essa possa essere disapplicata, al fine di lanciare un messaggio al mercato di maggiore contendibilità della società. A tal proposito va evidenziato che la condizione di reciprocità, negli Stati che hanno recepito l'art. 12, comma 3 della Direttiva Opa, costituisce una eccezione alla regola generale della passività/neutralizzazione, di cui le società emittenti possono discrezionalmente avvalersi a determinate condizioni. Adottare una modifica statutaria con cui si introduce una deroga ad una eccezione appare un processo logicamente

tortuoso, anche se in linea di massima nulla vieta che un emittente rinunci ad un proprio diritto. La questione in ogni caso pare di modesta rilevanza pratica, dal momento che, più semplicemente, è verosimile che un emittente che non intenda avvalersi della condizione di reciprocità si limiterà a non concedere la preventiva autorizzazione all'organo amministrativo.

Alla luce di quanto osservato sembra opportuno concludere con una breve annotazione relativamente a quella che sarebbe l'operatività della condizione di reciprocità, decorso il Periodo Transitorio, in relazione ad un ipotetico emittente italiano la cui assemblea abbia deliberato l'autorizzazione richiesta dall'art. 104-*ter* del Testo Unico. Gli amministratori di questo emittente potranno disapplicare la regola di passività in caso di offerta promossa, ad esempio, da (i) una società americana incorporata nello Stato del Delaware, (ii) una società tedesca, - sempre nella ipotesi che i soggetti sub (i) e (ii) non applichino la Direttiva Opa per scelta statutaria - (iii) una società italiana non quotata, (iv) un emittente quotato italiano che ha derogato alla regola di passività o (v) una società controllata da una delle precedenti; essi non potranno, invece, avvalersi della clausola di reciprocità continuando ad essere vincolati dalla regola di passività in caso di offerta promossa da (i) una società quotata del Regno Unito, (ii) una società quotata francese o (iii) una società quotata spagnola. In base alle informazioni ad oggi disponibili non risulta però che alcuna delle società quotate italiane abbia deliberato l'autorizzazione agli amministratori ad avvalersi della condizione di reciprocità. Ciò non deve sorprendere in quanto in base alla disciplina attuale gli amministratori di un emittente italiano non sono assoggettati alla regola di passività (né l'emittente è soggetto alla regola di neutralizzazione, ad eccezione di quanto previsto dall'art. 123 del Testo Unico con riferimento al diritto di recesso dai patti parasociali). È verosimile immaginare che qualche autorizzazione possa, invece, essere concessa allorquando diventeranno efficaci le disposizioni contenute nel Decreto Correttivo e tornerà ad applicarsi di *default* la regola di passività.

Bibliografia

ACCENTURE, *Accenture Economist Intelligence Unit 2006 Global M&A Survey*, reperibile sul sito <http://www.accenture.com/NR/rdoonlyres/08F08D66-F940-42D6-8ECB-3908C5897DB1/0/ExecutiveSummary.pdf>.

P. AGOSTONI, *Osservazioni in tema di passivity rule*, in *Le società*, 2000, pp. 288-292.

A. AGRAWAL, R. WALKLING, *Executive Career and Compensation Surrounding Takeover Bids*, in *Journal of Finance*, vol. 49, 1994.

W. T. ALLEN, *Modern Corporate Governance and the Erosion of the Business Judgment Rule in Delaware Corporate Law*, in *CLPE Research Paper Series*, vol. 4 n. 2, 2008, disponibile anche sul sito <http://www.ssrn.com>.

S. AMOROSINO, *Funzioni e poteri della Consob "nouvelle"*, in *Banca borsa tit. cred.* 2008, 02, pp. 137 e ss.

A. ANGELILLIS, C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche d'acquisto e sulla posizione espressa nel documento della Commissione Europea*, in *Riv. soc.*, 2007, pp. 1106 e ss.

F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008.

F. ANNUNZIATA, *Conduct of Business and collective investment schemes*, in *Capital Markets in the Age of Euro. Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, a cura di G. Ferrarini, K. Hopt, E. Wymeersch, Kluwert Law International, 2002.

F. ANNUNZIATA, *Verso una nuova proposta di direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche di acquisto*, in *Rivista delle società*, 1996, pp. 137-144.

F. ANNUNZIATA, *La tredicesima direttiva CE sull'OPA: nuova proposta*, in *Rivista delle società*, 1998, pp. 664 -681.

F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio di titoli*, in *Le società*, 1992, pp. 589 e ss.

E.R. ARANOW, H.A. EINHORN, *Tender Offers for Corporate Control*, 1973, pp. 64 e ss.

J. ARLEN, E. TALLEY, *Unregulated Defenses and the Perils of Shareholder Choice*, in *University of Pennsylvania Law review*, 2003.

J. ARMOUR, D.A. SKEEL, *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Development of US and UK Takeovers Regulation*, *Regulation*, vol. 30, no. 3, Fall 2007.

J. ARMOUR, D.A. SKEEL, *The Divergence of U.S. and UK Takeover Regulation*. Regulation, Vol. 30, No. 3, Fall 2007; U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 08-24. Disponibile anche sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1025986>.

ASSONIME, “*Le modifiche alla disciplina sull’opa: regola di passività, regola di neutralizzazione e reciprocità (decreto anti-crisi n. 185 del 29 novembre 2008)*”, Circolare n. 18 del 15 aprile 2009, disponibile sul sito <http://www.assonime.it>.

ASSONIME, Comunicazione del 28 agosto 2007 in risposta alla consultazione sullo Schema di Decreto Legislativo di Attuazione della Direttiva 2004/25/CE.

Audizione del Presidente della Consob del 14 ottobre 2008 presso la 6° Commissione Finanze e Tesoro del Senato della Repubblica “*La crisi finanziaria internazionale e i suoi riflessi sull’economia italiana*”.

Audizione del Vice Ministro dell’Economia e delle Finanze Pinza sull’attuazione della Direttiva 2004/25/CE in materia di offerta pubblica di acquisto presso la Sesta commissione permanente del Senato, in data 31 luglio 2007.

S. M. BAINBRIDGE, *Revisiting the One-Share/One-Vote Controversy: The Exchanges’ Uniform Voting Rights policy*, in *22 Securities Regulation. Law Journal*, 1994, pp. 175 e ss.

S. M. BAINBRIDGE, *Unocal at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, vol.31, 2005, pp. 771 e ss.

S.M. BAINBRIDGE, *Merger and Acquisitions*, Foundation Press, 2003, pp. 282 e ss.

S.M. BAINBRIDGE, *State Takeover and Tender Offer Regulations Post-Mite: The Maryland, Ohio and Pennsylvania Attempts*, 90 Dickinson Law Review, 731, Summer 1986.

S.M. BAINBRIDGE, *Director Primacy in corporate takeovers: Preliminary reflections*, in *Stanford law review*, 2002.

S.M. BAINBRIDGE, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, UCLA School of Law Research Paper No. 02-06, 2002, Disponibile sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=300860> or DOI: 10.2139/ssrn.300860.

T. BALLARINO, *Diritto internazionale privato*, Cedam, 1999.

G. BARALIS, *Significato attuale del principio di reciprocità – in particolare dell’art. 16 preleggi – nell’ordinamento giuridico italiano*, in *La condizione di reciprocità. La riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato. Aspetti di interesse notarile*, a cura di M. Ieva, Milano 2001.

G. BARALIS, *I diritti civili dello straniero tra il principio di reciprocità di cui all'art. 16 preleggi e la disciplina di cui alla legge 6 marzo 1998 n. 40*, in *La condizione di reciprocità. La riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato. Aspetti di interesse notarile*, a cura di M. Ieva, Milano 2001.

G. BARALIS, *Considerazioni conclusive sul futuro della reciprocità*, in *La condizione di reciprocità. La riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato. Aspetti di interesse notarile*, a cura di M. Ieva, Milano 2001.

S.M. BARTMAN, *The EC Directive on Takeover Bids: opting in as a Token of Good Corporate Governance*, in *European company Law in Accelerated Process* (a cura di S.M. Bartman), Hague, 2006, pp. 1 e ss.

H. BAUM, *The Takeover Law in the EU and Germany: Comparative Analysis of a Regulatory Model*, in *University of Tokyo Journal of law and Politics*, Vol. 3, Spring 2006, pp 60-72.

A. BEARLE, G.C. MEANS, *The modern Corporation And Private Property*, New York, MacMillan, 1932.

L.A. BEBCHUK, *The case for facilitating tender offers: A Reply and Extension*, 35 *Stanford Law Review*, 1982, pp. 23-50.

L.A. BEBCHUK, *The case against board veto in corporate takeovers*, 99 *University of Chicago law review*, 2002, pp. 751 e ss.

L.A. BEBCHUCK, *Toward undistorted choice and equal treatment in corporate takeovers*, in *Harvard law review*, 1985.

L.A. BEBCHUCK, *The pressure to tender: an analysis and proposed remedy*, in *The Delaware Journal of Corporate Law*, 1987.

L.A. BEBCHUCK, *Why Firm Adopt Antitakeover Arrangements*, in *University of Pennsylvania Law review*, 2003, pp. 713 e ss.

L.A. BEBCHUCK, A. FERREL, *A new approach to takeover law and regulatory competition*, in *Virginia law review*, 2001, pp. 101 e ss.

L.A. BEBCHUCK, A. FERREL, *Federalism and Corporate law: the race to protect managers from takeovers*, in *Columbia law review*, 1999.

L.A. BEBCHUCK, A. FERREL, *On Takeover Law and Regulatory Competition*, in *Business Lawyer*, Vol. 57, pp. 1047-1068, 2002; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 363, 2002. Disponibile anche sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=313828> or DOI: 10.2139/ssrn.313828.

L.A. BEBCHUK, J.W. EISENHOFER, S.M. GRANT, M. J. BARRY, P.B. DELEEUEW, *On the Validity of Poison Pill By-Laws*, 2006, disponibile anche sul sito: <http://ssrn.com/abstract=928674>.

- L.A. BEBCHUK, J.C. COATES IV, G. SUBRAMANIAN, *The Trouble with Staggered Boards: A Reply to Geogeson's John Wilcox*, in *Corporate Governance Advisor*, Vol. 11, No. 2, p. 1719 ss., 2003, disponibile anche sul sito <http://ssrn.com/abstract=384980> or DOI: 10.2139/ssrn.10.2139/ssrn.384980.
- L.A. BEBCHUK, A. COHEN, *The Costs of Entrenched Boards*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 78, 2005, pp. 409-433.
- L.A. BEBCHUK, J.C. COATES IV, G. SUBRAMANIAN, *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence and Policy*, NBER Working Paper No. W8974, 2002.
- D.A. BECHER, T.W. BATES, M.L. LEMMON, *Board Classification and Managerial Entrenchment: Evidence from the Market for Corporate Control*, 2007. HKUST Business School Research Paper No. 07-05. Disponibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=923408>.
- M. BECHT, *Reciprocity in Takeovers*, in *Reforming company and takeover law in Europe*, a cura di Ferrarini, Hopt, Winter, Wymeersch, Oxford, 2004, pp. 649 e ss.
- P. BEHERENS, *Centros and the proper law of companies*, in *Capital Markets in the Age of Euro. Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, a cura di G. Ferrarini, K. Hopt, E. Wymeersch, Kluwert Law International, 2002.
- P. BENAZZO, *I presupposti dell'opa preventiva*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1994, I, pp. 116 e ss.
- M. BENEDETTELLI, *Offerte pubbliche d'acquisto e concorrenza tra ordinamenti nel sistema comunitario*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2007, I, pp. 551 e ss.
- M. BENEDETTELLI, "Corporate governance", mercati finanziari e diritto internazionale privato, in *Rivista dir. int. priv. e proc.*, 1998, pp. 713 e ss.
- M. BENEDETTELLI, *Mercato comunitario delle regole e riforma del diritto societario italiano*, in *Rivista delle Società*, 2003, pp. 699 e ss.
- L. BENFRATELLO, *Determinanti ed effetti delle fusioni ed acquisizioni: un'analisi sulla base delle notifiche alle autorità antitrust*, in *L'Industria*, XXII (3), pp. 469-500, articolo reperibile anche sul sito <http://web.econ.unito.it/benfra/industria.pdf>.
- E. BERGLOF - M. BURKART, *European Takeover Regulation*, in *Economic Policy*, 2003, pp. 171-213.
- G. BERNSTEIN, *Development in tender offer for corporate control*, New York, 1977.
- E. BETTI, *Problematica del diritto internazionale*, Milano, 1956.
- S. BETTON, E. ECKBO, K.S. THORBURN, *Corporate Takeovers*, in *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Vol. 2, Chapter 15, pp. 291-430, B. E., Eckbo, ed.,

Elsevier/North-Holland Handbook of Finance Series, 2008; Tuck School of Business Working Paper No. 2008-47. Disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1131033>.

L.A. BIANCHI, *Le tecniche di difesa dalle scalate nella recente esperienza statunitense*, in *Riv. Soc.* 1987, pp. 506 e ss.

L.A. BIANCHI, *Acting in concert and compulsory takeover tender offer*, intervento al seminario *European Takeover Law: The State of the Art*, tenutosi presso l'Università Commerciale Luigi Bocconi il 15 dicembre 2008.

L.A. BIANCHI, *Commento all'art. 109*, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di P.G. Marchetti e L.A. Bianchi, I, 1999, p.429 ss.

G. BISCOTTINI, *Il principio di reciprocità nell'ordinamento italiano*, in *Dir. int.*, 1967, pp. 49 e ss.

B.S. BLACK, *Bidder overpayment in takeovers*, 41 *Stanford law. rev.*, 1988, pp. 597 e ss.

B.S. BLACK, R. KRAAKMAN, *Delaware Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value*, *Northwestern University Law Review*, vol. 95, 2002, pp. 521 e ss.

M.M. BLAIR, L. A. STOUT, *A Team Production Theory of Corporate Law*, in *Virginia Law Review*, Vol. 85, No. 2, 1999, pp. 248-328.

M.M. BLAIR, L. A. STOUT, *Specific Investment and Corporate Law*, 7 *European Business Organization Law Review*, 2006, pp. 473-500.

A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da P. Perlingieri, vol. 10, Napoli - Roma, 2005

F. BONELLI et AL., *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento: materiali e clausole contrattuali*, Milano 1990.

B. BORTOLOTTI, H. SONG SHIN, *Da Mary Poppins a Northern Rock. Spunti sulle corse agli sportelli moderne*, in *Mercato concorrenza regole*, I, 2009, pp.79 e ss.

S. BRAGANTINI, *L'OPA e la direttiva da buttare*, pubblicato sul sito <http://www.lavoce.info>.

C. BRESCIA MORRA, C. SALLES, *Trasferimento del controllo e opa obbligatoria*, in *Banca impresa società*, 2002, pp. 459 e ss.

V. BRUDNEY, W.W. BRATTON, *Corporate Finance. Cases and Materials*, Westbury, 1993, pp. 982 e ss.

R. BRUNETTA, A. PRETO, "La reciprocità dirigista del modello italiano", apparso sul quotidiano *Il Sole 24ore*, in data 1° marzo 2006.

- L. BRUNI, *Reciprocità. Dinamiche di cooperazione economia e società civile*, 2006.
- M. BURKART, *Economics of takeover regulation*, Stockholm institute of transition economics, staff paper n. 6, 1999, disponibile sul sito www.ecgi.org/takeovers/theoretical-papers.htm.
- M. BURKART, F. PANUNZI, *Mandatory Bids, Squeeze out, Sell Out and the Dynamics of the Tender Offer Process*, in *Reforming Company Law and Takeover Law in Europe*, a cura di G. Ferrarini, K. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch, 2004.
- G. CADORE, *The European Directive On Takeover Bids And Its Impact on the Italian Legislation*, in *The Metropolitan Corporate Counsel*, n. 9, 2006, p. 16.
- E. CALÒ, *Il principio di reciprocità*, Milano, 1994.
- C. CAMPIGLIO, *Il principio di reciprocità nel diritto dei trattati*, Padova, 1995.
- F. CANNELLA, *Commento all'art. 103*, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di P.G. Marchetti e L.A. Bianchi, I, 1999, pp. 226 e ss.
- L. CAPRIO, *Valore dell'impresa, modalità di trasferimento del controllo e offerte pubbliche d'acquisto: un'analisi economica*, in *Finanza, imprese e mercati*, 1992, pp. 39 e ss.
- S.M. CARBONE, *Lex mercatus e lex societatis tra i principi di diritto internazionale privato e disciplina dei mercati finanziari*, in *Rivista di dir. int. priv. e proc.*, 2007, pp. 27-61.
- F. CARBONETTI, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Rivista delle società*, 1998, pp. 1352 e ss.
- G. CARCANO, *Acquisto di azioni proprie come tecnica di difesa dalle scalate: la CEE rafforza il divieto*, in *Rivista delle Società*, 1992, pp. 1310 e ss.
- G. CARRIERO, *La crisi dei mercati finanziari: disorganici appunti di un giurista*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2009, II, pp. 197 e ss.
- F. CAVAZZUTTI, *E sull'opa Zapatero dà il buon esempio*, pubblicato in data 10 settembre 2007 sul sito <http://www.lavoce.info>.
- CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON LLP, *Modifiche alla Disciplina OPA – La Passivity Rule sarà nuovamente obbligatoria (con possibile opt-out)*, del 25 settembre 2009, disponibile sul sito internet <http://www.cgsh.com>.
- CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON LLP, *“Legge Opa - Il Governo rende opzionali la passivity rule e la breakthrough rule”* del 10 dicembre 2008 pubblicato sul sito <http://www.cgsh.com>.

- C. CLERC, *Implementation of the takeover directive in France*, intervento al seminario *European Takeover Law: The State of the Art*, tenutosi presso l'Università Commerciale Luigi Bocconi il 15 dicembre 2008.
- F. CHIAPPETTA, *Commento all'art. 104*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, 1998.
- F. CHIAPPETTA, R. D'AMBROSIO, *Opa e disciplina del procedimento*, in *Riv. Soc.*, 2001.
- F. CHIAPPETTA, R. RISTUCCIA, *Ma quando inizia il gioco dell'OPA?*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2000, pp. 21-31.
- S. J. CHOI, A.T. GUZMAN, *Choice and Federal Intervention in Corporate Law*, *Virginia Law Review*, Vol. 87, pp. 961-992, September 2001. Disponibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=280429>.
- J. CHUAH, *A new framework for takeover bids in the EU*, in *Finance and Credit Law*, 2002, pp. 1 e ss.
- B. CLARKE, *Takeover Regulation-through the regulatory looking glass*, in *German Law Journal*, pp. 381-412.
- CLAUSEN - SØRENSEN, *'The Regulation of Takeover Bids in Europe: the Impact of the Proposed 13th Company Law Directive on the Present Regulation in EU Member States'*, in 1 *ICCLJ*, 1999, pp. 169 e ss.
- J.C. COATES IV, *Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence*, in *Texas Law Review*, Vol. 79, No. 2, 2000.
- J.C. COATES IV, *Ownership, Takeovers and EU Law: How Contestable Should EU Corporations Be?*, in *Reforming Company Law and Takeover Law in Europe*, a cura di G. Ferrarini, K. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch, 2004.
- J.C. COATES IV, *Explaining Variation in Takeover Defenses: Failure in the Corporate Law Market*, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 297, 2000. Disponibile sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=237020> or DOI: 10.2139/ssrn.237020.
- J. C. COFFEE JR., *Regulating the Market for Corporate Control: analytical assessment of the tender offer's role in corporate governance*, 84 *Col. Law review*, 1984, pp. 1145 e ss.
- M.M. COHEN, *"Poison Pills" as Negotiating Tool: Seeking a Cease-Fire in the Corporate Takeover Wars*, in *Columbia Business law Review* 1987, pp. 459 e ss.
- G.COSCIA, *Condizione di reciprocità e diritto internazionale privato*, in *RDI priv. proc.*, 2001, pp. 561 e ss.
- Commission Staff Working Document, *Report on the implementation of Directive on Takeover Bid*, Brussels, 21.02.2007, SEC(2007) 268.
- G. COSTA, P.A. MORI, *Introduzione alla teoria dei giochi*, Bologna, 1994.

- R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2008.
- E. CUDIA, *Riflessi del principio di reciprocità nell'attività dello stato civile e del notaio*, in *Riv. not.*, 1995, pp. 160 e ss.
- G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, 2007, pp. 369 e ss.
- P. DAVIES, *United Kingdom*, intervento al seminario *European Takeover Law: The State of the Art*, tenutosi presso l'Università Commerciale Luigi Bocconi il 15 dicembre 2008.
- P. DAVIES, K. HOPT, *Control Transactions*, in *The Anatomy of Corporate Law. A comparative and Functional Approach*, a cura di R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, and E. Rock, Oxford University Press, 2004, pp. 1-19.
- R. DAINES, M. KLAUSNER, *Agents Protecting Agents: An Empirical Study of Takeover Defenses in Spinoffs*, *Stanford Law and Economics Olin Working Paper*, no. 299, 2005.
- J.P. DANTHINE, A. KURMANN, *The business cycle implications of reciprocity in labour relations*, Discussion paper series / Centre for Economic Policy Research; 6587, Londra, 2007.
- A. DE BLASIO, *La legge italiana sulle opa e le normative europee e usa*, Milano, 1994.
- A. DE CANTELLIS, P. GIUDICI, P. TERRILE, *Rassegna delle comunicazioni Consob in materia di offerte pubbliche di acquisto*, in *Rivista delle società*, 2001, pp. 521 e ss.
- E. DESANA, *Opa e tecniche di difesa*, Milano, 2003.
- E. DESANA, *Opa e decorrenza della passivity rule: note a margine di una recente vicenda*, in *Giur. It.*, 2000, pp. 1760 e ss.
- E. DESANA, *Art. 104, Autorizzazione dell'assemblea*, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, a cura di G. Cottino, 1999.
- A. DE MARCO, *Opa: la passivity rule ed il momento iniziale del procedimento di offerta nella contrastante interpretazione della dottrina e della giurisprudenza*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2000, pp. 113 - 141.
- G. DI MARCO, *Un nuovo tentativo per una disciplina comunitaria delle opa*, in *Le Società*, 2002, pp. 1435 e ss.
- G. DI MARCO, *OPA comunitaria e processo di integrazione dei mercati: un'occasione mancata*, in *Le società*, 2001, pp. 1127-1138.
- C. DORDI, *La discriminazione commerciale nel diritto internazionale*, Milano, 2002.

F.H. EASTERBROOK, D.R. FISHEL, *The proper role of a target management in responding to a tender offer*, in 94 *Harvard law review*, 1981, pp.1161 e ss.

F.H. EASTERBROOK, D.R. FISHEL, *Corporate Control transactions*, 91 *Yale law journal*, 1982, 698.

F.H. EASTBROOK, D.R. FISHEL, *Takeover bids, defensive tactics and shareholder welfare*, *Bus. Law.*, 1981.

V. EDWARDS, *The Directive On Takeover Bids - Not Worth the Paper It's Written On?* in *ECFR*, 2004, pp.416 e ss.

J. ELOFSON, *Lie Back and Think of Europe: American Reflections on the EU Takeover Directive*, in 22 *Wisconsin International Law Journal*, 2004, pp. 523 e ss.

L. ENRIQUES, *In tema di difese contro le opa ostili: verso assetti proprietari più contendibili o più piramidali*, in *Giur. comm.*, 2002, I, pp. 108 e ss.

L. ENRIQUES, *Quale disciplina per le acquisizioni ostili? Alcuni modelli teorici e la soluzione italiana*, in *Mercato concorrenza e regole*, 1999, pp.177 e ss.

L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'opa obbligatoria*, Milano, 2002.

L. ENRIQUES, *Trasferimenti del controllo dissipativi e tutela delle minoranze: l'utilità dell'opa obbligatoria nel contesto italiano*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, 2002.

L. ENRIQUES, *The mandatory bid rule in the proposed Ec takeover directive: harmonization as a rent seeking*, in *Reforming company and takeover law in Europe*, a cura di ferrarini-Hopt-Winter-Wymeeresch, Oxford, 2004.

L. ENRIQUES, *A dieci anni dal Testo Unico della Finanza: il ruolo delle autorità di vigilanza*, intervento preparato per il convegno "Dieci anni di Testo unico della Finanza: bilanci e prospettive", Università di Roma Tor Vergata, 9 ottobre 2008 e pubblicato sul sito <http://www.consob.it>.

L. ENRIQUES, M. GATTI, *Is There a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan?*, reperibile sul sito http://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=982282.

A. FALK, U. FISCHBACHER, *A Theory of Reciprocity*, Institute for Empirical Research in Economics Working Paper No. 6; CESifo Working Paper Series No.457. (April 2001). Disponibile sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=203115>.

E. FEHR, S. GÄCHTER, *Fairness and Retaliation: The Economics of Reciprocity*, *Journal of Economic Perspectives*, 14, 2000, pp. 159-181.

- E. FERRÀN, *The Role of the Shareholder*, in *Reforming Company Law and Takeover Law in Europe*, a cura di G. Ferrarini, K. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch, 2004.
- G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Rivista delle Società*, 2000, pp. 737 e ss.
- G. FERRARINI, *A chi la difesa della società bersaglio?*, in *Mercato Concorrenza e regole*, 2000, pp. 140 e ss.
- G. FERRARINI, *One Share One Vote: A European Rule?* in *ECGI*, 2006, Law Working Paper 058/2006.
- G. FERRARINI, *Share Ownership, Takeover Law and the Contestability of Corporate Control*, Ce.Di.F., working paper, 2000.
- A. FERREL, *Why Continental European Takeover Law Matters*, in *Reforming Company Law and Takeover Law in Europe*, a cura di G. Ferrarini, K. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch, 2004.
- C. FOCARELLI, *La reciprocità nel trattamento degli stranieri in Italia come forma di ritorsione o rappresaglia*, in *Riv. dir. int.*, 1989, pp. 832 e ss.
- V. FON, F. PARISI, *The Limits of Reciprocity for Social Cooperation*, George Mason Law & Economics Research Paper No. 03-08, 2003, disponibile sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=384589> or DOI: 10.2139/ssrn.384589.
- V. FON, F. PARISI, *Reciprocity-Induced Cooperation*, in *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 2003, 159, pp. 1-17.
- C. FREUND, *Reciprocity in free trade agreements*, Policy research working paper, World Bank, Washington, 2003.
- T. FRIEDMAN, *The Lexus and the Olive Tree*, New York, 1999.
- M. FRIGO, *La reciprocità nell'evoluzione del diritto del commercio internazionale*, in *Comunicazioni e Studi*, vol. XIX-XX, Milano, 1992, pp. 407 e ss.
- M. GATTI, *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto*, in *Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 2005, pp. 416-433.
- M. GATTI, *La società target in pendenza di offerta pubblica di acquisto*, in *giur. comm.*, 2000, pp. 599 e ss.
- M. GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, 2004.
- M. GATTI, *Optionality Arrangements and Reciprocity in the European Takeover Directive*, reperibile sul sito <http://www.ssrn.com>.

- M.GATTI, *Una proposta discussa in materia di OPA : la risoluzione legislativa del Parlamento europeo sulla tredicesima direttiva*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2001, pp. 141 e ss.
- F. GHEZZI, *Intrecci azionari e concorrenza. Il Caso Generali/INA*, in *Mercato, concorrenza e regole*, n. 2/2000, pp. 245 e ss.
- A. GIARDINA, *Art. 16. Dell'applicazione della legge in generale. Art. 16-21*, in *Commentario al codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1978, pp 1 e ss.
- R. GILSON, *Lipton and Rowe's Apologia for Delaware: A Short Reply*, Working Paper reperibile sul sito http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=299412.
- R. GILSON, *Seeking competitive bids versus pure passivity*, 35 *Stanford law review*, 1982, pp. 24 e ss.
- R. GILSON, *Unocal Fifteen Years Later (And What We Can Do About It)*, in *Columbia Law and Economics Working Paper No. 177*; and *Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 201*, 2000, disponibile anche sul sito <http://ssrn.com/abstract=235417> or DOI: 10.2139/ssrn.10.2139/ssrn.235417.
- R. GILSON, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, *Stanford Law Review*, Vol. 33, 1981.
- R. GILSON – B. BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1995, pp. 898 e ss.
- R. GILSON, R. KRAAKMAN, *Takeovers in the Boardroom: Burke versus Schumpeter*, Working Paper. Reperibile sul sito http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=732783.
- R. GILSON, R. KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, 70 *Virginia law rev.*, 1984, pp. 549 e ss.
- R. GILSON, R. KRAAKMAN, *Delaware's intermediate standard for defensive tactics: is there substance to proportionality review?* 44 *Bus. Law.*, 1988, pp. 254 e ss.
- R. GILSON, J. GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 *U. Pa. L. Rev.*, 2003, pp. 785 e ss.
- M. GOERGEN, L. RENNEBOOG, *Shareholder Wealth Effect of European Domestic and Cross Border Takeover Bids*, ECGI, Finance Working Paper no. 8, 2003.
- J. GORDON, *Merger and acquisitions: "just say never?" poison pills, deadhands pills, and shareholder adopted bylaws: an essay for Warren Buffett*, *Cardozo law review*, 1997, pp. 511 e ss.
- J. GORDON, *An American Perspective on the New German Anti-takeover Law*, reperibile sul sito http://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=336420.
- J. GRANT, *European Takeovers. The Art of Acquisition*, Euromoney Books, 2005.

- S. GROSSMAN, O. HART, *One Share, One Vote and the Market for Corporate Control*, in *Journal of Financial Economics*, 1987.
- S. GROSSMAN, O. HART, *Takeover bid, the free-rider problem and the theory of the corporation*, 11 *Bell journal of economics*, 1980, pp. 42 e ss.
- A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista ed interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli Usa*, Milano, 2007.
- A. GUACCERO, E.J.PAN, M. CHESTER, *Investimenti stranieri e fondi sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata USA-Europa*, in *Riv. soc.*, 2008, 06, pp. 1359 e ss.
- R.A.HERON, E. LIE, *On the Use of Poison Pills and Defensive Payouts by Takeover Targets*, in *Journal of Business*, disponibile anche sul sito: <http://ssrn.com/abstract=647637>.
- G. HERTIG, M.A. MCCAHERY, *Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition?*; in *Ecgi Law Working paper n. 12*, 2003.
- G. HERTIG, M.A. MCCAHERY, *An Agenda for Reform, Company and Takeover Law In Europe*, in *Reforming Company Law and Takeover Law in Europe*, a cura di G. Ferrarini, K. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch, 2004.
- A. HICKS, S.H. GOO, *Cases and materials on company law*, Oxford, 2008.
- H. HIRTE, *The Takeover Directive - A Mini-Directive on The Structure of the Corporations, It is a Trojan Horse?* in *ECFR*, 2005, pp. 1 e ss.
- HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Takeover Bids*, 2002.
- K. J. HOPT, *The duties of the directors of the target company in hostile takeovers – German and European perspectives*, in *Capital Markets in the Age of Euro. Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, a cura di G. Ferrarini, K. Hopt, E. Wymeersch, Kluvert Law International, 2002.
- M.C. JENSEN, *The Takeover Controversy: Analysis and Evidence*, *Midland Corporate Finance Journal*, Vol. 4, No. 2, Summer 1986.
- M.C. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and agency Structure*, *Journal of Financial Economics*, 1976.
- M. KAHAN, E. B. ROCK,, *How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law*. *University of Chicago Law Review*, disponibile anche sul sito: <http://ssrn.com/abstract=310019> or DOI: 10.2139/ssrn.10.2139/ssrn.310019.

- N. KANG, S. JOHANSSON, *Cross Border Merger and Acquisitions: Their Role in Industrial Globalization*, OECD, Working Paper 2000.
- G. KEMPERINK, J. STUYCK, *The thirteenth company law Directive and competing bids*, in *Common market Law Review*, 2008, pp. 93-130.
- C. KIRCHNER - R.W. PAINTER, *Takeover Defenses Under Delaware Law: The Proposed Thirteenth EU Takeover Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform*, in 50 *Am. J. Comp. L.* 2002, pp. 451 e ss.
- C. KIRCHNER, R.W. PAINTER, *Towards a European Modified Business Judgment Rule for Takeover Law*, in *European Business Organizations Law Review*. Disponibile anche sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=247214> or DOI: 10.2139/ssrn.247214.
- J. KNUDSEN, *Is the Single European Market an Illusion? Obstacles to Reform of EU Takeover Regulation*, in *European Law Journal*, 11/4, 2005, pp.507 e ss.
- S.C. KOLM, *Reciprocity: an economics of social relations*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008.
- R. KRAAKMAN, *Taking discount seriously: the implications of "discounted" share prices as an acquisition motive*, 88 *Columbia law review*, 1998, pp. 891 e ss.
- P. KRUGMAN, M. OBSTFELD, *International Economics, Theory and Policy*, Londra, 2007
- M. LAMANDINI, *Legiferare "per illusione ottica"? OPA e reciprocità "italiana"*, in *Giur. comm.*, 2008, I, pp. 240- 243.
- M. LAMANDINI, *Commento all'art. 103*, in *Testo Unico della Finanza*, a cura di G.F. Campobasso, 2000, II, pp. 880 e ss.
- P. LAMBRECHT, *The 13th Directive on takeover bids – formation and principles*, in *Capital Markets in the Age of Euro. Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, a cura di G. Ferrarini, K. Hopt, E. Wymeersch, Kluwert Law International, 2002.
- R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, R. VISHNY, *Legal Determinants of External Finance*, in *Journal of Finance*, July, 1997.
- P. LARSEN, *Victory Formally declared in ABN Tussle*, in *Financial Times*, Oct 9, 2007.
- G. LAZZARO, *Reciprocità e consuetudine*, in *La teoria generale del diritto. Problemi e tendenze attuali. Studi dedicati a N. Bobbio*, a cura di Scarpelli, Milano 1983.
- G. LEMME, *Opa ostili su società quotate*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2001, pp. 95 e ss.
- R. LENER, A. TUCCI, *La nuova disciplina delle opa e i poteri della Consob*, in *Le Società*, 2004, pp. 550 ss.

- R. LENER, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio*, in *Riv. Dir. civ.*, 1999, pp. 255 e ss.
- M. LIPTON, *Takeover Bids in the Target Boardroom*, in *Business lawyer*, 1979, Vol 35., pp. 101 e ss.
- M. LIPTON, E.H. STEINBERG, *Takeover and Freezouts*, New York, 1978.
- M. LIPTON, P. K. ROWE, *Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson*, in *NYU Ctr for Law and Business Research Paper No. 01-006*, 2001. Disponibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=268520> or DOI: 10.2139/ssrn.10.2139/ssrn.268520.
- M. LISANTI, *Quale tutela per gli azionisti di minoranza?*, in *Mercato concorrenza e regole*, 2000, pp. 152 e ss.
- L. LOWENSTAIN, *Pruning Deadwood in Hostile Takeovers*, 83 *Columbia Law Review*, 249, 311, 1983.
- M.J. LOWENSTEIN, *Towards an Auction Market For Corporate Control and The Demise of The Business Judgement Rule*, 63 *S. Cal. L. Rev.* 65, 1989, pp. 66 e ss.
- J. R. MACEY, *Displacing Delaware: Can the Feds Do a Better Job Than the States in Regulating Takeovers?*, 57 *The Business Lawyer* 1025, 2002.
- J. R. MACEY, J. F. NETTER, *Regulation 13D and the Regulatory Process*, 65 *Washington University Law Quarterly*, 1987, 131
- J. MADRICK, *Takeover*, New York, 1987.
- R. MAGLIANO, *I nodi irrisolti della tredicesima direttiva*, in *Dir. comm. internaz.*, 2005, 02, pp. 283 e ss.
- C. MALBERTI, *The Italian Regulation of Tender Offers at 15: One Step Forward, but how Many Steps Back?*, 2009, disponibile sul sito <http://www.ssrn.it>.
- H. MANNE, *Mergers and the market for corporate control*, in *Journal of Political Economy*, vol. 73, 1965, pp. 110-120.
- A. MANZINI, *Le tattiche difensive e la passivity rule*, in *Le offerte pubbliche di acquisto. La nuova disciplina delle OPA nel Testo Unico della Finanza*, Il Sole 24 Ore, Roma, 2000, pp. 47 e ss.
- P.G. MARCHETTI, *Sì alla difesa contro l'OPA, no alle "aste"*, in *Il Sole 24 Ore* del 30 maggio 1995, p. 28.
- P.G. MARCHETTI, *Dalla Riforma Draghi alla riforma delle società non quotate. Relazione Generale*, in *Società*, 1999, pp. 781 e ss.

P.G. MARCHETTI, *Opa obbligatoria e circolazione del controllo all'interno del gruppo*, in *Rivista delle società*, 1992, pag. 1258 e ss.

P.G. MARCHETTI, *L'offerta pubblica d'acquisto in Italia*, in *Rivista delle società*, 1971, pp. 1155 e ss.

P.G. MARCHETTI, *Le offerte pubbliche d'acquisto: le norme della City di Londra sulle offerte pubbliche di acquisto e sulle concentrazioni* ("The City Code on Takeovers and Mergers") (Introduzione e traduzione), in *Rivista delle società*, 1971, pp. 753 e ss.

A. MARESCA, *Reciprocità*, in *Dizionario giuridico diplomatico*, Milano, 1991, pp. 484 e ss.

F. MARGONARI, *L'acquisto immobiliare della persona fisica straniera e la pubblicazione tavolare dei regimi patrimoniali coniugali stranieri*, in *Riv. Notariato*, 2001, 3, pp. 593 e ss.

R. MARRIS, *The economic theory of managerial capitalism*, Londra, 1964.

M. MARTYNOVA, L. RENNEBOOG, *Merger and Acquisitions in Europe*, ECGI, Finance Working Paper no. 114, 2006.

M. MARTYNOVA, L. RENNEBOOG, *A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand? (previous title: The History of M&A Activity Around the World: A Survey of Literature)*, in *Journal of Banking and Finance*, 2008; ECGI - Finance Working Paper No. 97/2005. Disponibile anche sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=820984>.

S. MAUL, A. KOULORIDAS, *The takeover bids Directive*, in *German Law Journal*, 2004, pp. 355-366.

S. MAUL, D. MUFFAT-JEANDET, J. SIMON (a cura di), *Takeover Bids in Europe*, Freiburg, 2008.

J. MCCAHERY, L. RENNEBOOG, P. RITTER, S. HALLER, *The economics of the Proposed European Takeover Directive*, in *Reforming Company Law and Takeover Law in Europe*, a cura di G. Ferrarini, K. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch, 2004.

A. MECATTI, *Il caso Ina - Generali: il problema della passivity rule*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2000, pp. 246 e ss.

W.H. MECKLING, M. C. JENSEN, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in Michael C. Jensen, *A Theory of the Firm: Governance, residual Claims and organizational Forms*, Harvard University Press, December 2000; *Journal of Financial Economics* (JFE), Vol. 3, No. 4, 1976. Disponibile sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=94043> or DOI: 10.2139/ssrn.94043.

P. MENGOZZI, *Il diritto internazionale privato italiano*, Editoriale Scientifica, 2004.

P. MENGOZZI, *Il notaio e la condizione di reciprocità*, in *Atti del Convegno sul principio di reciprocità - LERICI 28 maggio 1994*, in *Riv. Notariato*, 1994, pp. 1213 e ss.

- M. MENJUCQ, *The European Regime on Takeovers*, in *ECFR*, 2006, pp. 222 e ss.
- G. MEO, *Gli incroci azionari e la riforma dell'opa*, in *Rivista delle società*, 1998, pp. 530 e ss.
- A. MIGNOLI, *Riflessioni Critiche sull'Esperienza Italiana dell'Opa: Idee, Problemi, Proposte*, *Riv. Soc.* 1, 10, pp. 1986 e ss.
- M.MIELE, *Reciprocità (diritto interno)*, in *Novissimo Digesto*, XIV, pp. 1062 e ss.
- M.MIELE, *Reciprocità (diritto internazionale)*, in *Novissimo Digesto*, XIV, pp. 1059 e ss.
- G. MINERVINI, *Opa. Quorum e maggioranze per approvare le "azioni di contrasto"*, in *Studi in memoria di P. De Vecchis*, Roma, 1999, pp. 671 e ss.
- G. MINERVINI, *Tre pareri in tema di Opa*, in *Contratto e impresa*, 1995, pp. 545 e ss.
- F. MODIGLIANI, E. PEROTTI, *Protection of Minority Interest and Development of Security Markets*, Mimeo, MIT, 1996.
- G. MOLFESE, *Godimento del diritto al risarcimento del danno da parte del cittadino straniero e suo esercizio in Italia*, in *Nuovo dir.*, 1994, pp. 1159 e ss.
- P. MONTALENTI, *La società quotata*, Padova, 2007.
- P. MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 1999, pp. 159 e ss.
- P. MONTALENTI, *La legge italiana sulle offerte pubbliche: prime riflessioni*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1992, I, pp. 831 e ss.
- P. MONTALENTI, *Le offerte pubbliche di acquisto. Le fattispecie obbligatorie*, Milano, 1995.
- C. MOSCA, *Riorganizzazione della struttura proprietaria e opa obbligatoria*, in *Riv. soc.*, 2009, pp. 18 e ss.
- C. MOSCA, *Commento all'art. 104*, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di P.G. Marchetti e L.A. Bianchi, I, 1999, pp. 226 e ss.
- F. MUCCIARELLI, *Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto. Le difese successive contro offerte pubbliche di acquisto di azioni quotate*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, n. 265, 2004.
- F. MUCCIARELLI, *Problemi aperti in tema di offerte pubbliche di acquisto transfrontaliere*, 2009, reperibile su Internet all'indirizzo www.associazionepreite.it/scritti/mucciarelli002.php.
- F. MUCCIARELLI, *L'attuazione della direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, I, pp. 448 e ss.

- F. MUCCIARELLI, *Il principio di reciprocità nella direttiva comunitaria sull'opa*, in *Giur. comm.*, I, 830 ss.
- F. MUCCIARELLI, *Combinazioni aziendali e passivity rule*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2000, pp. 223 e ss.
- F. MUCCIARELLI, *Ma non è una rivoluzione*, disponibile sul sito <http://www.lavoce.it>.
- F. MUCCIARELLI, *White Knights and Black Knights. Does the search for competing bids always benefits the shareholders of "target" companies?*, in *ECFR*, 2006, pp. 408 e ss.
- P.O. MULLBERT, *Make It Or Brake It, The Break-Through Rule As A Break-Through For The European Takeover Directive?*, in *ECGI Law Working Paper* n.13, 2003, disponibile anche sul sito <http://ssrn.com>.
- P. MULLBERT, *The implementation of the XIII Directive. Germany*, intervento al seminario *European Takeover Law: The State of the Art*, tenutosi presso l'Università Commerciale Luigi Bocconi il 15 dicembre 2008.
- A. NIGRO, *Crisi finanziaria, banche, derivati*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2009, I, pp. 13 e ss.
- A. NILSEN, *The EU takeover Directive and the Competiveness of European Industry*, in *The Oxford Council on Good Governance Economy Analysis*, 2004, disponibile sul sito <http://www.oxfordgovernance.org>.
- M. ONADO, *La crisi finanziaria internazionale: le lezioni per i regolatori*, in *Banca Impresa Società*, 2009, I, pp. 5 e ss.
- G. OPROMOLLA, *La nuova normativa italiana sulle OPA e le misure difensive contro le OPA ostili. Cosa cambia?* in *Le Società*, 2007, pp. 1441 ss.
- M. PAGANO, F. PANUNZI, L. ZINGALES, *Osservazioni sulla disciplina dell'OPA, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in *Rivista delle società*, I, 1998, pp. 152 e ss.
- R.W. PAINTER, C. KIRCKNER, *Takeover Defenses under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform*, reperibile sul sito http://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=311740.
- T. PAPADOPOULOS, *The mandatory provisions of the EU Takeover Bid Directive and their deficiencies*, in *Law and Financial Market Review*, n. 11, 2007, disponibile anche sul sito <http://ssrn.com>.
- R. PARDOLESI, A. PORTOLANO, *All'ombra delle piramidi. Appunti su opa, governo societario e concorrenza tra ordinamenti*, in *Mercato concorrenza regole*, 2001, pp. 67 e ss.

F. PARISI, *The Cost of the Game: A Taxonomy of Social Interactions*, in *European Journal of Law and Economics*, 2000, 9, pp. 99-114.

F. PARISI, N. GHEI, *The Role of Reciprocity in International Law*, in *Cornell International Law Journal*, Vol. 36, No. 1, pp. 93-123, Spring 2003; George Mason Law & Economics Research Paper No. 02-08. Disponibile anche su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=307141> or DOI: 10.2139/ssrn.307141.

G. PARKER, *Mittal Bid Shows Need For a Strong EU Role*, *Financial Times*, Feb 5, 2006.

E. PEDERZINI, *Profili contrattuali delle offerte pubbliche d'acquisto*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, n. 261, 2004.

S. PESCATORE, *Offerta pubblica di azioni e obbligazioni*, in *Novissimo digesto italiano*, Appendice, volume V, Torino, 1984, pag. 377 e ss.

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

L. PICONE, *Applicabilità della "passivity rule" alle operazioni in corso*, in *Le Società*, 2000, pp. 353 e ss.

L. PICONE, *Decorrenza dei termini ai fini dell'applicabilità della passivity rule*, in *Le Società*, 2000, pp. 91 e ss.

A. POMELLI, *Le azioni speciali "Il Sole 24 ore" e i limiti ai possessi azionari nelle società quotate*, in *Giur. comm.* 2008, 05, 947.

G.B. PORTALE, U. TOMBARI, *OPA transnazionale e decentramento delle strutture di governance*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2002, II, pp. 295 ss.

A. PORTOLANO, *Un'analisi economica della passivity rule nel Testo unico della finanza*, in *Mercato concorrenza regole*, 2000, pp. 59 e ss.

G. PRESTI, M. RESCIGNO, *La decorrenza della passivity rule tra delegificazione e sindacato giurisdizionale*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2000, pp. 132 e ss.

B. QUATRARO, L. PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, *Dottrina Casi e Materiali*, Milano, 2000.

B. QUATRARO, L. PICONE, *Manuale teorico pratico delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, *Dottrina Casi e Materiali*, Milano, 2004.

C. RABITTI BEDOGNI, S. AMOROSINO, *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano 2004.

F. REGALDO, *Le tecniche difensive nelle opa ostili: riflessioni comparatistiche*, Torino, 2004.

- D. REGOLI, *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Torino, 1996.
- D. REGOLI, *Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo dei soci in pendenza di opa*, in *Riv. Soc.*, 2000, 793.
- Resoconto sommario n. 102 del 29/07/2009 della VI Commissione permanente del Senato della Repubblica, reperibile sul sito <http://www.senato.it>.
- C. RHODES, *Reciprocity, U.S. Trade Policy and the GATT Regime*, Cornell University Press, 1993.
- J. RICKFORD, *The Emerging European Takeover Law from a British Perspective*, 15 *EBLR*, 2004, pp. 1379 ss.
- V. RIZZO, *Alcune brevi considerazioni sulla condizione di reciprocità*, in *Riv. Notariato*, 1997, pp. 812 e ss.
- G. ROMAGNOLI, *Ammissibilità e conseguenze della prima comunicazione dell'intenzione di procedere al lancio dell'OPA. Considerazioni sparse a margine dell'offerta pubblica di acquisto delle Assicurazioni Generali sulle azioni Ina*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, II.
- R. ROMANO, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, 9 *Yale Journal on Regulation*, 1992, pp. 119 e ss.
- S. ROSSI, P. VOLPIN, *Cross Country Determinants of Merger and Acquisitions*, ECGI Working Paper no. 25, 2003.
- L. RUSSI- M. DELL'ANTONA, *Offerte pubbliche d'acquisto: l'attuazione della direttiva 2004/25/CE da parte del legislatore delegato*, 2008, disponibile sul sito <http://www.dircomm.it>.
- S. RUSSO, *La nuova direttiva n. 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche d'acquisto*, 2004 disponibile sul sito <http://www.altalex.it>.
- C.A. RUSSO, *La crisi della Northern Rock: un recente esempio di "regulatory failure"*, in *Banca Impresa Società*, 2009, II, pp. 241 e ss.
- M.A. SARGENT, *On the Validity of State Takeover Regulation: State Responses to MITE and Kidwell*, 42 *Ohio Law Journal*, 689, 692, (1981).
- C. SALOMAO FILHO, M. STELLA RICHTER, *Note in tema di offerte pubbliche di acquisto, ruolo degli amministratori ed interesse sociale*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1993, I, pag. 113 e ss.
- A. SCHIANCHI, A. MANTOVI, *A Theory of Hostile Takeovers*, 2006, Disponibile anche sul sito: <http://ssrn.com/abstract=901956>.
- A. SCHLEIFER - L.H. SUMMERS, *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, in *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago, 1988.

- A. K. SCHNYDER, *Takeovers and conflict of law*, in *Capital Markets in the Age of Euro. Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, a cura di G. Ferrarini, K. Hopt, E. Wymeersch, Kluwert Law International, 2002.
- 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, disponibile sul sito <http://www.innovazionediritto.unina.it>.
- L. SCIPIONE, *La nuova disciplina dell'o.p.a. Europea: un'ipotesi di regolamentazione minimale*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2005, pp. 22-42.
- F. SEATZU, *Le o.p.a. nel diritto internazionale privato italiano*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2000, 05, 730.
- D. L. SEGRE, *Open-Market and Privately Negotiated Purchase Programs and the Market for Corporate Control*, 42 Bus. Law. 715, 727, 1987.
- J. SELIGMAN, *The Transformation of Wall Street*, III ed., New York, 2003.
- SHEARMAN&STEARLING LLP “*Società italiane quotate meno contendibili?*” del 19 dicembre 2008 pubblicato sul sito <http://www.shearman.com>.
- G. SICILIANO, *La regolamentazione dei trasferimenti di controllo e delle acquisizioni delle società quotate*, in *Studi in materiali Opa, Quaderni di finanza Consob*, n. 24, 1998.
- M.M SIEMS, *The rules of Conflict of Laws in the European Takeover Directive*, in *ECFR*, 2004, pp. 458-476.
- J. SIMON, *OPA, Divine Surprise au Faux Semblant?*, EUREDIA, 2003/3, pp. 329 e ss.
- B. SJÄFJELL, *The Golden Mean Or a Dead End? The Takeover Directive in a Shareholder Vs Stakeholder Perspective*, in *European Company Law in Accelerated Progress*, Steef M. Bartman, ed., Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2006. Disponibile anche sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=866184>.
- B. SJÄFJELL, *Political Path Dependency in Practice: The Takeover Directive*, in *Yearbook of European Law*, Vol. 27, pp. 387-404, 2008. Disponibile anche sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=959999>.
- R. SKOG, *The European's proposed takeover directive, the breakthrough rule and the Swedish system of dual class of common stock*, in *riv. soc.*, 2003, 1140 e ss.
- L. SPAVENTA, *La disciplina dell'OPA in Italia: i risultati di un test*, in *Mercato concorrenza e regole*, 1999, pp. 245 -254.

- C. STEINHAEUER, *La nuova legge tedesca sulle offerte pubbliche d'acquisto*, in *giur. comm.*, 2002, 04, pp. 391 e ss.
- J. STIGLITZ, *Globalization and Its Discountents*, 2002.
- J. STIGLITZ, *Ownership, Control and efficient Market: Some Paradoxes in the Theory of Capital Markets*, Economic Regulation, 1982.
- L. A. STOUT, *Are takeovers really premiums? Market price, fair value and corporate law*, in 99 *Yale journal*, 1990, pp. 1235 e ss.
- L. A. STOUT, *Share Price as Poor Criterion For Good Corporate Law*, 3 *Berkeley Business Law Journal*, 2005, pp. 43-58.
- L. A. STOUT, *Takeovers in the Ivory Tower: How Academics are Learning Martin Lipton May be Right*, 60 *The Business Lawyer*, 2005, pp. 1430-54.
- L. A. STOUT, *The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance*, 28 *Journal of Corporation Law*, 2003, pp. 635-69.
- L. A. STOUT, *Bad and Not-So-Bad Arguments For Shareholder Primacy*. *Southern California Law Review*, Vol. 75, 2002, pp. 1189 e ss.
- G. SUBRAMANIAN, *The Influence of Anti-Takeover Statutes on Incorporation Choice: Evidence on the "Race" Debate and Anti-Takeover Over-Reaching*, 150 *U. Pa. L. Rev.*, 2002, pp. 1795 e ss.
- R.D. THOMPSON, D. GORDON SMITH, *Towards a New Theory of the Shareholder Role: "Sacred Space" in Corporate Takeovers*, Vanderbilt University Law School Law&Economics, Research Paper n.01-11.
- M. TIDONA, *La passivity rule nelle OPA*, in *Giornale di diritto bancario e finanziario, Rivista giuridica elettronica, Magistra.it*, Milano, 2001.
- U. TOMBARI, G. NARDONE, *Passivity rule: un ritorno al passato repentino?*, (7 ottobre 2009), reperibile sul sito internet <http://www.nelmerito.com>.
- M. TOLA, *La direttiva europea in materia di opa: prime riflessioni*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2005, I, pp. 490 ss.
- M. TOLA, *Opa e tutela delle minoranze*, Napoli, 2008.
- T.TREVES, *Diritto Internazionale*, Napoli, 1999.
- M. TRIAS, *Regulation of Tender Offers in Spain*, intervento al seminario *European Takeover Law: The State of the Art*, tenutosi presso l'Università Commerciale Luigi Bocconi il 15 dicembre 2008.

A.TUCCI, *Condizioni dell'OPA obbligatoria e acquisizione del controllo mediante i patti di sindacato*, in *Le Società*, 1999, pp. 316-325.

A.TUCCI, *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto. Rimedi e tutele*, in *Quaderni di Banca, Borsa e titoli di credito*, n. 29, 2008.

G.M. UBERTAZZI, *L'offerta al pubblico nel diritto internazionale privato*, in *Giur. comm.*, 1975, II, p. 346-364.

UN, *World Investment Report 2000, Cross Border Merger and Acquisitions and Development*, UN, New York, 2000.

M.E. VAN DER WEIDE, *Against Fiduciary Duties to Corporate Stakeholders*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 21, No. 1, 1997. Disponibile sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=182934>.

D. VATTERMOLI, *Chapter 11 e tutela dei creditori (note a margine del caso Lehman Brothers)*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2009, I, pp. 67 e ss.

F. VELLA, *Sub Art. 104*, in *Testo Unico della Finanza*, Commentario diretto da Campobasso, Torino, 2002.

F. VELLA, *La nuova passivity rule nella disciplina italiana sulle offerte pubbliche d'acquisto: alla ricerca di un difficile equilibrio*, in *Banca impresa e società*, 2000, XIX, n.2.

M. VENTORUZZO, *Un nuovo giro di giostra per la passivity rule*, (6 ottobre 2009), pubblicato sul sito Internet <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1001316.html>.

M. VENTORUZZO, *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends*, in 41 *Texas Int'l Law Journal*, 2006, pp. 171- 221, pubblicato anche in *Corporate Practice Commentator*, vol. 48 No. 4, 2007, a cura di R. B. Thompson, e in F. A. Gevurtz, *Global Issues in Corporate Law*, West, 2006.

M. VENTORUZZO, *“Le nuove norme sull'Opa e gli assetti di controllo”*, pubblicato sul quotidiano Il Sole24ore il 13 dicembre 2008 e reperibile anche sul sito <http://www.assinews.it>.

M. VENTORUZZO, *Takeover Regulation as a Wolf in Sheep's Clothing: Taking Armour & Skeel's Thesis to Continental Europe*, 2008, disponibile sul sito <http://www.ssrn.com>.

M. VENTORUZZO, *La disciplina delle misure difensive negli Stati Uniti d'America*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, 2002.

M. VENTORUZZO, *La Tredicesima direttiva dell'Unione Europea in materia di offerte pubbliche di acquisto verso l'approvazione*, in *Riv. Soc.*, 2000, pp. 678 e ss.

- M. VENTORUZZO, *Respinta dal Parlamento Europeo la Tredicesima direttiva sull'opa*, in *Riv. Soc.* 2000, p. 955.
- M. VENTORUZZO, *Cross-Border Mergers, Change of Applicable Corporate Laws and Protection of Dissenting Shareholders: Withdrawal Rights Under Italian Law*, reperibile sul sito http://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=960579.
- M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 108*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D. Lgs. 24 Febbraio 1998 n. 58. Commentario* a cura di P.G. Marchetti, L.A. Bianchi, Giuffrè, Milano, 1999. pp. 406 - 428.
- M. VENTORUZZO, *Takeovers Regulation in Italy: Empirical Analysis and Recent Developments*, intervento al seminario *European Takeover Law: The State of the Art*, tenutosi presso l'Università Commerciale Luigi Bocconi il 15 dicembre 2008.
- G. VENTURINI, *L'Organizzazione Mondiale del Commercio*, Milano 2004.
- M. VITALI, *I lavori per il recepimento della direttiva opa nel Regno Unito: regola della passività, regola della neutralizzazione e principio di reciprocità*, in *Riv. Soc.*, 3, 2006.
- E. VITTA, *Postilla a un nuovo progetto di legge*, in *Problemi di riforma del diritto internazionale privato italiano*, Atti del convegno di studio di Roma, 1-2 giugno 1984, pp. 639 e ss.
- M. L. WACHTER, *Takeover Defense When Financial Markets Are (Only) Relatively Efficient. University of Pennsylvania Law Review*, in corso di pubblicazione. Disponibile anche sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=330620> or DOI: 10.2139/ssrn.330620.
- P. VAN HOOGHTEN, *The European Takeover Directive and its implementation*, Oxford, 2009.
- R. WEIGMANN, *Offerte pubbliche di acquisto*, in *Enciclopedia giuridica Treccani*, volume XXI, Roma, 1990.
- R. WEIGMANN, *La nuova legge italiana sulle offerte pubbliche*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1992, I, pp. 428 e ss.
- R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. Colombo e G. B. Portale, Torino, 1993, pp. 317 e ss.
- P. WERDMULLER, *Compatibility of the EU Takeover Bid Directive Reciprocity Rule with EU Free Movement Rules*, in *Business Law Review*, March 2006.
- O. WILLIAMSON, *Economies as an antitrust defense: the welfare trade-offs*, in *American Economic Review*, vol. 58, n° 1, 1968, pp. 18-36.

- J. WINTER, *EU Company Law at the Crossroads*, in *Reforming Company Law and Takeover Law in Europe*, a cura di G. Ferrarini, K. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch, 2004, pp. 3-20.
- J. WINTER, *The good, the bad and the ugly of the European Takeover Directive*, in *European Takeovers. The Art of Acquisition*, (a cura di J. GRANT), Londra Euromoney Books, 2005, pp. xxv e ss.
- F. WOOLRIDGE, *The Recent Directive on Takeover-Bids*, in *European Business Law Review*, 2004.
- WTO, *Trading into the future*, 1999.
- E. WYMEERSCH, *The Takeover Bid Directive, Light and Darkness*, *Financial Law Institute Working Paper No. 2008-01*, disponibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1086987>, 2008.
- B. YILMAZ, *Strategic Voting and Proxy Contests*, Rodney L. White Center for Financial Research Working Paper No. 05-00. Disponibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=228457>.
- H.M. ZADEMACH – A. RODRIGUEZ POSE, *Cross Border Merger and Acquisitions and the Changing Economic Geography of Europe*, Working Paper Series, Economics and Social Sciences, no. 19, 2007.