

ALLEGATO N. 3

Quadro normativo in materia di OPA

1. La Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto
2. Il Decreto legislativo n. 229 del 19 novembre 2007 e le principali modifiche apportate dal D.L. 29 novembre 2008, n. 185, convertito in L. 28 gennaio 2009, n. 2 e dal Decreto legislativo n. 146 del 25 settembre 2009
 - 2.1 La passivity rule nella normativa italiana*
 - 2.2 La regola della neutralizzazione nella normativa italiana*
 - 2.3 La regola della reciprocità nella normativa italiana*
 - 2.4 Le ulteriori modifiche introdotte dal Decreto correttivo*
3. Le modifiche apportate dalla Legge 9 aprile 2009, n. 33

La Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto

La Direttiva 2004/25/CE¹ concernente le offerte pubbliche di acquisto (di seguito, anche “*Direttiva OPA*” o la “*Direttiva*”) è stata adottata dal Consiglio dei Ministri dell’Unione europea in data 21 aprile 2004, al termine di un *iter* normativo particolarmente lungo a causa delle divergenti posizioni degli Stati membri e soprattutto della complessità della materia, nonostante essa figurasse tra le priorità del *Financial Services Action Plan* (cd. “FSAP”, *Piano di Azione sui Servizi Finanziari*, elaborato dalla Commissione europea nel 1999² e approvato dal Consiglio europeo di Lisbona nel marzo del 2000).

Le disposizioni comunitarie adottate sono, infatti, il frutto di un compromesso tra diverse esigenze maturate nel corso degli anni all’interno dell’Unione europea tra paesi propensi a un regime di apertura generale delle società e altri più inclini a comportamenti protezionistici, volti a preservare i relativi sistemi di *corporate governance*.

Le difficoltà incontrate nell’*iter* funzionale all’approvazione della Direttiva OPA, testimoniate dal mancato accoglimento da parte del Parlamento europeo della prima proposta di Direttiva nel luglio 2001 nonché dalle molteplici frizioni createsi all’interno del Gruppo di Lavoro presso il Consiglio in sede di adozione del testo, hanno indotto il legislatore comunitario ad optare per l’adozione di una **direttiva-quadro**, limitata alla regolamentazione degli aspetti fondamentali della materia, lasciando agli Stati membri la possibilità di prevedere norme più dettagliate in sede di attuazione.

La Direttiva ha quindi disposto un quadro normativo minimo per le operazioni di mutamento del controllo delle società quotate in mercati regolamentati³.

Il campo di applicazione della Direttiva OPA, rinvenibile nel combinato disposto dell’articolo 1, paragrafo 1 e articolo 2, paragrafo 1, lettere *a*) ed *e*), è limitato alle offerte pubbliche di acquisto:

- siano esse volontarie ovvero obbligatorie;
- “*strumentali o successive all’acquisizione del controllo*” (definito, quest’ultimo, dal diritto nazionale della società emittente);
- aventi ad oggetto “*titoli*” (ossia valori mobiliari trasferibili che conferiscono diritto di voto)

¹ Pubblicata su GUCE L 142, 30 aprile 2004.

² Commissione europea, Comunicazione [COM (1999) 232 def.], dell’11 maggio 1999: “*Servizi finanziari: messa in atto del quadro di azione per i servizi finanziari. Piano d’azione*”.

³ Al riguardo si consideri il Considerando n. 26 della medesima Direttiva che recita: «*L’adozione di una Direttiva è il mezzo appropriato per istituire un quadro che fissi alcuni principi comuni e un numero limitato di requisiti generali che gli Stati membri siano tenuti a far applicare mediante norme più particolareggiate conformemente ai rispettivi ordinamenti nazionali e contesti culturali nazionali*». Conseguentemente, il legislatore comunitario ha consentito che, nell’attività di recepimento, gli Stati membri possano, ancorché nel rispetto dei principi generali, fissare ulteriori condizioni e prevedere disposizioni più rigorose di quelle prescritte dalla Direttiva medesima per regolamentare l’offerta.

Il carattere “minimalista” della Direttiva non ha consentito la completa realizzazione del “*level playing field*” (ossia la creazione di regole di gioco uniformi); nonostante ciò l’armonizzazione normativa in materia di offerte pubbliche di acquisto rimane un obiettivo della Commissione, come del resto attesta la clausola di revisione inserita nell’articolo 20 della Direttiva, in virtù della quale la Commissione, alla scadenza dei cinque anni di vigenza della Direttiva medesima (e cioè nel 2011), si impegna a verificarne l’efficacia, tenendo conto delle indicazioni che gli Stati membri forniranno sull’impatto delle relative norme di recepimento sui singoli ordinamenti e a proporre, se del caso, le opportune modifiche, al fine di raggiungere una disciplina uniforme in materia.

emessi da una società avente sede legale in uno degli Stati membri e ammessi, per la totalità o per una parte, alla negoziazione su un mercato regolamentato in uno o più degli Stati membri.

Nonostante il livello minimo di armonizzazione, il principale obiettivo della Direttiva è quello di realizzare una maggiore trasparenza e certezza giuridica in merito all'equità di trattamento degli azionisti di controllo e di minoranza, soprattutto nel caso di acquisizioni ed assunzioni del controllo aventi dimensioni transfrontaliera (onde evitare distorsioni nei processi di ristrutturazione societaria che, come evidenziato nel *Considerando n. 3*, siano causate da «*diversità arbitrarie nelle culture di regolamentazione e di gestione*» del procedimento di offerta pubblica), al fine di tutelare in maniera adeguata gli interessi degli azionisti e dei dipendenti delle società coinvolte nelle operazioni di acquisizione. La presenza di norme uniformi in materia di offerte pubbliche, infatti, serve a garantire una maggiore efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario in ambito comunitario.

La Direttiva si propone inoltre di garantire a qualsiasi offerente la possibilità di acquisire una partecipazione di maggioranza in una società quotata e di esercitare il controllo sulla medesima (cfr. *Considerando n. 19*). A tal fine, essa ha previsto:

- a) **la regola della passività** (cd. “*passivity rule*”, cfr. art. 9 della Direttiva) dell'organo di amministrazione della società-bersaglio, che statuisce un obbligo di astensione dal compimento di misure difensive in pendenza di offerta, salvo che ricorra una preventiva autorizzazione dell'assemblea⁴;
- b) **la regola di neutralizzazione automatica** (cd. “*breakthrough rule*”, cfr. art. 11 della Direttiva), in caso di offerte pubbliche di acquisto (di seguito, “OPA”), di tutte le restrizioni che potrebbero impedire l'acquisto o l'esercizio del controllo⁵, riconoscendo un equo indennizzo ai titolari di tali diritti per le eventuali perdite subite a seguito dell'applicazione di detta clausola.

Tuttavia, in considerazione delle differenze esistenti negli ordinamenti societari degli Stati

⁴ In particolare, l'articolo 9 della Direttiva vieta agli amministratori di intraprendere misure atte a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, salva l'autorizzazione preventiva dell'assemblea, ricevuta dopo la presentazione dell'offerta stessa. Il successivo articolo 12, commi 1 e 2, della Direttiva dispone però che gli Stati membri possono depotenziare l'efficacia della regola richiamata, consentendo di non renderla imperativa ma di permettere alle società nazionali di introdurla in via statutaria.

⁵ In particolare, l'articolo 11 della Direttiva prevede che:

- 1) tutte le restrizioni al trasferimento di titoli previste nello statuto della società emittente o in accordi contrattuali tra la società emittente e i possessori di titoli della stessa o in accordi contrattuali tra i possessori di titoli della società emittente conclusi dopo l'adozione della direttiva, non si applichino nei confronti dell'offerente durante il periodo entro il quale l'offerta deve essere accettata (articolo 11.2);
- 2) tutte le restrizioni al diritto di voto previste nello statuto della società emittente o in accordi contrattuali tra la società emittente e i possessori di titoli della stessa o in accordi contrattuali tra i possessori di titoli della società emittente conclusi dopo l'adozione della direttiva non hanno effetto nell'assemblea generale che decide eventuali misure di difesa conformemente all'articolo 9 (articolo 11.3);
- 3) i titoli a voto plurimo, conferiscono soltanto un voto nell'assemblea generale che decide eventuali misure di difesa conformemente all'articolo 9 (articolo 11.3);
- 4) qualora, a seguito di un'offerta, l'offerente detenga il 75% o più del capitale con diritto di voto, le eventuali restrizioni al trasferimento di titoli e ai diritti di voto e qualsiasi diritto straordinario degli azionisti riguardante la nomina o la revoca di membri del consiglio di amministrazione previsto nello statuto della società emittente non vengono applicati; i titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nella prima assemblea generale che segue la chiusura dell'offerta, convocata dall'offerente per modificare lo statuto societario o revocare o nominare i membri dell'organo di amministrazione.

membri, le regole da ultimo richiamate sono state assoggettate a **un regime opzionale** (cfr. *Considerando n. 21 e art. 12 della Direttiva*). In sostanza, la Direttiva consente agli Stati membri di non recepire in via legislativa le regole di passività e di neutralizzazione, purché alle società sia concessa la facoltà (comunque reversibile) di applicare le predette regole in via statutaria e sempre che la relativa decisione sia adottata dall'assemblea degli azionisti e notificata a tutte le autorità di vigilanza degli Stati membri in cui i titoli oggetto di offerta risultino quotati.

Nel disporre quanto sopra, la Direttiva ha altresì previsto che gli Stati membri, in conformità alle condizioni stabilite dagli ordinamenti nazionali, possano introdurre – sia nel caso in cui le regole di passività e/o di neutralizzazione siano state recepite in via legislativa, sia nel caso in cui la relativa applicazione sia rimessa allo statuto delle società-bersaglio – la cd. “**clausola di reciprocità**”. In base a quest'ultima, gli Stati membri possono consentire alle società nazionali di disapplicare le richiamate regole di passività e di neutralizzazione in caso di offerta promossa da un soggetto (o da società da esso controllata direttamente o indirettamente) che non sia tenuto, in base alla normativa del proprio Paese ovvero per una specifica scelta statutaria, al rispetto delle stesse.

La Direttiva ha dettato, inoltre, i **principi generali**⁶ ed una **disciplina minima** sull'offerta cui gli Stati membri devono conformarsi prevedendo tra l'altro:

- l'obbligo di rendere **immediatamente pubblica la decisione** di promuovere l'offerta, per evitare la diffusione di notizie false e fuorvianti ed assicurare, in tal modo, la trasparenza e l'integrità dei mercati dei titoli delle società coinvolte nell'operazione;
- l'**obbligo** per chi acquista (da solo o in concerto con altri soggetti) titoli di una società che attribuiscono diritti di voto in una misura tale da esercitare il controllo sulla stessa (la Direttiva non fissa la soglia rilevante rimettendo tale scelta agli Stati Membri), **di promuovere un'offerta**, rivolta a parità di condizioni a tutti i possessori dei medesimi titoli per la totalità delle loro partecipazioni⁷, «*ad un prezzo equo*»;

⁶ L'articolo 3 della Direttiva contiene i seguenti “**principi generali**” che i singoli Stati membri sono tenuti ad applicare nell'attività di recepimento:

- tutti i possessori di titoli di una società emittente della stessa categoria devono **beneficiare di un trattamento equivalente**; inoltre, qualora un soggetto acquisisca il controllo di una società, gli altri possessori di titoli devono essere tutelati;
- i possessori di titoli di una società emittente devono **disporre di un lasso di tempo e di informazioni sufficienti** per poter decidere con cognizione di causa in merito all'offerta; dal suo canto, l'organo di amministrazione della società emittente, qualora consigli i possessori di titoli, presenta il suo **parere** per quanto riguarda le ripercussioni della realizzazione dell'offerta **sull'occupazione**, le condizioni di occupazione ed i siti di lavoro della società;
- l'**organo di amministrazione di una società emittente deve agire nell'interesse della società nel suo insieme** e non può negare ai possessori di titoli la possibilità di decidere del merito dell'offerta;
- **non si devono creare mercati fittizi** per i titoli della società emittente, della società offerente o di qualsiasi altra società interessata dall'offerta in modo tale da innescare aumenti o cali artificiali delle quotazioni dei titoli e da falsare il normale funzionamento dei mercati;
- un offerente **può annunciare un'offerta solo dopo essersi messo in condizione di poter far fronte pienamente ad ogni impegno di pagamento del corrispettivo in contanti**, se questo è stato offerto, e dopo aver adottato tutte le misure ragionevoli per assicurare il soddisfacimento degli impegni relativi a corrispettivi di altra natura;
- la società emittente **non deve essere ostacolata nelle sue attività oltre un ragionevole lasso di tempo**, per effetto di un'offerta sui suoi titoli.

⁷ A tal riguardo, il *Considerando n. 11* della Direttiva, che consente agli Stati membri di estendere la disciplina anche a titoli che conferiscano diritti di voto solo in determinate circostanze, statuisce: «*L'obbligo di promuovere un'offerta non si dovrebbe applicare in caso di acquisto di titoli che non conferiscono diritti di voto nelle assemblee generali ordinarie degli azionisti. Gli Stati membri dovrebbero tuttavia avere la facoltà di stabilire che l'obbligo di*

- la definizione di “**prezzo equo**”, intendendo per tale il prezzo più elevato pagato per gli stessi titoli dall’offerente o dalle persone che agiscono di concerto con esso, in un periodo determinato dagli Stati membri, comunque compreso tra sei mesi e dodici mesi antecedenti il lancio dell’offerta; tuttavia, se, in pendenza di offerta, l’offerente o qualsiasi soggetto che agisce di concerto con lo stesso acquista titoli ad un prezzo superiore a quello di offerta, l’offerente deve adeguare la sua offerta al prezzo massimo pagato per tali acquisti. Gli Stati membri possono autorizzare le autorità di vigilanza a modificare il prezzo dell’offerta quando esso si sia formato in circostanze anomale, nel rispetto di criteri predeterminati;
- la possibilità per l’offerente di offrire, quale **corrispettivo**, titoli, contanti o una combinazione di **contanti e titoli**; tuttavia, deve essere sempre prevista un’offerta alternativa in contanti quando il corrispettivo offerto non consiste in titoli liquidi (cioè ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato), o quando l’offerente abbia acquistato in contanti titoli che conferiscono il 5% o una percentuale maggiore di diritti di voto della società emittente;
- una disciplina delle **offerte pubbliche transfrontaliere** (per tali intendendosi le offerte che, in relazione alle parti coinvolte, concernano più Paesi), contemplando una ripartizione delle competenze tra le Autorità nazionali ed effettuando, *ratione materiae*, l’individuazione della legge applicabile a determinate questioni inerenti alle OPA;
- particolari **obblighi di informazione e consultazione dei rappresentanti dei lavoratori** ed, eventualmente il coinvolgimento degli stessi al processo di acquisizione societario;
- la redazione da parte **dell’offerente di un documento** contenente le informazioni per consentire ai possessori dei titoli di addivenire ad una decisione consapevole in merito all’offerta, **da sottoporre all’Autorità di vigilanza competente prima della relativa pubblicazione**;
- **le informazioni minime che il documento di offerta deve contenere**;
- **il riconoscimento del documento di offerta** approvato dall’Autorità di vigilanza di uno Stato Membro negli altri Stati membri sui cui mercati sono ammessi alla negoziazione i titoli della società emittente;
- la redazione di un documento da parte dell’**emittente** contenente il suo **parere motivato** in merito all’offerta;
- **il diritto e l’obbligo** - per chi ha acquistato ovvero si è impegnato ad acquistare, a seguito di un’OPA promossa sulla totalità dei titoli emessi, **non meno del 90%** del capitale con diritto di voto (gli Stati Membri, infatti, hanno facoltà di determinare la soglia tra il 90% ed il 95%) - di acquistare i titoli residui ad un prezzo ugualmente equo.

Da ultimo, l’art. 13 della Direttiva (“*Altre norme applicabili allo svolgimento dell’offerta*”) affida agli Stati membri, senza definire i principi minimi cui uniformarsi, la regolamentazione dei seguenti aspetti: *decadenza dell’offerta, revisione delle offerte, offerte concorrenti, pubblicazione dei risultati delle offerte, irrevocabilità dell’offerta e condizioni ammesse*.

promuovere un’offerta rivolta a tutti i possessori di titoli non abbia per oggetto soltanto i titoli con diritto di voto ma anche quelli che conferiscono diritto di voto solo in determinate circostanze o che non conferiscono tale diritto».

2. Il Decreto legislativo n. 229 del 19 novembre 2007 e le principali modifiche apportate dal D.L. 29 novembre 2008, n. 185, convertito in Legge 28 gennaio 2009, n. 2. e dal Decreto legislativo n. 146 del 25 settembre 2009

Il decreto legislativo 19 novembre 2007, n. 229 ha recepito la richiamata Direttiva 2004/25/CE⁸, apportando modifiche ed integrazioni al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito, “Testo Unico della Finanza” o “TUF”) nella materia interessata dalla fonte comunitaria.

La disciplina in commento è stata oggetto di successivi interventi legislativi di cui al decreto-legge 29 novembre 2008, n. 185, convertito in legge 28 gennaio 2009, n. 2 (di seguito, “Decreto anti-crisi”), al decreto-legge 10 febbraio 2009, n. 5, convertito in legge 9 aprile 2009, n. 33 (di seguito, “Decreto incentivi”, *cf.* paragrafo 3), nonché al decreto legislativo 25 settembre 2009, n. 146⁹ (di seguito, “Decreto correttivo” *cf.* paragrafo 2.4.).

Si riportano, in estrema sintesi, le principali novità rispetto alla vigente disciplina in materia di OPA, introdotte dal citato Dlgs n. 229/07 di recepimento della Direttiva OPA (come modificato e integrato dal Decreto correttivo):

- definizione dell’ambito applicativo, **ripartizione delle competenze** tra le autorità di vigilanza degli Stati membri e individuazione del **diritto applicabile in caso di OPA transfrontaliere**;
- **modifica della disciplina della regola di passività, introduzione della regola di neutralizzazione e della cd. clausola di reciprocità** (v. *infra* nel testo);
- attribuzione alla Consob della valutazione dell’**equivalenza** tra le disposizioni applicabili all’offerente e alla società emittente, ai fini dell’applicazione della suddetta clausola di reciprocità;
- **scissione temporale tra “la comunicazione” al pubblico e la “promozione” dell’offerta** (mediante presentazione all’Autorità competente del documento destinato alla pubblicazione);
- **inibitoria dell’offerta** in caso di sua mancata tempestiva promozione;
- **ampliamento dei poteri di vigilanza della Consob** con riguardo, fra gli altri, all’istruttoria sul documento di offerta e alla richiesta di informazioni al potenziale offerente, nel caso di diffusione di indiscrezioni che possano incidere significativamente sulla regolarità delle negoziazioni dei titoli interessati, con pregiudizio per gli investitori;
- **previsione del potere della Consob di sospendere i termini dell’istruttoria**, ai fini dell’approvazione del documento di offerta, nei casi in cui è necessario acquisire informazioni supplementari;
- con riferimento alla **disciplina dell’OPA obbligatoria**:
 - è stata confermata la soglia del 30% dei titoli con diritto di voto, quale partecipazione di controllo che determina l’obbligo di offerta; tale nozione di partecipazione di cui all’art. 105, comma 2, del TUF è stata estesa includendovi anche gli strumenti finanziari derivati (sul punto *cf.* paragrafo 2.4, in merito alle modifiche introdotte dal Decreto correttivo);
 - è stato recepito il criterio del prezzo più elevato pagato per acquisire il controllo, attribuendo alla Consob il potere di modificare il prezzo così determinato al ricorrere di specifiche circostanze, in conformità a criteri predeterminati;
 - è stata ampliata la definizione di “acquisti di concerto” attraverso l’introduzione di una

⁸ In attuazione della delega di cui all’art. 1 della legge 18 aprile 2005, n. 62 (Legge comunitaria 2004) e all’art. 1 della legge 20 giugno 2007, n. 77.

⁹ Il decreto è stato pubblicato nella G.U. n. 246 del 22 ottobre 2009.

definizione generale di “persone che agiscono di concerto”, e di una delega regolamentare alla Consob di individuare ipotesi di presunzioni relative di concerto (oltre a quelle assolute sostanzialmente confermate) e casi nei quali la cooperazione non configura un’azione di concerto (sul punto *cf.* paragrafo 2.4, in merito alle modifiche introdotte dal Decreto correttivo);

- **sospensione dell’offerta** in caso di sopravvenienza di fatti nuovi o non resi noti in precedenza, tali da non consentire un fondato giudizio sull’offerta;
- facoltà della Consob di estendere, con provvedimento motivato, i **casi di esenzione dall’obbligo di OPA** previsti dalla normativa primaria e secondaria, a fattispecie diverse da quelle disciplinate, ma che ne condividono la medesima *ratio*;
- **inasprimento delle conseguenze del mancato adempimento dell’obbligo** di promuovere un’OPA, prevedendo, in alternativa all’alienazione dei titoli eccedenti la percentuale indicata dall’articolo 106 del TUF, il potere della Consob di imporre comunque l’effettuazione di un’offerta al prezzo da essa stabilito.

In occasione del recepimento della Direttiva OPA, il d.lgs. n. 229/2007 ha, in via generale, confermato i principi cardine della previgente disciplina in materia di offerte pubbliche di acquisto contenuta nel TUF – a sua volta già sostanzialmente conforme alle linee-guida ispiratrici delle disposizioni comunitarie – ed, in particolare, il principio espresso dall’art. 91 del TUF, in base al quale i poteri della Consob sono esercitati in funzione della tutela degli investitori nonché dell’efficienza e della trasparenza del mercato del controllo societario.

Con riferimento al tema delle misure difensive, il citato d.lgs n. 229/2007 aveva recepito integralmente il contenuto della direttiva, confermando la natura imperativa, per le società aventi sede legale in Italia, della *passivity rule*, ed introducendo con carattere vincolante la regola di neutralizzazione.

L’art. 13 del Decreto anti-crisi ha modificato il quadro delle misure difensive da assumersi in pendenza di un’offerta pubblica di acquisto (contenute, come noto, negli artt. 104, 104-*bis* e art. 104-*ter* del TUF), consentendo alle società italiane di scegliere in via statutaria se essere o meno contendibili. Più precisamente, il legislatore:

- ha esercitato in tale occasione l’opzione prevista dalla Direttiva (artt. 9, 11 e 12) che consente agli Stati membri di non rendere imperative la *passivity rule* e la *breakthrough rule* purché sia sempre possibile per le società adottare tali clausole in via statutaria;
- ha preservato la clausola di reciprocità, di talché le società possono disapplicare la regola della passività e/o di neutralizzazione, ove previste nello statuto, se l’offerente non è soggetto alla medesima regola.

Da ultimo, il Decreto correttivo ha, tra l’altro, previsto, recependo i contenuti dei pareri resi dalle Commissioni parlamentari¹⁰, il ripristino, a decorrere dal 1° luglio 2010, della disciplina normativa della *passivity rule*, ma consentendone la derogabilità da parte dell’emittente tramite apposita modifica statutaria. E’ stata confermata, invece, la facoltativa applicazione in via statutaria della regola di neutralizzazione.

¹⁰In entrambi i pareri rilasciati dalle Commissioni parlamentari competenti per materia (VIa “Finanze” della Camera e 6a “Finanze e Tesoro” del Senato) è stata auspicata l’introduzione di una modifica della disciplina delle misure difensive contenute nel TUF prevedendone un limite temporale ovvero procedendo al ripristino delle precedenti disposizioni del TUF, considerato che tali misure erano state adottate in una fase economica eccezionale.

2.1 La Passivity rule nella normativa italiana

In via generale, il d.lgs. n. 229/2007 aveva confermato le scelte già esercitate dal legislatore nel 1998 con riferimento all'obbligo di astensione dal compimento di atti volti a frustrare il conseguimento degli obiettivi di un'OPA, in assenza di una preventiva autorizzazione assembleare posto in capo all'organo di amministrazione della società-bersaglio, ponendosi in linea con quanto previsto dalla Direttiva OPA all'articolo 9, paragrafo 2¹¹.

Per effetto delle modifiche legislative apportate dal richiamato Decreto anti-crisi, la disciplina della *passivity rule* era divenuta opzionale, potendo essere prevista dallo statuto delle società quotate.

Come sopra anticipato, l'art. 1, comma 3, del Decreto correttivo¹² ha abrogato il comma 1 dell'art. 104 del TUF ed ha ripristinato l'imperatività della regola di passività già prevista nel regime del d.lgs. n. 229/2007; la novità rispetto alla disciplina precedente al Decreto anti-crisi è la derogabilità in via statutaria, in tutto o in parte, di tali disposizioni (*cfr.* nuovo comma 1-*ter* del 104 del TUF). Le nuove previsioni introdotte dal Decreto correttivo in materia sono entrate in vigore il 1° luglio 2010 onde consentire alle società italiane quotate di procedere, nel corso dell'assemblea annuale, alla modifica dello statuto per scegliere il proprio regime di

¹¹ Il comma 2 dell'articolo 9 (*"Obblighi dell'organo di amministrazione della società emittente"*) prevede: *"2. Per il periodo definito al secondo comma, l'organo di amministrazione della società emittente è tenuto ad ottenere l'autorizzazione preventiva dell'assemblea generale degli azionisti a tal fine prima di intraprendere qualsiasi atto od operazione che possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, ad eccezione della ricerca di altre offerte, e, in particolare, prima di procedere all'emissione di azioni che possano avere l'effetto di impedire durevolmente all'offerente di acquisire il controllo della società emittente."* Peraltro, deve rammentarsi il contenuto del 16° Considerando della Direttiva che recita: *"Per evitare atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, è necessario limitare i poteri dell'organo di amministrazione della società emittente in ordine al compimento di atti od operazioni di carattere straordinario, senza ostacolare indebitamente tale società nella sua attività normale"*.

¹² L'art. 1, comma 3, del Decreto correttivo prevede che: *"Con effetto dal 1° luglio 2010, l'articolo 104 è modificato come segue:*

a) il comma 1 è sostituito dal seguente:

"1. Salvo autorizzazione dell'assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società italiane quotate i cui titoli sono oggetto dell'offerta si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. L'obbligo di astensione si applica dalla comunicazione di cui all'art. 102, comma 1, e fino alla chiusura dell'offerta ovvero fino a quando l'offerta stessa non decada. La mera ricerca di altre offerte non costituisce atto od operazione in contrasto con gli obiettivi dell'offerta. Resta ferma la responsabilità degli amministratori, dei componenti del consiglio di gestione e di sorveglianza e dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiuti."

b) il comma 1-bis è sostituito dal seguente:

"1-bis. L'autorizzazione assembleare prevista dal comma 1 è richiesta anche per l'attuazione di ogni decisione presa prima dell'inizio del periodo indicato nel comma 1, che non sia ancora stata attuata in tutto o in parte, che non rientri nel corso normale delle attività della società e la cui attuazione possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta."

c) il comma 1-ter è sostituito dal seguente:

"1-ter. Gli statuti possono derogare, in tutto o in parte, alle disposizioni dei commi 1 e 1-bis. Le 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."

contendibilità¹³; tali modifiche statutarie devono essere comunicate al pubblico, 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.

Quanto all'ambito applicativo della *passivity rule*, deve evidenziarsi che la Direttiva OPA non ha definito le misure *anti-takeover*¹⁴ bensì ha indicato, a titolo esemplificativo, l'ipotesi di emissione di azioni che possono avere l'effetto di impedire all'offerente di acquisire, in maniera durevole, il controllo della società *target*; sia il Decreto anti-crisi che il Decreto correttivo hanno confermato la regola già espressa dal d.lgs. n. 229/2007 in base alla quale la "*mera ricerca di altre offerte*" non costituisce una misura difensiva¹⁵.

Resta invariata la disposizione introdotta dal d.lgs. n. 229/2007 che chiarisce in via legislativa che l'obbligo di astensione dall'assumere misure difensive in capo all'organo amministrativo decorre "*dalla comunicazione di cui all'art. 102, comma 1*" e "*fino alla chiusura dell'offerta ovvero fino a quando l'offerta stessa non decada*"¹⁶.

È stata confermata, inoltre, dal Decreto correttivo la scelta attuata dal citato Decreto anti-crisi, di:

- eliminare la previsione del *quorum* speciale del 30% del capitale sociale richiesto per le deliberazioni assembleari¹⁷ che autorizzano l'adozione di misure difensive; ne consegue che,

¹³ Nella Relazione Illustrativa al Decreto correttivo viene rappresentato che "*tale soluzione, infatti, assicura il temperamento fra l'esigenza di tutela degli azionisti (data la necessità della delibera di modifica dello statuto) e l'obiettivo di porre le società quotate in condizioni di parità con quelle degli altri Paesi europei. Come suggerito dalla Commissione parlamentare si è disposto che la nuova disposizione entri in vigore solo il 1° luglio 2010 consentendo agli emittenti di apportare, ove lo ritengano, le opportune modifiche statutarie nell'ambito della prossima stagione assembleare. Fino a tale data, quindi, continuerà ad applicarsi l'articolo 104, come ora vigente*".

¹⁴ Sulla nozione di atti e operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, si richiama la Comunicazione Consob n. 99039392 del 18 maggio 1999, che ha individuato alcune categorie di atti che rientrerebbero nella definizione.

¹⁵ Tale previsione è tra l'altro in linea con la prassi seguita dalla Consob che in passato con la citata Comunicazione del 18 maggio 1999 aveva espressamente escluso che rientrasse nell'ambito delle operazioni che possono contrastare gli obiettivi dell'offerta, la stipulazione di un accordo con altra società che offra agli azionisti della società *target* un'alternativa all'offerta della quale sono destinatari attraverso il lancio di un'offerta concorrente o anche attraverso accordi di "combinazione aziendale", come la creazione di una società *holding* chiamata a lanciare un'offerta di scambio sulle stesse azioni oggetto dell'offerta nonché su quelle della società con la quale è destinata a realizzarsi l'aggregazione aziendale.

¹⁶ Tali disposizioni recepiscono quanto previsto dall'articolo 9, paragrafo 2, della Direttiva e sono in linea i principi generali di cui all'articolo 3, paragrafo 1), lettera f) in base al quale "*la società emittente non deve essere ostacolata nelle sue attività oltre un ragionevole lasso di tempo, per effetto di un'offerta sui suoi titoli*". Non sono state recepite le disposizioni comunitarie che attribuiscono la facoltà agli Stati membri di anticipare il momento dal quale tale autorizzazione debba essere ottenuta, ad esempio a partire da quando l'organo amministrativo della società emittente è a conoscenza dell'imminenza dell'offerta.

¹⁷ Come noto, l'assemblea che deve autorizzare la misura difensiva era sottoposta ad una disciplina speciale non solo per quanto riguarda i *quorum* deliberativi, ma anche per le modalità di convocazione della stessa. Il previgente art. 104 del TUF prevedeva che "*i termini e le modalità di convocazione delle assemblee da tenersi in pendenza dell'offerta sono disciplinati, anche in deroga alle vigenti disposizioni di legge, con regolamento emanato dal Ministero di Grazia e Giustizia, sentita la Consob*". L'art. 2 del regolamento ministeriale 5 novembre 1998, n. 437, ha stabilito che "*le assemblee da tenersi in pendenza di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio (...) sono convocate mediante avviso, contenente le indicazioni prescritte dall'art. 2366, 1° comma, c.c., pubblicato su un quotidiano a diffusione nazionale e trasmesso a due agenzie di stampa almeno quindici giorni prima di quello fissato per l'adunanza*". Ciò all'evidente finalità di dotare la convocazione di strumenti più agili e rapidi di quelli di diritto

- in caso di offerta ostile, l'assemblea dei soci è regolarmente costituita e può validamente deliberare le misure difensive con le maggioranze richieste dalla disciplina codicistica;
- di abrogare il previgente comma 1-*bis* dell'art. 104 del TUF¹⁸ recante la disciplina della emissione di azioni con diritto di voto subordinato all'effettuazione di un'offerta. Tale norma aveva la funzione di attrarre alla disciplina delle misure difensive di cui all'art. 104 del TUF anche quelle azioni che, ancorché prive del diritto di voto, lo avrebbero riacquistato in presenza di un'OPA;
 - di prevedere con riferimento alle operazioni deliberate in precedenza dall'assemblea, in conformità all'articolo 9, paragrafo 3 della Direttiva, che tutte le decisioni dell'organo di amministrazione adottate prima del termine di decorrenza della *passivity rule*, che non siano state attuate o che lo siano state solo in parte, debbano essere autorizzate dall'assemblea degli azionisti, qualora esse non possano essere ricondotte al corso delle attività ordinarie della società e siano idonee a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta.

2.2. La regola della neutralizzazione nella normativa italiana

Come anticipato, l'art. 11 della Direttiva con la cd. **regola della neutralizzazione** (cd. *breakthrough rule*), ha statuito la inefficacia nei confronti dell'offerente dei limiti all'esercizio del diritto di voto e al trasferimento dei titoli, attenuando in tal modo quelle misure che possono essere considerate come barriere alle offerte.

Tale misura ha la duplice finalità di consentire: *a)* agli azionisti di decidere in merito all'offerta in assenza di vincoli statutari o contrattuali che possano condizionare il voto o il trasferimento di alcuni diritti; *b)* all'offerente che abbia avuto successo (qualora abbia acquisito, a seguito dell'offerta, almeno il 75 % del capitale con diritto di voto) di poter esercitare liberamente i diritti di voto connessi con la partecipazione effettivamente acquisita sin dalla prima assemblea convocata successivamente alla chiusura dell'offerta, privando di efficacia eventuali clausole che possano ritardare o addirittura impedire l'assunzione del controllo della società, rendendo così effettivo il ricambio del controllo.

Nel Testo Unico della Finanza previgente non esisteva una disposizione generale in tal senso, ma con riferimento a punti specifici erano contemplate norme di portata analoga, anche se più circoscritta, quali:

- a) il diritto di recesso senza preavviso accordato ai paciscenti che intendano aderire ad un'OPA (art. 123, comma 3, TUF¹⁹);
- b) la sospensione delle limitazioni al voto correlate ai limiti di possesso azionario nelle società privatizzate (art. 212 TUF).

Il Decreto di recepimento n. 229/2007 aveva codificato le suddette disposizioni comunitarie

comune, abbreviando anche i termini della stessa e tutto ciò in relazione alla celerità che caratterizza lo svolgimento del procedimento di offerta pubblica di acquisto.

¹⁸ Il previgente comma 1-*bis* dell'art. 104 del TUF prevedeva che “*Le società italiane quotate possono emettere azioni con diritto di voto subordinato all'effettuazione di un'offerta solo se, per il verificarsi della condizione, sia necessaria un'autorizzazione assembleare ai sensi del comma 1.*”

¹⁹ Ai sensi dell'articolo 123, comma 3, del TUF: «*Gli azionisti che intendano aderire a un'offerta pubblica di acquisto o di scambio promossa ai sensi degli articoli 106 o 107 possono recedere senza preavviso dai patti indicati nell'articolo 122. La dichiarazione di recesso non produce effetto se non si è perfezionato il trasferimento delle azioni.*».

aggiungendo un nuovo art. 104-*bis* che, come detto, aveva introdotto e reso imperativa la regola di neutralizzazione, fermo restando quanto previsto dalla disciplina normativa di cui agli artt. 2 e 3 del decreto legge n. 332/1994 e dall'art. 123, comma 3, TUF.

L'art. 13 del Decreto anti-crisi, pur mantenendo invariato il contenuto della norma in esame, attribuisce alle società italiane quotate la facoltà di introdurre nello statuto la regola di neutralizzazione delle limitazioni al trasferimento dei titoli, che pertanto cessa di essere imperativa. Di conseguenza, essa sarà applicabile solo nei confronti di quelle società che, in virtù della propria autonomia statutaria, ne abbiano prevista l'adozione.

Il decreto, inoltre, ha fatto salvo il principio espresso dall'art. 123, comma 3, del TUF nell'ipotesi di applicazione statutaria della regola della neutralizzazione.

Del pari, è stato confermato che la regola di neutralizzazione non trova applicazione con riferimento ai poteri speciali dello Stato, ai limiti al possesso azionario e al diritto di voto previsti per le società privatizzate dall'art. 2 e dall'art. 3 del d.l. 332/1994, convertito nella legge n. 474/1994.

Tali disposizioni, come detto, non sono state modificate dal Decreto correttivo, che pur avendo reintrodotto l'*opt-in* legislativo per la *passivity rule*, ha confermato l'applicazione facoltativa in via statutaria per la regola della neutralizzazione.

2.3 La regola di reciprocità nella normativa italiana

Il decreto di recepimento della direttiva OPA, nell'attuare la clausola di reciprocità contenuta nell'art. 12, comma 3 della Direttiva, aveva statuito all'articolo 104-*ter* TUF che la *passivity rule* e la clausola di neutralizzazione potessero essere disapplicate ove l'offerente, o un soggetto da esso controllato, non fosse soggetto a disposizioni equivalenti.

In origine, la scelta del legislatore italiano di recepire la clausola di reciprocità conseguiva a quella di aver imposto obbligatoriamente per legge le regole della *passivity rule* e di *neutralizzazione* e non già di averle rese opzionali, attribuendo, in tal modo, alle società italiane uno strumento di difesa dagli offerenti esteri per i quali fosse vigente una diversa disciplina in materia di contendibilità societaria.

Il Decreto anti-crisi e successivamente il Decreto correttivo sono intervenuti anche su tali profili, modificando l'art. 104-*ter* del TUF, al fine di coordinarne il contenuto con le nuove disposizioni in materia di *passivity rule* e neutralizzazione. Al riguardo, è stata statuita l'operatività della clausola di reciprocità ove la neutralizzazione discenda da una previsione statutaria, mentre per la *passivity rule* l'applicazione è automatica ove ricorrano le condizioni.

Inoltre, la norma modificata dal Decreto anti-crisi non richiede più la specifica competenza dell'assemblea straordinaria della società emittente per l'adozione delle misure difensive in applicazione della clausola di reciprocità, essendo sufficiente una generica delibera assembleare, purché emanata almeno diciotto mesi prima che l'offerente abbia dato comunicazione della intenzione di promuovere l'offerta.

Sotto un profilo operativo, la novella legislativa ha infine confermato il ruolo della Consob in ordine alla valutazione della equivalenza delle clausole presenti negli statuti della società che promuove l'offerta e di quella che ne è oggetto nonché della normativa applicabile a tali società, demandando alla stessa la disciplina dei contenuti e delle modalità di presentazione dell'istanza relativa a tale giudizio.

2.4 Le ulteriori modifiche introdotte dal Decreto correttivo

In data 18 settembre 2009 il Consiglio dei Ministri ha approvato il Decreto correttivo in attuazione della delega conferita al Governo dall'articolo 1, comma 5, della legge 18 aprile 2005, n. 62 (Legge comunitaria 2004).

Nella Relazione Illustrativa al Decreto viene evidenziato come la prima attuazione della novella del 2007 ed i successivi interventi legislativi in materia (di cui al decreto legge 29 novembre 2008, n. 185, convertito in legge 28 gennaio 2009, n. 2 e al decreto legge 10 febbraio 2009, n. 5, convertito in legge 9 aprile 2009, n. 33), hanno comportato l'esigenza di una limitata revisione di talune disposizioni di carattere eminentemente tecnico. Nella medesima Relazione si dà conto dell'*iter* normativo che ha condotto all'approvazione del Decreto: *“lo schema di Decreto correttivo, approvato in via preliminare dal Consiglio dei Ministri in data 26 giugno 2009, è stato elaborato sulla base di talune proposte fatte pervenire dalla Consob e dagli stakeholders interessati e sottoposto al parere della medesima Autorità di vigilanza. Il testo è stato successivamente modificato al fine di tener conto delle osservazioni pervenute dalle competenti Commissioni parlamentari”*.

Si riportano, in sintesi, le principali novità introdotte dal citato Decreto correttivo (salvo quanto già detto con riferimento alla disciplina della *passivity rule*).

1. E' stato modificato l'articolo 101-*bis*, comma 3, lettera *c*), del TUF al fine di chiarire che dall'**ambito applicativo delle disposizioni di matrice comunitaria** (in materia di *passivity rule*, *breakthrough rule*, reciprocità, riparto di competenze tra autorità di vigilanza e informazioni da rendere ai lavoratori in caso di OPA) sono escluse le offerte non configurabili come *“strumentali alla acquisizione del controllo”*, come quelle di completamento, per le quali sussista già una situazione di controllo irreversibile. In particolare (mediante la sostituzione della parola *“dispone”* con *“detiene”*), si è inteso chiarire che le richiamate disposizioni di matrice comunitaria non sono applicabili alle offerte in cui il controllante detiene la titolarità (diretta o tramite controllate) della maggioranza del capitale avente diritto di voto nell'assemblea ordinaria, essendo invece applicabili alle ipotesi in cui l'offerente disponga, tramite un patto parasociale, della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria.
2. E' stato previsto il potere regolamentare della Consob di indicare **casi di inapplicabilità totali o parziali della disciplina OPA** per le offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli, ove ciò non contrasti con le finalità indicate all'art. 91 del TUF (art. 101-*bis*, comma 3-*bis*, del TUF).
3. Con particolare riferimento alle **offerte pubbliche di scambio aventi ad oggetto obbligazioni o altri titoli di debito**, è consentita l'applicazione (su richiesta dell'offerente e sulla base di una valutazione della Consob ove ciò non contrasti con le finalità indicate

all'art. 91 del TUF), **della disciplina relativa alle offerte pubbliche di vendita e di sottoscrizione** in luogo della disciplina OPA (art. 102, comma 4, del TUF).

4. Con riferimento all'**azione di concerto**:

- è stata introdotta una definizione generale di persone che agiscono di concerto (*cf.* art. 101-*bis*, comma 4, del TUF)²⁰ al fine di garantire un miglior allineamento della normativa nazionale alla Direttiva OPA²¹; sono state incluse in tale definizione rispetto al dettato comunitario anche le ipotesi di cooperazione volte a “rafforzare” o “mantenere” oltre che ad “acquisire” il controllo di un emittente quotato (ciò al fine di tener conto del più vasto ambito di applicazione della disciplina nazionale delle offerte pubbliche di acquisto che include anche l'OPA da consolidamento);
- sono state in sostanza confermate le ipotesi di azioni di concerto presunte in via assoluta²² (*cf.* 101- *bis*, comma 4-*bis*, del TUF);
- è stato attribuito alla Consob il potere di individuare, in via regolamentare, (i) presunzioni relative di “persone che agiscono di concerto” (“*i casi per i quali si presume che i soggetti coinvolti siano persone che agiscono di concerto ai sensi del comma 4, salvo che provino che non ricorrono le condizioni di cui al medesimo comma*”), nonché (ii) “*i casi nei quali la cooperazione tra più soggetti non configura un'azione di concerto ai sensi del comma 4*”²³;
- è stata confermata la disciplina attualmente vigente del cd. “concerto grosso”, ossia l'ipotesi prevista dall'art. 109, comma 3, del TUF in cui coesistano, limitatamente ai soggetti che detengano partecipazioni nella *target*, più fattispecie rientranti nel novero delle ipotesi di azioni di concerto presunte in via assoluta²⁴.

²⁰ Il testo dell'art. 101-*bis*, comma 4 del TUF, contenuto nel decreto correttivo, recita “4. 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.”

²¹ L'art. 2 (“Definizioni”) della Direttiva OPA prevede: “1. Ai fini della presente Direttiva, s'intende per: [...] d) “persone che agiscono di concerto”: persone fisiche o giuridiche che cooperano con l'offerente o la società emittente sulla base di un accordo, sia esso espresso o tacito, verbale o scritto, e volto ad ottenere il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta”.

²² In conseguenza dell'introduzione della definizione generale di azione di concerto sono state apportate alcune modifiche al testo previgente contenente le ipotesi di presunzioni assolute:

- è stata modificata la lettera *a)* che individua, tra le persone che agiscono di concerto, gli aderenti ai patti parasociali rilevanti ai sensi dell'articolo 122 del TUF; in particolare è stato eliminato il riferimento ai patti previsti dal vigente art. 122, comma 5, lett. d-*bis*), del TUF (ossia quelli “volti a favorire o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, ivi inclusi gli impegni a non aderire ad un'offerta”), in quanto tale fattispecie risulta ricompresa nella definizione generale di concerto contenuta nel comma 4 dell'articolo in esame. Si evidenzia inoltre che, con riferimento alla disciplina generale dei patti parasociali è stata comunque mantenuta la richiamata disposizione dell'art. 122, comma 5, lett. d-*bis*), al fine di garantire la pubblicità dei patti ivi previsti;
- è stato eliminato il riferimento, contenuto nella previgente lettera e), “ai soggetti che cooperano al fine di ottenere il controllo della società emittente” in quanto compresa nella definizione generale di persone che agiscono di concerto di cui al nuovo comma 4, con la precisazione che la cooperazione avviene sulla base di un accordo anche non scritto.

²³ *Cfr.* art. 101-*bis*, comma 4-*ter*, lettere *a)* e *b)* del TUF. Nella Relazione illustrativa al Decreto correttivo l'introduzione di tali disposizioni è motivata dall'esigenza di garantire la flessibilità della normativa e nel contempo di assicurare agli operatori economici ragionevole certezza della valutazione dei propri comportamenti.

²⁴ Si consideri, ad esempio, l'ipotesi in cui assumano rilievo congiuntamente le fattispecie di cui alla lett. *a)* e *b)* dell'art. 101-*bis*, comma 4-*bis*, del TUF; in tal caso, ai fini del calcolo delle soglie rilevanti per l'OPA obbligatoria, si dovranno aggregare le partecipazioni detenute dagli aderenti ad un patto e dalle società da questi controllate.

5. E' stato attribuito alla Consob il potere regolamentare di indicare **i casi e le modalità con cui gli strumenti finanziari derivati** detenuti debbano essere **computati nella partecipazione** di cui all'art. 105, comma 2, del TUF, ossia la partecipazione rilevante ai fini dell'obbligo di promuovere un'OPA (art. 105, comma 3-bis, del TUF)²⁵.
6. E' stato modificato l'articolo 106, comma 3, lettera b), del TUF²⁶ al fine di chiarire **l'ambito applicativo della cd. "OPA da consolidamento"**; in particolare la riformulazione della norma è finalizzata a superare i dubbi interpretativi in merito alla possibilità per la Consob di prevedere con regolamento l'obbligo di OPA da consolidamento nel caso in cui un soggetto disponga, tramite un patto parasociale, della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria ancorché titolare di una partecipazione (diretta e indiretta) inferiore al 50% (cfr. paragrafo 3 in merito alle altre modifiche introdotte dalla L. n. 33/2009 in materia di "OPA da consolidamento").
7. E' stata **abrogata la previsione** che attribuisce alla Consob il potere di **correzione del prezzo in aumento nel caso in cui siano state poste in essere operazioni volte ad eludere l'obbligo di OPA**²⁷.
8. Sono state introdotte alcune **modifiche all'art. 108 del TUF**:
 - al **comma 1** è stata colmata una lacuna normativa con riferimento all'ambito applicativo delle disposizioni in materia di *sell out* (e di *squeeze out*, cfr. speculari modifiche proposte all'art. 111 del TUF²⁸);
 - la riformulazione del **comma 4** è volta a consentire una migliore oggettivizzazione dei parametri normativi ivi indicati per la determinazione del prezzo di offerta; è stato, infatti, specificato il *dies a quo* per il calcolo dell'"ultimo semestre"²⁹;
 - la modifica del **comma 5**³⁰ è finalizzata a chiarire che la delega regolamentare

²⁵ Tale disposizione è stata proposta dalla Commissione Senato in considerazione degli effetti antielusivi della stessa; la recente evidenza empirica ha mostrato, infatti, come i derivati possano essere utilizzati per costruire operazioni volte al raggiungimento del controllo, con possibili elusioni della disciplina dell'OPA obbligatoria.

²⁶ Nell'articolo 106, comma 3, lettera b), del TUF le parole "*disporre della*" sono sostituite da "*detenere la*".

²⁷ Nella Relazione Illustrativa si evidenzia come tale norma, non di derivazione comunitaria, sembrerebbe attribuire alla Consob il potere di incrementare il prezzo più alto pagato a "fini sanzionatori"; < < *difatti, un conto è accertare prezzi o acquisti occulti per individuare il "vero" più alto prezzo pagato [ad es. se una parte del corrispettivo è celato con la stipula di un contratto collaterale collegato al contratto di compravendita azionaria, sarà possibile intervenire in merito a tale fattispecie utilizzando il potere di rettifica del prezzo in caso di attività collusive previsto dall'art. 106, comma 3, lettera d), n. 2)], altra cosa è stabilire un surplus di prezzo "a fini sanzionatori". Peraltro la disposizione non appare coordinata con l'articolo 110 che già disciplina le conseguenze della violazione dell'obbligo di offerta.* > >

²⁸ L'articolo 101-ter, commi 4 e 5, del TUF (che ha recepito le disposizioni di diritto internazionale privato della Direttiva) nulla ha disposto in materia di legge applicabile all'obbligo e al diritto di acquisto nei casi di offerte aventi ad oggetto titoli emessi da società italiane quotate esclusivamente in altri Paesi UE.

²⁹ Nel novellato comma 4 è specificato che (i) in caso di superamento della soglia rilevante a seguito di un'offerta pubblica totalitaria, l'"ultimo semestre" coincide con i sei mesi anteriori "*all'annuncio dell'offerta effettuato ai sensi dell'articolo 102, comma 1, o dell'articolo 114*", mentre (ii) in caso di superamento della soglia rilevante a seguito di acquisti, il semestre utile per determinazione del prezzo è quello "*antecedente l'acquisto che ha determinato il sorgere dell'obbligo*".

³⁰ Il novellato comma 5 del Tuf dispone che "*Nell'ipotesi di cui al comma 1, nonché nei casi di cui al comma 2 in cui la partecipazione ivi indicata sia raggiunta esclusivamente a seguito di offerta pubblica totalitaria, il corrispettivo assume la stessa forma di quello dell'offerta, ma il possessore dei titoli può sempre esigere che gli sia corrisposto in misura integrale un corrispettivo in contanti, determinato in base a criteri generali definiti dalla Consob con*

attribuita alla Consob è limitata alla individuazione dei criteri generali per la determinazione del controvalore in contanti del titolo offerto in scambio (da corrispondere in misura integrale) e non della proporzione tra contanti e titoli, (essendo stata rimossa l'originaria previsione relativa alla determinazione della "misura" del corrispettivo in contanti).

9. E' stata introdotta una modifica dell'art. 121, comma 5, del TUF volta a chiarire che il **superamento del limite alle partecipazioni reciproche è consentito anche nel caso di offerta pubblica di scambio e non solo di acquisto**. In tal modo si riduce l'eventuale effetto "difensivo" in funzione antiscalata connesso all'acquisto di una partecipazione rilevante anche nell'ipotesi in cui la scalata venga effettuata tramite un'offerta pubblica di scambio.
10. Sono state apportate novità in materia di **pubblicità dei patti parasociali**³¹; ed in particolare:
- è stato previsto che i patti debbano essere "*comunicati alle società con azioni quotate*" in aggiunta al previgente obbligo di comunicazione alla Consob, di pubblicazione per estratto sulla stampa quotidiana nonché di deposito del testo integrale dei patti presso il registro delle imprese;
 - è stato fissato un unico termine, di cinque giorni dalla stipula, per i vari adempimenti relativi alla diffusione dei patti (diversamente dalle disposizioni previgenti che fissano il termine di cinque giorni dalla stipulazione per la comunicazione alla Consob, di dieci giorni per pubblicazione per estratto sulla stampa quotidiana, e di quindici giorni per il deposito presso il registro delle imprese);
 - sono stati esentati dagli obblighi di comunicazione i patti cui siano apportate azioni in misura inferiore alla soglia prevista dall'art. 120, comma 2, del TUF. Tale previsione è finalizzata a semplificare e ridurre gli oneri per aderenti a patti parasociali che, di norma, per la loro esigua entità, non influenzano in maniera sensibile gli assetti di controllo degli emittenti quotati; inoltre, in tal modo si potrebbero favorire la formazione di coalizioni per l'esercizio dei diritti riservati dal TUF alle minoranze.

In conseguenza delle suddette novità apportate dal Decreto correttivo, la Consob, con delibera n. 17326 del 13 maggio 2010, ha provveduto a modificare le disposizioni regolamentari in materia di pubblicità dei patti parasociali (artt. 127-131 del Titolo III, Capo II, Sezioni I e II del RE).

regolamento".

³¹ L'art. 3, comma 2 del Decreto correttivo dispone che:

"L'articolo 122 è modificato come segue:

a) il comma 1 è sostituito dal seguente:

"1. I patti, in qualunque forma stipulati, aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano entro cinque giorni dalla stipulazione sono:

- a) comunicati alla Consob;*
- b) pubblicati per estratto sulla stampa quotidiana;*
- c) depositati presso il registro delle imprese del luogo ove la società ha la sua sede legale;*
- d) comunicati alle società con azioni quotate,";*

b) dopo il comma 5-bis è aggiunto il seguente comma:

"5-ter. Gli obblighi di comunicazione di cui al comma 1 del presente articolo non si applicano ai patti, in qualunque forma stipulati, aventi ad oggetto partecipazioni complessivamente inferiori alla soglia indicata all'articolo 120, comma 2."

11. E' stato, infine, **modificato l'art. 192 del TUF** al fine di estendere le disposizioni sanzionatorie ivi previste alle violazioni della disciplina del comunicato dell'emittente contenuta nell'art. 103, commi 3 e 3-bis nonché delle disposizioni primarie e regolamentari in materia di *sell-out*³².

3. Le modifiche apportate dalla Legge 9 aprile 2009, n. 33

Il Decreto incentivi (recante "*Misure urgenti a sostegno dei settori industriali in crisi*") ha apportato al TUF ("*al fine di sostenere le imprese interessate dall'attuale congiuntura economico-finanziaria*") ulteriori modifiche, "*rafforzando gli strumenti di difesa da manovre speculative*".

In particolare, è stata modificata la disciplina dell'**OPA da consolidamento** prevedendo che l'obbligo di offerta consegua ad acquisti superiori al 5% da parte di coloro che già detengano la partecipazione rilevante ai fini dell'obbligo di OPA senza disporre della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria. Si evidenzia che prima della succitata modifica legislativa, la soglia rilevante ai fini dell'OPA da consolidamento era individuata in via regolamentare, dall'art. 46 del Regolamento Emittenti nella misura del 3%. Tale articolo è stato da ultimo modificato con delibera Consob n. 16893 del 14 maggio 2009 la quale ha innalzato la soglia originaria del tre per cento a quella del cinque per cento, adeguando in tal modo la previsione regolamentare al dettato legislativo; è, invece, rimasto invariato il periodo di dodici mesi entro il quale calcolare l'eventuale superamento di tale soglia.

Il citato Decreto incentivi ha inoltre modificato l'art. 2357 del codice civile, concernente la **disciplina delle azioni proprie**, elevando dal 10% al 20% del capitale sociale la soglia prevista per l'acquisto di azioni proprie da parte di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Infine, è stato attribuito alla Consob il potere di prevedere per un limitato periodo di tempo, con provvedimento motivato da esigenze di tutela degli investitori nonché di efficienza e di trasparenza del mercato del controllo societario, soglie inferiori al 2% per la **comunicazione alla Consob e al pubblico delle partecipazioni rilevanti** in una società con azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato.

102700008

³² E' disposta, inoltre, l'abrogazione delle disposizioni sanzionatorie previste per la violazione della *passivity rule* in conseguenza di quanto previsto dal decreto legge 29 novembre 2008, n. 185 che ha reso, come detto, opzionale l'applicabilità della disciplina delle difese; pertanto, come evidenziato nella Relazione illustrativa "*il disvalore della violazione di una previsione meramente negoziale è inidoneo ad essere sanzionato in via amministrativa e lasciato alla disciplina della responsabilità dell'amministratore nei confronti della società e dei soci. Tali considerazioni rimangono valide anche con riferimento al regime in vigore successivamente al 1°luglio 2010 dato che le disposizioni di cui all'articolo 104, commi 1 ed 1-bis saranno applicabili solo in quanto non espressamente derogate dallo statuto dell'emittente*".