



UNIVERSITÀ
DI PAVIA

DIPARTIMENTO DI
GIURISPRUDENZA CORSO DI LAUREA
MAGISTRALE IN GIURISPRUDENZA

Equilibrio azionario e protezione degli investimenti:
analisi della tutela degli azionisti di minoranza e
delle strategie anti-OPA nel contesto legale
internazionale

Relatore: Chiar.mo Prof. Petroboni Giovanni
Correlatore: Chiar.mo Prof. Benussi Alessandro

Tesi di laurea di
Matteo Pizzocri
Matr. 480358

Anno accademico 2023/2024

A mia nonna

INDICE

Introduzione.....	6
Capitolo I - Le basi normative delle difese anti-OPA: un’analisi nel contesto nazionale ed eurounitario.....	9
1. Contestualizzazione delle Offerte Pubbliche di Acquisto (OPA) nel diritto societario.....	9
1.1 Funzioni delle OPA.....	13
1.2 Varie tipologie di OPA: volontarie ed obbligatorie.....	16
2. I principi sottesi al procedimento regolamentato delle OPA: brevi cenni.....	23
3. Introduzione alle difese anti-OPA e le loro implicazioni sulla tutela degli azionisti di minoranza e sui possibili risarcimenti del danno.....	25
3.1 Brevi premesse riguardo al concetto di OPA “ostile”.....	26
3.2 Origini e antecedenti delle difese anti-OPA: <i>lo sguardo pionieristico di Martin Lipton nell’ambito delle strategie difensive delle acquisizioni societarie, con una prospettiva oltreoceano (USA, 1980). E la business judgment rule.....</i>	<i>29</i>
3.3 Iniziative regolamentari anti-takeover in Italia e in Europa: prime tendenze e riforme fondamentali.....	42
3.3.1 Dall’adozione iniziale alla regolamentazione attuale: il ruolo del Testo Unico della Finanza (TUF) e introduzione del principio della “ <i>passivity rule</i> ”.....	53
3.3.2 La Direttiva 2004/25/CE e la sua attuazione in Italia: un’analisi critica della Legge di recepimento e delle novità introdotte nel TUF.....	88

INDICE

3.3.3 Le difese preventive e la regola di neutralizzazione nella rinnovata prospettiva post-crisi.....	106
3.3.4 La reciprocità come strumento di resistenza nelle manovre difensive contro le OPA.....	113
Capitolo II - Analisi critica e classificazione delle difese anti-OPA: esplorazione delle strategie, abuso di maggioranza, conflitto di interessi e i relativi meccanismi di tutela per gli azionisti di minoranza.....	120
1. Il significato di “equilibrio azionario” e la sua rilevanza.....	120
2. Differenza tra difese successive e preventive: concetti fondamentali e considerazioni generali su abuso di maggioranza e conflitto di interesse.....	123
3. Difese preventive: una guida attraverso i sottogruppi generali e le sfide giuridiche emerse.....	134
3.1 Strategie di deterrenza.....	134
3.1.1 La <i>poison pill</i>	134
3.1.2 Incompatibilità delle <i>poison pills</i> alla luce del diritto societario italiano.....	149
3.1.3 Risarcimento del danno e deprezzamento azionario in seguito all’adozione di <i>poison pills</i>	153
3.2 Strategie basate su accordi contrattuali e poteri di controllo.....	163
3.2.1 <i>Golden Parachute</i>	163
3.2.2 Compatibilità del paracadute d’oro con il diritto societario italiano.....	177
3.2.3 Conflitto di interessi e responsabilità per danno in caso di <i>golden parachute</i>	184
3.3 Strategie legislative e regolamentari.....	195

INDICE

3.3.1 L'OPA obbligatoria come <i>poison pill</i> normativa.....	195
3.3.2 Risarcimento del danno in caso di mancata OPA obbligatoria.....	199
4. Difese successive: esplorazione delle sottocategorie generali e delle relative conseguenze giuridiche cruciali.....	212
4.1 Strategie di difesa avanzate e contromisure drastiche.....	212
4.1.1 Il cavaliere bianco e la sua liceità.....	212
4.1.2 <i>White knight</i> e conflitto di interessi: conseguenze e responsabilità ex art. 2391 c.c.....	220
4.2 Strategie basate su accordi contrattuali e poteri di controllo.....	229
4.2.1 Sindacati di blocco e compatibilità con il TUF.....	229
4.2.2 Sindacati di blocco e le condotte abusive delle minoranze azionarie.....	234
4.3 Strategie di controllo e manipolazione del capitale e Strategie finanziarie.....	242
4.3.1 Tipologie di aumento di capitale nel diritto societario e le relative implicazioni...	242
4.3.2 Conseguenze dell'abuso di maggioranza nell'aumento di capitale: impatti giuridici e tutela degli azionisti di minoranza.....	254
Conclusioni.....	262
Bibliografia.....	271
Giurisprudenza.....	287
Ringraziamenti.....	293

Introduzione

La presente dissertazione di laurea magistrale in giurisprudenza si suddivide in due capitoli principali, ognuno dei quali è dedicato ad analizzare diversi profili giuridici delle strategie anti-OPA e delle diverse tipologie di tutela degli azionisti minoritari. Il focus di questo lavoro consiste nel comprendere le dinamiche e le implicazioni giuridiche delle difese anti-scalata, con un'attenzione specifica alla protezione ai soci minoritari, in contesti di potenziale conflitto di interessi degli amministratori e abuso di maggioranza dei soci stessi.

Nel primo capitolo, mediante un'analisi della legislazione e della giurisprudenza, a livello nazionale e internazionale, questo scritto si concentra su una contestualizzazione della normativa suddetta. Particolare rilievo è dato alla dottrina e alle decisioni giurisprudenziali statunitensi, in quanto integrano esempi provenienti anche da altri diversi Stati, aventi lo scopo di individuare le principali differenze con la disciplina italiana. Questa sezione sfrutta una moltitudine di risorse, incluse in *primis* le banche dati giuridiche, comprendendo anche quelle straniere, ad esempio quelle americane. Da ciò è derivato un approccio comparativo, adottato per confrontare le diverse interpretazioni giuridiche trattate. Inoltre, vengono citati e discussi vari studi empirici sugli effetti delle difese anti-scalata. D'altro canto, il secondo capitolo è dedicato a un esame dettagliato delle diverse difese anti-OPA e delle loro ripercussioni sulla tutela degli azionisti di minoranza.

Come premessa generale ho assunto quelle situazioni e casistiche più ricorrenti, evitando di includere ipotesi eccezionali o isolate. Pertanto, questo approccio mi ha portato a operare una distinzione preliminare, all'inizio del capitolo appena citato, tra due principali tipologie di fattispecie che possono derivare dall'adozione di una difesa anti-OPA e che, qualora si verificano, renderebbero tale strategia difensiva potenzialmente illecita, risultando quindi *contra legem*. Inoltre, in alcuni casi, si possono constatare modalità di implementazione delle difese anti-*takeover* che la dottrina frequentemente considera inammissibili. Queste due circostanze, prese in considerazione, sono da un lato, l'abuso di maggioranza dei soci e, dall'altro, il conflitto di interessi in capo agli amministratori. In seguito, sono state analizzate tre specifiche misure difensive per ciascuna categoria, sia per le difese preventive sia per quelle successive. Precisamente, ciascuna di esse è stata

individuata e scelta in relazione alla propria sottocategoria di appartenenza. Per ogni difesa trattata ho considerato le principali interpretazioni dottrinali e giurisprudenziali, sia italiane sia anglosassoni.

La parte iniziale di ciascuna trattazione si è concentrata, in primo luogo, sulla definizione della difesa ad oggetto, sulle possibili distinzioni interne e sulle ragioni per le quali ciascuna misura è stata collocata nella rispettiva categoria generale delineata. Successivamente, sono state esaminate le funzioni primarie e valutata un'elevata probabilità che, l'adozione di ciascun strumento, possa generare un conflitto di interessi in capo agli amministratori o un abuso di maggioranza da parte dei soci, oppure che possano concorrere entrambe le ipotesi.

Invece, la sezione centrale è dedicata, in *primis*, alla valutazione dell'ammissibilità o meno di ciascuna difesa anti-OPA nell'ordinamento giuridico italiano, sulla scorta delle considerazioni effettuate dai giudici e dalla dottrina, non solo italiane, ma anche americane. In secondo luogo, ho compiuto un'analisi in riferimento alle tutele generali potenzialmente disponibili per i singoli azionisti, per la società e per i soci di minoranza. Sulla base di tale esame, ho evidenziato, in modo specifico, i possibili rimedi giurisdizionali di cui questi soggetti possono avvalersi, al fine di proteggersi in caso di adozione di una difesa, nelle due situazioni sopra menzionate (conflitto e/o abuso).

Dopodiché, la terza e ultima parte, relativa a ciascuna difesa trattata, verte sull'eventuale presenza di ulteriori tutele a favore degli azionisti, in particolare di quelli di minoranza, nel caso in cui una certa misura difensiva venga adottata illegittimamente. In particolare, ho valutato la possibilità di ottenere un risarcimento del danno e, qualora questa ipotesi sia configurabile, ho approfondito la natura della responsabilità, contrattuale o extracontrattuale, individuando: i soggetti legittimati a richiederlo, quali danni possono essere risarcibili e le modalità di calcolo, evidenziando infine ogni ulteriore aspetto rilevante per il riconoscimento di codesta tutela risarcitoria.

Oltre a quanto appena esposto, la presente dissertazione si concentra, in particolar modo, su una specifica difesa anti-OPA, ossia l'OPA obbligatoria, intesa come strategia difensiva di natura preventiva. Questo approfondimento è giustificato dal fatto che tale materia, largamente studiata e applicata nei casi concreti, soprattutto dai giudici milanesi e, successivamente, dalla Cassazione, rappresenta la base principale per affrontare il tema e valutare l'ammissibilità, in maniera estensiva, del risarcimento del danno da

responsabilità extracontrattuale per perdita di chance, derivante dalla mancata applicazione di un'OPA obbligatoria. Dunque, tale analisi preliminare, è servita al fine di verificare se vi sia la possibilità di estendere questi principi e massime giurisprudenziali anche ad altre strategie difensive, qualora adottate *contra legem*.

Tutte queste indagini sono state supportate da banche dati giuridiche affidabili e da una vasta gamma di studi empirici, in prevalenza di matrice americana. D'altronde, evidenziano come l'adozione di diverse strategie difensive possano influenzare negativamente il valore dei titoli azionari e danneggiare, in particolar modo, gli interessi degli azionisti di minoranza.

Orbene, il presente lavoro, ha la finalità di offrire una riflessione critica sulla normativa vigente e sulle modalità della sua implementazione, nonché di esaminare in particolare le pronunce della Cassazione, al fine di individuare potenziali margini di miglioramento nella tutela dei soci minoritari. Altresì, l'analisi condotta suggerisce possibili soluzioni giurisprudenziali volte a rafforzare le misure di salvaguardia a favore di tali soggetti, contribuendo a una governance societaria più equa, e promuovendo un maggiore "equilibrio azionario".

CAPITOLO I

Le basi normative delle difese anti-OPA: un'analisi nel contesto nazionale ed eurounitario

1. Contestualizzazione delle Offerte Pubbliche di Acquisto (OPA) nel diritto societario

Innanzitutto, è utile illustrare, brevemente, l'importanza del "t.u.i.f."¹ (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, emanato ex artt. 8 e 21 della Legge 52/1996), prima di procedere alla contestualizzazione delle offerte pubbliche d'acquisto. Difatti, quest'ultimo era considerato un imponente opera legislativa, nel contesto normativo italiano alla fine del Ventesimo secolo. Altresì, il Testo Unico stabilisce le modalità per l'implementazione delle OPA e OPAS, delineando così un quadro normativo chiaro e prevedibile. Per di più, agli emittenti di strumenti finanziari si impone l'obbligo di fornire informazioni complete e accurate, a tutti gli investitori, cosicché venga promossa, nei mercati finanziari, in particolare quelli quotati, la trasparenza e l'equità². Per contestualizzare la disciplina generale delle OPA, è utile prima considerare il quadro normativo complessivo. Secondo un noto giurista³, esperto di diritto societario, la

¹ Il t.u.i.f., detto anche Testo unico delle disposizioni in materia finanziaria, è stato introdotto con il Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 e adattamenti successivi, pubblicato nella Gazz. Uff. 26 marzo 1998, n. 71, S.O. In seguito, nella trattazione in oggetto, verrà scritto solamente "t.u.i.f.", o "T.U.F.".

² Sul punto si osserva il testo di RORDORF, R., "A quindici anni dal testo unico della finanza", in Il Foro Italiano, Vol. 136, fasc. 10, 2013, pp. 271/272-275/276. Secondo il suo pensiero, in un periodo in cui la legislazione finanziaria italiana stava ancora prendendo forma, il TUF assunse il compito cruciale di consolidare e armonizzare le normative esistenti, fornendo una struttura chiara e coerente per le attività finanziarie. Questo significò non solo una revisione delle leggi esistenti, ma anche l'introduzione di nuove disposizioni volte a creare un ambiente finanziario più competitivo e trasparente.

L'importanza del t.u.i.f. non si limitò al mero aspetto normativo. La sua introduzione rappresentò un punto di svolta nella realtà operativa del settore finanziario italiano. Attraverso l'implementazione di privatizzazioni, norme di correttezza e trasparenza e una maggiore tutela degli investitori, il T.u.f. mirava a rivitalizzare il mercato finanziario italiano, rendendolo più attraente e competitivo rispetto alle borse straniere. Il t.u.i.f. fu dunque molto più di una semplice riforma normativa. Rivoluzionò il modo in cui il settore finanziario italiano operava e interagiva con il contesto internazionale. La sua introduzione fornì alle imprese italiane nuove opportunità di finanziamento e creò un ambiente finanziario più sicuro ed efficiente. In tal modo, il T.u.f. si pose come un punto di riferimento fondamentale per lo sviluppo e la modernizzazione del sistema finanziario italiano, svolgendo un ruolo chiave nel promuovere la crescita economica e l'attrattività degli investimenti nel paese.

³ In merito si osserva l'opera di CERA, M., "Le società con azioni quotate nei mercati", Vol. 1, Zanichelli

regolamentazione delle società per azioni quotate delineata dal TUF non si limita a definire le norme relative alla loro struttura organizzativa e operativa. Essa comprende anche disposizioni riguardanti le operazioni che possono influenzare il controllo e la proprietà delle società stesse, basandosi sul principio che tali operazioni devono rispettare stringenti requisiti di trasparenza e, in determinate circostanze, di condotta. In questo contesto, le norme sulle OPA, per le azioni delle società quotate, rappresentano un elemento cruciale e indispensabile della normativa speciale che caratterizzano queste società. Questo, non solo per garantire il loro corretto funzionamento e tutelare i diritti degli azionisti, ma anche per gestire le dinamiche che possono influenzare il loro controllo e, di conseguenza, la loro *governance*. La relativa disciplina è inserita nel contesto più ampio della normativa sull'appello al pubblico risparmio. Le disposizioni contenute negli articoli 93-bis e seguenti del T.u.f., ma soprattutto l'art. 91 e ss., formano la parte generale di questa regolamentazione, dovendo essere attentamente considerate in relazione alle OPA. Pertanto, è essenziale tenere presenti i principi generali derivanti dalla legislazione sulla raccolta di capitali dal pubblico investitore, al fine di una corretta applicazione delle norme sulle OPA. Sotto quest'ultimo aspetto, risulta di notevole interesse illustrare dei brevi cenni in merito ai principi generali sottesi al concetto di "*appello o sollecitazione al pubblico risparmio*"⁴.

D'altronde, questo termine è stato introdotto, in principio, dall'art.18-ter, L. 216/1974, ancora oggi comune nella pratica, ed in seguito sostituito dalla nozione "*offerta al pubblico*". In aggiunta, è ulteriormente importante l'art. 92, comma 1, T.u.f., che declina il principio dell'efficienza, prevedendo una parità di trattamento⁵. D'altra parte, il comma

editore, Bologna, 2018., pp. 189 e ss.

⁴ All'interno di questo termine è possibile includere sia le operazioni di investimento come definite nell'art. 1, comma 1, lett. t) del TUF, le quali riguardano "*l'offerta al pubblico di prodotti finanziari*", sia le "*offerte pubbliche di acquisto o di scambio*", come descritte nella lett. v) della medesima disposizione citata. Ulteriore concetto da tenere in considerazione è rappresentato dai "prodotti finanziari", alla lett. u). Riguardo alle due categorie di operazioni finanziarie appena menzionate, è possibile identificare un punto di collegamento rappresentato dai destinatari finali dell'offerta. *Uno dei requisiti essenziali per realizzare una sollecitazione al pubblico è infatti la "natura in incertam personam"*. A tal proposito, si rimanda a CANIZZARO, V., "*Commento sub articoli 99 e 100*", Rabitti-Bedogni (a cura di), in *Il Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria*, Milano, 1998, pp. 565 e ss.

⁵ Art. 92, comma 1, TUF: "*Gli emittenti quotati e gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine assicurano il medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni*". Il principio di parità di trattamento, come espressione del principio di efficienza, impone che tutti i portatori di strumenti finanziari quotati ricevano lo stesso livello di considerazione e accesso alle informazioni. Questo garantisce non solo equità, ma anche un mercato finanziario più efficiente, in cui le informazioni sono distribuite in modo uniforme e tempestivo, permettendo agli investitori di prendere decisioni informate e partecipare equamente alle operazioni di

secondo⁶ prevede il principio di trasparenza, fondamentale nella disciplina delle OPA, poiché assicura che tutti gli investitori abbiano uguale accesso alle informazioni rilevanti, cosicché venga ridotto il rischio di asimmetrie informative e sia promosso un mercato equo. In chiusura di questa panoramica generale, in riferimento alla sollecitazione al pubblico risparmio o l'offerta al pubblico, e alla luce dei principi generali appena menzionati, le operazioni di massa, in ambito economico, non sono caratterizzate da un generico invito verso un vasto pubblico di destinatari. Piuttosto, esse si distinguono per la standardizzazione delle informazioni e dei diritti negoziali⁷. Altrettanto fattore e assioma da considerare, in quanto sarà al centro di questo elaborato, è la tutela degli azionisti minoritari nel contesto di offerta al pubblico risparmio, in caso della loro attuazione ed esecuzione.

Tornando al tema delle OPA, è fondamentale dedicare un'attenzione preliminare al contesto normativo che le circonda. Prima di addentrarci nelle tipologie, funzioni e procedimenti relativi alle OPA, è necessario comprendere il momento antecedente ad ogni offerta al pubblico. Ogni volta che si avvia un appello al pubblico risparmio, compresa l'offerta pubblica d'acquisto, è essenziale garantire che il pubblico destinatario riceva un'ampia e dettagliata gamma di informazioni preliminari. Il "prospetto informativo" raffigura un elemento essenziale, in questo processo, e consiste in un documento che viene preparato e reso pubblico dal *bidder*⁸. Anche noto come "prospetto", il quale deve fornire tutte le informazioni necessarie, affinché gli investitori possano effettuare un giudizio preciso e accurato sulla situazione finanziaria, sulle prospettive future e sui diritti associati

mercato.

⁶ Art. 92, comma 2, TUF: "Gli emittenti quotati e gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine garantiscono a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati gli strumenti e le informazioni necessari per l'esercizio dei loro diritti".

⁷ Per un maggiore approfondimento si veda l'opera di PALMIERI, M., "Offerte al pubblico e sollecitazioni di pubblico risparmio", a cura di M. Cera, G. Presti, in Il Testo Unico Finanziario, Vol. I-II, Bologna, 2020, cap. VII, p. 1292.

⁸ Il t.u.i.f. prescrive il contenuto del prospetto d'offerta nell'art. 94, comma 2 "Coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico di titoli presentano la domanda di approvazione del prospetto alla Consob, allegandone una bozza. I termini per l'approvazione del prospetto previsti dall'articolo 20, paragrafi 2, 3 e 6, del regolamento prospetto decorrono dalla data di presentazione del progetto di prospetto".

Qualora la Consob accerti che il progetto di prospetto non risponde ai criteri di completezza, comprensibilità e coerenza necessari per la sua approvazione ovvero che sono necessarie modifiche o informazioni supplementari, si applicano la procedura e i termini di cui all'articolo 20, paragrafo 4, del regolamento prospetto secondo l'approccio proporzionato previsto dall'articolo 41 del regolamento delegato (UE) 2019/980 della Commissione, del 14 marzo 2019." È di rilievo sottolineare che il suddetto articolo del Testo Unico Finanziario fa riferimento al "regolamento prospetto", ovvero il Regolamento UE 2017/1129. Quest'ultimo riveste un'importanza fondamentale, poiché fornisce linee guida essenziali per comprendere il contenuto del prospetto d'offerta, come previsto dalla normativa finanziaria.

ai prodotti finanziari, i quali sono stati offerti dall'emittente. La sua chiarezza e completezza sono fondamentali per garantire una corretta trasparenza e consentire agli investitori di prendere decisioni informate. La disposizione in oggetto, cioè l'art. 94, comma 2 del t.u.i.f., è rafforzata dal primo paragrafo dell'art. 6, RE 2017/1129, il quale evidenzia l'importanza delle "ragioni dell'emissione". Ciò si traduce in una redazione del prospetto stesso, secondo gli schemi delineati dal Regolamento delegato UE 2019/979, il quale sostituisce tutti i testi precedenti. D'altro canto, il nuovo Reg. UE, appena citato, insieme al Regolamento delegato UE, offre una disciplina più estesa rispetto a quella più recente. In tal senso, vengono richieste una grande mole di informazioni, riguardanti sia la situazione attuale che futura dell'emittente, le caratteristiche del prodotto finanziario e i suoi obiettivi. Al fine di agevolare gli investitori meno esperti, al suddetto documento deve essere allegato una nota di sintesi⁹, redatta nella stessa lingua del prospetto, in modo chiaro e conciso, inoltre devono essere evitati termini tecnici. Ciò viene confermato anche dall'abrogazione dell'art. 3, comma 1°, lettera (b) del Reg. Emittenti, così come indicato dalla determinazione della Consob n. 21016, 24 luglio 2019. Tutto ciò appena descritto, riguardo il "prospetto d'offerta" ex art. 94 del t.u.i.f., è rilevante, poiché la sua disciplina è strettamente collegata a quella delle offerte pubbliche di acquisto per diverse ragioni tecniche e normative. D'altro canto, in questo contesto, il "documento d'offerta", previsto dagli artt. 102 e ss. del t.u.i.f., rappresenta il principale mezzo attraverso il quale l'offerente fornisce al mercato tutte le informazioni essenziali sull'operazione, comprese le modalità di pagamento, gli obiettivi strategici e le implicazioni dell'OPA stessa. Non è da escludere che al documento d'offerta, previsto in caso di o.p.a., si applichi anche la disciplina delineata dall'art. 94 del TUF e dalle relative disposizioni collegate.

Passando alla parte generale relativa alle OPA, è importante iniziare comprendendo le diverse tipologie e le loro funzioni, al fine di ottenere una visione completa. Successivamente, ci concentreremo sul contesto normativo specifico delle difese anti-opa, disciplinato principalmente dagli artt. 104, 104-bis, 104-ter del Testo Unico della Finanza, insieme al quadro normativo correlato.

Prima di esaminare le diverse forme di o.p.a., è essenziale chiarirne la definizione, come stabilito dall'art. 1, comma 1, lettera v) del TUF, la quale richiama anche la disciplina del

⁹ Cfr. RAGNO, M., "Il prospetto informativo", VELLA (a cura di), in Banche e mercati finanziari, cit., pp. 355 e ss.

Codice civile¹⁰. La glossa copre sia le proposte contrattuali di acquisto e scambio, come descritte dall'art. 1336 del c.c., sia le attività promozionali volte a facilitare la conclusione di tali contratti. Questo include non solo gli inviti ad offrire, ma anche la pubblicità dei prodotti finanziari, la quale non era contemplata dalla legge n. 149/1992. Il riferimento all'articolo del Testo legislativo, appena citato, evidenzia un forte legame con la normativa sulle *tender offers* nel t.u.i.f. Questo annuncio, reso pubblico attraverso comunicati stampa o annunci di borsa, può essere interpretato come un'offerta al pubblico in conformità ex art. 1336. Inoltre, quest'ultima disposizione, stabilisce che la revoca dell'offerta è efficace se viene effettuata nella stessa forma della stessa o in forma equivalente, anche nei confronti di coloro che non ne sono a conoscenza. Questo principio si applica anche alle o.p.a.¹¹.

1.1 Funzioni delle OPA

Passando ad esaminare le funzioni delle o.p.a., e considerando che diverse finalità sono state già menzionate in questa trattazione, l'attenzione sarà ora focalizzata sull'individuazione degli intenti più significativi in materia di "*tender offers*". Prima di tutto, comprendere le funzioni delle OPA consente di apprezzare appieno il ruolo che

¹⁰ L'articolo 1, comma 1, lettera v) del TUF definisce l'offerta pubblica di acquisto o di scambio come: "ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiore a quelli indicati nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 3, lettere b) e c); non costituisce offerta pubblica di acquisto o di scambio quella avente a oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari".

¹¹ A supporto di ciò, si può rammentare una fondamentale pronuncia della Cass. Civ., Sez. I, Sentenza, 24/02/2016, n. 3625, *relativa alla causa tra Banca Fideuram Spa e I.G.E.A. - Interventi Geo Ambientali Spa*. Potrebbe essere vantaggioso includere integralmente il principio di diritto espresso dall'Organo di legittimità. "Nel caso di offerta pubblica di strumenti finanziari di cui agli artt. 94 e 95 del d.lgs. n. 58 del 1998, l'investitore stipula con l'offerente un contratto consensuale ad effetti reali che si perfeziona attraverso un procedimento a formazione progressiva di cui la volontà del proponente, manifestata attraverso il prospetto informativo approvato dalla Consob ed immodificabile in ragione della sua rilevanza pubblicistica, costituisce il primo atto e l'adesione dell'investitore, espressa in forma adeguata, integra l'accettazione. In tale contesto normativo, il promotore finanziario - che, in ragione della sua collocazione nell'organizzazione dell'impresa dell'intermediario, non ha il potere di rappresentanza di quest'ultimo - non partecipa alla determinazione del contenuto negoziale e, pertanto, non è in grado, di propria iniziativa, di introdurre clausole che determinino una deviazione dalla disciplina del modello invariabile predisposto nel prospetto informativo, sicchè, ove prometta rendimenti più vantaggiosi rispetto a quelli indicati nel prospetto pubblicato, il terzo contraente non può invocare i principi dell'apparenza del diritto e, in particolare, la propria condizione di buona fede, per farne discenderne conseguenze a sé favorevoli, vincolando ad essi l'offerente, vertendo egli in una condizione di colpa inescusabile. (Cassazione decide nel merito, App. Cagliari, 11/02/2009)".

queste svolgono nel contesto del controllo societario. Infatti, rappresentano uno strumento, attraverso il quale un soggetto può acquisire una quota significativa di partecipazioni in una società, consentendo di influenzare le decisioni strategiche e operative della stessa. Questo potere di controllo può avere conseguenze significative sull'orientamento e sulla *governance* delle società coinvolte, con impatti che vanno ben oltre il mero ambito delle transazioni finanziarie. Inoltre, permette di comprendere il ruolo delle stesse nel garantire una maggiore trasparenza ed equità nel mercato azionario. Le normative che regolano le o.p.a. stabiliscono requisiti e procedure, volte a proteggere gli interessi degli azionisti di minoranza, garantendo un trattamento equo per tutti gli investitori coinvolti.

In aggiunta, consente di valutare il loro impatto sulle strategie di investimento e sulle politiche societarie. Inoltre, il legislatore ha cercato di bilanciare la protezione della concorrenza nel controllo societario con il principio di parità di trattamento degli investitori, dando spesso priorità al secondo¹². Questa ricerca di equilibrio ha condotto ad una lunga evoluzione normativa, includendo la trasformazione delle misure difensive da obbligatorie a facoltative. La tensione tra questi principi riflette le sfide legate alla struttura proprietaria concentrata delle società italiane, evidenziando l'impatto sia a livello nazionale che europeo. Dunque, come descritto precedentemente, la *ratio* principale della disciplina riguardante le o.p.a risponde all'esigenza di tutelare gli investitori e garantire l'efficienza del mercato. Bisogna anche considerare che esistono diverse funzioni a seconda delle varie tipologie di *tender offers*, sia volontarie¹³ che

¹² Cfr. IOCCA, M.G., & FERRETTI, R., “*Le offerte pubbliche di acquisto a venti anni dal Testo unico della finanza (Tender offers in Italy twenty years after the unified finance law)*”, in Cefin Working Papers, Dipartimento di Economia Marco Biagi - Università di Modena e Reggio Emilia, 2021, n. 82, p. 26. In riferimento alla conclusione precedentemente esposta, l'autore sottolinea che il principio di parità di trattamento, pur essendo normato sia a livello nazionale che europeo, deriva da un lungo e complesso processo normativo. Tale processo ha dovuto affrontare sfide dovute alla forte concentrazione della proprietà delle società italiane. Questa tensione è emersa principalmente nella regolamentazione delle misure difensive, come la regola della passività e della *breakthrough*, delle quali si tratterà in seguito. Nel corso del tempo, sono stati effettuati numerosi interventi normativi che hanno trasformato queste misure da obbligatorie a facoltative, evidenziando così la prevalenza di diversi interessi emergenti nel contesto normativo italiano, anche in considerazione dell'influenza del regolatore europeo. Inoltre, è utile sottolineare, come il principio di parità di trattamento durante un'offerta pubblica, viene già implicitamente sancito nell'art. 103, comma 1 del T.u.f., il quale stabilisce che la *bid* deve essere estesa in maniera equa a tutti i detentori dei prodotti finanziari coinvolti. Questo concetto viene poi ribadito ed ampliato nell'art. 42 del Regolamento Emittenti, *ultr. cit.*, il quale richiama esplicitamente i principi di correttezza e parità di trattamento per tutti i destinatari dell'offerta, trovandosi in circostanze simili.

¹³ La funzione primaria di un'OPA volontaria è consentire ad un investitore di acquisire il controllo di una società, motivato da ragioni strategiche come l'integrazione verticale o orizzontale, l'espansione del mercato o l'ottenimento di risorse specifiche. L'integrazione verticale si verifica quando una società

obbligatorie¹⁴. In riferimento alle finalità delle OPA ostili, verranno esaminate più dettagliatamente nei prossimi paragrafi, con un'analisi più approfondita delle varie categorie e tipologie di offerte aggressive¹⁵. In conclusione, le *tender offer* rappresentano

espande le sue operazioni, al fine di includere diverse fasi della produzione e distribuzione all'interno della stessa industria, migliorando il controllo e l'efficienza lungo la catena di fornitura. Questo può avvenire sia acquisendo i fornitori di materie prime (integrazione a monte) sia acquisendo i distributori o i punti vendita (integrazione a valle). L'integrazione orizzontale, invece, si verifica quando un'impresa espande le sue operazioni acquisendo o unendosi a concorrenti, operanti allo stesso livello della catena produttiva o del mercato, consolidando il mercato, riducendo la concorrenza e aumentando la quota di mercato. Questo tipo di integrazione mira a realizzare economie di scala, migliorando la posizione competitiva della società. Inoltre, serve anche a valorizzare l'investimento del *bidder*, il quale offre un premio sui prezzi di mercato delle azioni, così da incentivare gli azionisti a vendere. Questo premio riflette la valutazione del proponente sulle potenzialità future della società target.

Inoltre, viene offerto agli azionisti della società bersaglio una via d'uscita, spesso ad un prezzo superiore a quello di mercato, il che è particolarmente importante per i piccoli azionisti o per coloro che desiderano liquidare le loro partecipazioni in blocco. Questo meccanismo di *exit* è una delle funzioni più importanti dell'OPA volontaria.

La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa svolge un ruolo cruciale nel regolamentare e monitorare le *tender offers* volontarie. Emanando regolamenti dettagliati, i quali definiscono le procedure, le tempistiche e i requisiti di trasparenza delle offerte pubbliche, con l'obiettivo di proteggere gli investitori, mantenere l'integrità del mercato e prevenire abusi. Assicura che gli azionisti ricevano tutte le informazioni necessarie, cosicché possano prendere decisioni informate. La Consob ha anche il compito di evitare comportamenti opportunistici e pratiche abusive, da parte degli offerenti o della dirigenza della società target. Inoltre, risolve le controversie che emergono durante il processo di OPA, interpretando e applicando le norme per rispondere alle specifiche esigenze del caso. Questo ruolo interpretativo è essenziale per adattare la regolamentazione alle evoluzioni del mercato.

¹⁴ L'offerta pubblica di acquisto obbligatoria, introdotta nell'ordinamento italiano nel 1992, ha subito diverse trasformazioni nel corso del tempo, riflettendo l'evoluzione del mercato finanziario e delle sue normative. Inizialmente concepita per modernizzare il mercato mobiliare italiano e per affrontare il pregiudizio di un mercato finanziario, caratterizzato da pochi che si arricchiscono a spese di molti, l'offerta obbligatoria mirava a distribuire in modo equo il premio di controllo tra tutti gli azionisti.

La sua "*ratio* immediata" si concentra sulla tutela degli azionisti al di fuori del nucleo di controllo, assicurando loro un trattamento equo durante il cambio di controllo societario. Tuttavia, la "*ratio* mediata" include anche l'obiettivo di accrescere la fiducia degli investitori nel mercato, promuovendo così lo sviluppo finanziario. Nel contesto italiano, l'assenza di un tale meccanismo, prima del 1992, permetteva solo agli azionisti di maggioranza di beneficiare del premio di controllo, lasciando gli altri azionisti esclusi da questo vantaggio. Tuttavia, nei mercati come quello statunitense, caratterizzati da una frammentazione del capitale e da una maggiore partecipazione di tutti gli azionisti agli eventi di liquidità, l'OPA obbligatoria non è stata necessaria per garantire una distribuzione equa del premio di controllo.

Pertanto, ha una duplice funzione: proteggere gli azionisti minoritari durante il cambio di controllo e promuovere la fiducia degli investitori nel mercato, contribuendo così allo sviluppo finanziario. Questo principio è stato applicato nel contesto italiano. Il ruolo della Consob ha ulteriormente complicato il contesto. La delega effettuata all'autorità di regolamentazione, per l'emissione delle disposizioni regolamentari sulle OPA, è stata determinata dalla necessità di adattare rapidamente le regole alle mutate condizioni del mercato finanziario. Tuttavia, la complessità delle *tender offers* ha richiesto un ruolo attivo della Autorità di vigilanza finanziaria nell'interpretazione ed integrazione delle normative, sia primarie che regolamentari. Inoltre, si è trovata a dover affrontare funzioni di natura para-normativa e para-giudiziale, rispondendo a domande e questioni che esulavano dai confini della normativa esistente, richiedendo risposte rapide e flessibili. La sua capacità di fornire orientamenti e risposte alle esigenze del mercato contribuisce a promuovere la stabilità e l'efficienza del settore finanziario, pur affrontando sfide legate alla complessità e alla rapidità delle operazioni di mercato. Sul punto, e per maggiori approfondimenti, è utile cfr. TRISCORNIA, A., "*Riflessioni sull'OPA obbligatoria, ripercorrendone la ratio*", in Banca Impresa Società, 2018, fasc. 1, pp. 105 e ss.

¹⁵ Le OPA ostili sono strumenti complessi utilizzati dalle controllanti, al fine di ristrutturare le società target.

uno strumento cruciale per l'assunzione del controllo societario, tuttavia, la loro efficacia deve essere bilanciata con la necessità di garantire un mercato equo e la tutela degli investitori.

1.2 Varie tipologie di OPA: volontarie ed obbligatorie

In relazione alle diverse tipologie OPA, quest'ultime possono essere suddivise in due principali categorie: volontarie¹⁶ e obbligatorie¹⁷. All'interno di ciascuna di essa, vi sono ulteriori distinzioni che si differenziano, in riferimento alla loro natura e funzioni. A titolo

Rispetto alle offerte volontarie ed obbligatorie, quelle ostili si distinguono per il loro approccio coercitivo e la loro finalità di acquisire il controllo totale della società bersaglio, attraverso un processo non concordato. È fondamentale che le autorità di regolamentazione monitorino attentamente queste operazioni, con lo scopo di garantire la tutela degli interessi degli investitori e la trasparenza del mercato finanziario.

¹⁶ Per una definizione più approfondita cfr. BENAZZO, P., "Le OPA volontarie", M. Cera - G. Presti (diretto da), in *Il Testo Unico finanziario*, Bologna, 2020, pp. 1345 e ss.

Torna utile soffermarsi anche su un altro punto di vista, trattato ampiamente da STRAMPELLI, G., ZOPPINI, A., "OPA volontaria e accordi preventivi tra l'offerente e i soci rilevanti dell'emittente", in *Banca, Borsa e Titoli Di Credito*, 2022, Vol. 75, fasc. 3, pp. 357 e ss. Difatti, le offerte pubbliche di acquisto volontarie, spesso, iniziano con un'indagine preliminare, al fine di verificare l'interesse del socio di controllo o di soci significativi della società target a partecipare all'offerta. Questo passaggio è solitamente necessario prima di procedere. L'offerente potrebbe anche cercare di raggiungere un accordo con questi soci, così da influenzare la gestione della società target, in caso di successo dell'offerta. Inoltre, la decisione dei soci di controllo o di soci rilevanti di aderire alla proposta può dipendere da vari fattori, oltre al prezzo. Questi soci potrebbero essere interessati a reinvestire il denaro ottenuto nella stessa società target, nella società offerente o in un'entità creata appositamente per l'offerta. Se quest'ultima avesse successo, potrebbero voler acquistare beni dalla società target, avviare nuove iniziative imprenditoriali congiunte o stabilire specifiche collaborazioni con la società bersaglio o con il nuovo socio di controllo.

¹⁷ L'OPA obbligatoria è un meccanismo di regolamentazione previsto dalla normativa finanziaria, al fine di tutelare gli azionisti di minoranza. Quando un soggetto o un gruppo di soggetti acquisisce una quantità significativa di azioni di una società quotata, raggiungendo una soglia di controllo stabilita dalla legge, scatta l'obbligo di fare una *tender offer* per le restanti azioni in circolazione. Questa obbligatorietà si basa sul principio di parità di trattamento tra gli azionisti: chi acquisisce il controllo di una società deve estendere la possibilità di vendita delle azioni a tutti gli altri azionisti alle stesse condizioni. Questo previene situazioni in cui gli azionisti di maggioranza beneficiano di condizioni più vantaggiose a discapito dei piccoli azionisti. In pratica, una volta superata la soglia di controllo, l'acquirente deve comunicare al mercato e ai regolatori la propria intenzione di lanciare un'OPA obbligatoria. Quest'ultima deve essere fatta pubblicamente, indicando il prezzo offerto per le azioni, la quale generalmente deve essere uguale o superiore al prezzo pagato per ottenere il controllo.

Questo strumento normativo serve a mantenere l'integrità e l'equità del mercato azionario, garantendo che le operazioni di acquisizione di controllo siano trasparenti e giuste per tutti gli azionisti coinvolti.

Per una panoramica generale sulle offerte pubbliche obbligatorie, è consigliabile consultare l'articolo "OPA (Offerta Pubblica di Acquisto): significato, funzionamento e nuove soglie", pubblicato in *Borsa Italiana* e disponibile all'indirizzo URL <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opa.htm>, redatto da FTA Online News e pubblicato il 1° ottobre 2018. Riguardo a ciò, "l'o.p.a. obbligatoria si verifica in specifiche circostanze previste dalla legge. Fino al 2014, l'obbligo di lanciare un'OPA sorgeva quando un soggetto, anche in collaborazione con altri, acquistava una partecipazione superiore al 30% del capitale ordinario di una società. Tuttavia, con la legge n. 116 dell'11 agosto 2014, nota come "Decreto Competitività", sono state introdotte importanti modifiche alla regolamentazione delle società quotate nel T.U.F. Queste modifiche influenzano anche le normative relative alle offerte pubbliche di acquisto".

esemplificativo, si rinviene un'altra sottocategoria in astratto, la quale differenzia le OPA, tra quelle amichevoli o ostili. Le o.p.a. volontarie¹⁸, le quali possono essere sia amichevoli che ostili, includono le offerte totalitarie e parziali, condizionate o incondizionate, e preventive. Invece, quelle obbligatorie derivano da specifiche disposizioni normative e vengono attivate quando un acquirente raggiunge una determinata soglia di controllo su una società quotata. Pertanto, possono essere coercitive, come nel caso del "diritto di acquisto" (*squeeze out*), necessarie per consolidare la posizione di controllo, come nel caso dell'O.P.A. obbligatoria di consolidamento, "l'obbligo di acquisto" (ex OPA residuale), oltre alle offerte totalitarie obbligatorie ex art. 106 del t.u.i.f. e alle "offerte a cascata". Questa distinzione è fondamentale, al fine di comprendere le diverse dinamiche e finalità delle OPA nel contesto finanziario e societario.

Innanzitutto, in merito a questa categoria, vi è la distinzione tra offerte totalitarie e parziali. Inoltre, possono anche essere condizionate o incondizionate¹⁹. Infine, quelle preventive²⁰ sono un'altra forma di OPA volontaria. In merito a ciò, l'efficacia di tali

¹⁸ Inoltre, si rinvia a BENAZZO P., *op. ult. cit.*, p. 1357. Quest'ultima pagina citata prende in considerazione un ulteriore sottoinsieme, tra o.p.a. a valenza societaria e a valenza finanziaria, facenti parte in quella categoria generale delle offerte volontarie.

¹⁹ Un esempio concreto di OPA condizionata, nel contesto bancario italiano, è la vicenda della presunta scalata di Ernesto Pretoni alla Banca Popolare di Crema. In risposta a questa situazione, la Banca Popolare di Crema considerò un'aggregazione con la Banca Popolare di Bergamo. Tale operazione rappresenta un classico caso di OPA condizionata, perché il suo successo dipendeva da diverse condizioni specifiche.

Trasformazione e Conferimento: Una possibile modalità di esecuzione di un'OPA condizionata, include lo scorporo dell'attività bancaria da parte della banca popolare e il suo conferimento in una nuova società per azioni. Questo processo richiede l'approvazione della maggioranza dei soci in assemblea, e prevede che la banca popolare originale diventi una società finanziaria cooperativa, detenendo un pacchetto azionario della nuova banca per azioni. Autorizzazioni Regolatorie: Operazioni di questo tipo necessitano di autorizzazioni preventive, da parte della Banca d'Italia. L'autorizzazione è concessa solo se vengono soddisfatti criteri riguardanti la tutela degli interessi dei creditori, il rafforzamento patrimoniale e la razionalizzazione del sistema bancario. Limitazioni agli Acquisti: Per garantire l'equità dell'operazione, esistono restrizioni sugli acquisti di azioni prima e dopo l'OPA. Ad esempio, gli acquirenti possono essere limitati a comprare solo una piccola percentuale di azioni, come l'1%, nei 12 mesi precedenti e successivi all'OPA, per evitare trattamenti preferenziali per alcuni azionisti. L'esempio della Banca Popolare di Crema dimostra come un'OPA condizionata possa essere utilizzata per gestire le incertezze e i rischi associati ad un'acquisizione, assicurando che l'operazione proceda solo se tutte le condizioni stabilite vengono soddisfatte. Questo approccio protegge sia l'offerente che gli azionisti, garantendo trasparenza e parità di trattamento durante il processo di acquisizione. Sul punto cfr. ANELLI, F., & RIZZINI, S., BUSINELLI, F., "*Banche popolari tra scorporo in s.p.a. e OPA condizionate*", in *Le Società*, 1995, fasc. 3, pp. 307 e ss. Al contrario, un'offerta incondizionata è senza vincoli e l'acquirente si impegna ad acquistare le azioni, indipendentemente dal numero di azionisti che aderiscono alla proposta stessa.

²⁰ In linea generale, la disciplina delle OPA preventive si trova nell'art. 107 del t.u.i.f. Tuttavia, le conseguenze delle offerte preventive possono variare, presentando tre diverse possibilità:

a) Se l'OPA preventiva è totalitaria, l'offerente è dispensato dall'obbligo di lanciare un'ulteriore offerta pubblica. Questo esonero, delineato nell'art. 106, comma 4 del T.u.f., mira a semplificare il processo per l'offerente, a condizione che l'offerta sia rivolta a tutti gli azionisti. Tuttavia, tale esonero non si applica se il pagamento per l'offerta pubblica include, anche solo in parte, strumenti finanziari che non sono quotati nei mercati regolamentati dell'Unione Europea. Questa eccezione, specificata nell'art. 15, comma 2 del

strategie preventive dipende strettamente dal quadro normativo che le regola, così come dalla disciplina delle tecniche preventive generali previste dall'art. 104 del TUF. È importante sottolineare che gli approcci preventivi ex art. 104, ideati dagli amministratori e approvate dagli azionisti, possono avere un impatto significativo sull'assetto

regolamento Consob, sottolinea la necessità di mantenere la trasparenza e proteggere gli azionisti da strumenti finanziari, in quanto potrebbero essere difficili da valutare o vendere. La presenza di strumenti non quotati comporta rischi aggiuntivi per gli azionisti, rendendo fondamentale una regolamentazione più rigorosa, con lo scopo di garantire la loro protezione e una valutazione equa delle offerte.

b) Se l'offerta preventiva riguarda almeno il 60% delle azioni e viene promossa rispettando le condizioni aggiuntive, in modo congiunto, previste dall'art. 107, l'offerente è esonerato dall'obbligo di lanciare un'OPA successiva. Questa normativa mira a facilitare le acquisizioni di grande portata, a condizione che siano rispettati criteri rigorosi che assicurino l'equità e la trasparenza del processo per tutti gli azionisti. Per esempio, le condizioni che devono essere rispettate congiuntamente sono: *i) l'offerente e coloro che agiscono con lui, non abbiano acquistato oltre l'1% delle partecipazioni nei dodici mesi precedenti o durante l'offerta; ii) l'efficacia dell'offerta sia subordinata all'approvazione dalla maggioranza dei possessori di titoli, escludendo quelli detenuti dall'offerente o da chi agisce con lui; iii) la Consob conceda l'esenzione, dopo aver verificato il rispetto delle condizioni precedentemente citate.*

c) Invece, se l'OPA preventiva è parziale e non rispetta le condizioni stabilite dall'art. 107, l'offerente deve procedere con una *tender offer* totalitaria. Questo meccanismo assicura che qualsiasi acquisizione parziale di rilievo, non rispettando i requisiti stabiliti, sia comunque soggetta ad un'offerta pubblica completa. In tal modo, si proteggono i diritti degli azionisti di minoranza e si prevencono potenziali abusi di mercato.

Riguardo a questa tripartizione si veda ENRIQUES, *"Le o.p.a. preventive nel Testo unico in materia di intermediazione finanziaria: un primo commento"*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1999, fasc. 2, p. 162.

Oltre a queste tre tipologie di OPA preventiva, esiste una quarta categoria: *le offerte dirette a conseguire una partecipazione complessiva inferiore al trenta per cento*. Queste sono spesso denominate OPA volontarie in senso stretto e non sono soggette alle stesse restrizioni delle OPA preventive più rilevanti. Tali offerte volontarie, benché meno regolamentate, rappresentano comunque un importante strumento per gli investitori che intendono acquisire quote significative, senza necessariamente ottenere il controllo della società.

Analizzando in dettaglio le prime due tipologie (*sub a e b*), emerge chiaramente l'attenzione del legislatore nel bilanciare la facilità delle operazioni di acquisizione con la necessità di proteggere gli azionisti.

Le condizioni imposte, come la necessità di evitare strumenti finanziari non quotati o il rispetto di una soglia di partecipazione significativa, sono mirate a garantire la trasparenza e l'equità del processo.

Le fattispecie *sub c*) e le OPA volontarie in senso stretto, non menzionate esplicitamente nel testo unico, presentano meno complessità regolamentari e, per questo motivo, non sono di particolare interesse per un'analisi approfondita in questa sede. Tuttavia, è importante considerare che l'assenza di regolamentazione specifica per queste operazioni non deve compromettere la trasparenza e l'equità del mercato.

Infine, vale la pena menzionare due potenziali fattispecie di OPA preventive che possono essere utilizzate per eludere altre disposizioni normative. Queste situazioni richiedono un attento monitoraggio da parte delle autorità di vigilanza, al fine di garantire che le operazioni di acquisizione non siano condotte in modo da aggirare le regole stabilite, proteggendo così l'integrità del mercato e gli interessi degli azionisti.

La prima strategia è rappresentata dall'*OPA preventiva frazionata*. In questo scenario, l'acquisizione viene suddivisa in diverse operazioni di OPA separate ma successive, ciascuna delle quali coinvolge una quantità di azioni al di sotto della soglia che scatenerebbe l'obbligo di promuovere un'OPA totalitaria. Questo approccio permette all'offerente di accumulare gradualmente il controllo della società, senza dover lanciare un'OPA totalitaria obbligatoria, diminuendo così la trasparenza e l'equità del processo di acquisizione.

La seconda è rappresentata dall'*OPA preventiva tramite partecipazioni indirette*. In questo caso, l'acquirente utilizza società controllate o partecipazioni indirette per accumulare azioni della società target, senza superare la soglia rilevante attraverso un'unica entità. Questa strategia consente all'offerente di ottenere una posizione di controllo in modo frammentato, riducendo la visibilità dell'acquisizione e, di conseguenza, la necessità di lanciare un'OPA totalitaria. Tale approccio sfrutta le lacune normative, per evitare la trasparenza e le condizioni di parità di trattamento, richieste per le acquisizioni dirette.

dell'azionariato e sullo statuto della società²¹. Successivamente, esamineremo come queste strategie possano manifestarsi in varie forme, includendo modifiche statutarie, adozione di clausole di “*poison pill*”, accordi con investitori strategici o azionisti di maggioranza, e altre misure ancora. In sintesi, le OPA volontarie offrono molteplici possibilità agli acquirenti, consentendo loro di perseguire diverse strategie di crescita e consolidamento nel mercato.

Nella seconda categoria generale, le OPA obbligatorie, è utile fare brevi accenni alle diverse tipologie, poiché queste informazioni possono essere utili per comprendere altri concetti presenti in questo trattato, ai quali verrà semplicemente fatto riferimento. Ciò sarà particolarmente utile in relazione a una delle domande di ricerca del presente elaborato e, di conseguenza, alla sua risposta. Il primo tipo da considerare, nel contesto delle offerte obbligatorie, è il diritto d'acquisto, il cd. “*squeeze-out*”²². Quest'ultimo viene disciplinato dall'art. 111 del T.u.f., rappresentando uno strumento di tutela per l'offerente²³, il quale può così consolidare il proprio controllo sulla società target. Tuttavia, è importante notare che questo diritto deve essere dichiarato nel documento di offerta e che il prezzo, per l'acquisto delle azioni dei soci minoritari, deve essere determinato in conformità alle disposizioni normative vigenti²⁴. Il meccanismo dello

²¹ Si fa riferimento all'opera di COTTINO, G., ABRIANI, N., CAVALIERE, T., SARALE, M., CALLEGARI, M., & DESANA, E., “*Corporate Governance: La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati- D.lgs. 24-02-1998, n. 58, artt. 102-112*”, in *Giurisprudenza Italiana*, 1998, fasc.12, pp. 1001.

²² L'acquisto coattivo è possibile in quanto vi è un interesse pubblico perseguito dalla norma in oggetto. Sul punto si osserva MUCCIARELLI, F., “*Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*”, in G. Giappichelli Editore, 2014, cit., p. 225. In aggiunta, è utile cfr. MOSETTO, F., “*Diritto d'acquisto ex art. 111 t.u.f. - Questioni di costituzionalità dello squeeze-out in Italia e in Germania*”, in *Rivista Giurisprudenza Italiana*, 2024, fasc. 2, p. 366. Infatti, lo scopo della disciplina dello *squeeze out* è di garantire il corretto funzionamento del mercato, prioritizzando le esigenze di ordine pubblico economico rispetto all'autonomia contrattuale. Questo obiettivo mira a prevenire che il socio di maggioranza sia vincolato da minoranze ostili, evitando così che l'istituto sia considerato come un'espropriazione pubblica illegittima.

²³ In sintesi, l'art. 111 tutela l'offerente permettendogli di acquisire forzatamente tutte le azioni di una società, una volta superata una certa soglia di controllo. La legittimità di questa disciplina è stata confermata dalla sentenza del Tribunale di Milano, Sez. spec. in materia di imprese, n. 4789 del 8 giugno 2023 (Parti: Prelios S.p.A., Lavaredo S.p.A.), giudicando “*infondata la questione di costituzionalità dell'art. 111 T.u.f. Il Tribunale ha chiarito che lo squeeze-out non costituisce un'espropriazione, ma piuttosto una regolamentazione della proprietà azionaria che stimola l'efficienza del mercato e favorisce la contendibilità del controllo, garantendo al contempo la tutela dei soci minoritari tramite la determinazione del prezzo secondo i criteri stabiliti dall'art. 108, commi 3, 4 e 5, T.u.f.*”. Inoltre, in base alla stessa pronuncia dell'organo di merito di Milano, si afferma che “*la disciplina del diritto d'acquisto è conforme alla Direttiva OPA e costituisce un contrappeso dell'obbligo d'acquisto previsto dall'art. 108 t.u.f., nel rispetto del principio del giusto prezzo a tutela del socio di minoranza*”. Di conseguenza, viene stabilizzato il mercato, promuovendo maggiore trasparenza e prevedibilità nelle operazioni di acquisizione.

²⁴ “*Si noti che, dopo l'opa totalitaria che abbia raccolto oltre il 95% delle azioni, la quotazione dei titoli*

squeeze out, ex art. 111 t.u.i.f., si correla con un'altra forma di o.p.a. obbligatoria, indicata nell'art. 108 dello stesso testo normativo come "obbligo di acquisto"²⁵ (ex o.p.a. residuale). La differenza tra queste due tipologie è sostanziale. Il terzo tipo di questa ampia categoria di quelle obbligatorie, si tratta delle offerte di consolidamento. La Consob è incaricata di regolare questa situazione, come stabilito nell'art. 46 del Regolamento di attuazione²⁶ del TUF. Al fine comprendere il funzionamento e il significa di questo tipo

dell'emittente, di regola, dovrebbe abbassarsi notevolmente, cosicché il prezzo della successiva opa residuale dovrebbe essere inferiore a quello dell'o.p.a. precedente". Cit. di DESANA, E., "Corporate Governance: La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati - D.lgs. 24-02-1998, n. 58, artt. 102-112", in Giurisprudenza Italiana, 1998, fasc.12, pp. 1001.

²⁵ L'art. 108 del T.u.f. stabilisce che in determinate circostanze, chi ottiene una partecipazione significativa in una società quotata, ha l'obbligo di acquistare le azioni rimanenti se supera una certa soglia di possesso. Questo vincolo, si applica quando l'acquirente detiene almeno il 95% delle azioni dopo un o.p.a. totalitaria, oppure quando possiede più del 90% delle azioni e non ripristina entro novanta giorni un flottante adeguato, al fine di garantire la regolare negoziazione delle azioni. Il prezzo di acquisto dei titoli rimanenti viene determinato in base al prezzo offerto nell'OPA totalitaria precedente, a condizione che l'offerente abbia acquistato almeno il 90% delle azioni con diritto di voto nell'offerta. In alternativa, il prezzo può essere stabilito dalla Consob o basato sul prezzo di mercato delle azioni nel semestre precedente l'annuncio dell'offerta pubblica, come previsto ex art. 102, o in conformità all'art. 114 del t.u.i.f. In sostanza, l'obbligo di acquisto ex art. 108 si attiva quando un investitore raggiunge una quota significativa di partecipazione in una società quotata, garantendo agli azionisti rimanenti la possibilità di cedere le proprie azioni al medesimo prezzo offerto dall'OPA o secondo altre modalità stabilite dalla legge.

Al fine di ottenere maggiori informazioni in merito all'obbligo di acquisto, inteso come o.p.a. residuale obbligatoria, si rinvia ad ANNUNZIATA, F., "OPA residuale obbligatoria, diritto di recesso e tecniche di composizione dei conflitti nella società per azioni", in Saggi di diritto commerciale europeo, Edizioni Scientifiche Italiane, 1995, pp. 127-174; CERA, M., *op. ult. cit.*, p. 217; FICO, D., "Offerta pubblica di acquisto", in Contratti bancari, assicurativi e finanziari, a cura del Dott. Daniele Fico - Studio associato Dottori commercialisti Fico - Frazzi.

Inoltre, la differenza tra *squeeze-out* e obbligo di acquisto è sostanziale. Mentre nel primo caso, è presente un diritto garantito agli azionisti di una società target di cedere le proprie azioni all'acquirente di controllo, al medesimo prezzo e alle stesse condizioni dell'OPA. Nel secondo caso, si impone all'acquirente di lanciare un'OPA quando raggiunge una determinata soglia di partecipazione.

²⁶ Regolamento Consob n. 11971/1999 (Emittenti). L'art. 46 recita: "L'obbligo di offerta di cui all'articolo 106, comma 3, lettera b), del Testo unico consegue alla maggiorazione, ovvero all'acquisto, anche indiretto ai sensi dell'articolo 45, di più del 5 per cento del numero complessivo dei diritti di voto ovvero del capitale rappresentato da titoli che attribuiscono diritti di voto sugli argomenti indicati nell'articolo 105 del Testo unico nell'arco di dodici mesi". Nel seguente articolo è possibile notare la presenza di un collegamento con l'art. 45 dello stesso Reg. attuativo. Quest'ultima disposizione fornisce ulteriori dettagli su cosa s'intende per acquisto indiretto e quali condizioni determinano la prevalenza delle partecipazioni che portano all'obbligo di OPA. Da una parte, l'art. 46 stabilisce la soglia quantitativa dell'acquisizione (5% dei diritti di voto o del capitale sociale) che, una volta superata, attiva l'obbligo di OPA. Fornisce una base chiara, al fine di stabilire quando un soggetto deve lanciare un'offerta pubblica per garantire la trasparenza e proteggere gli interessi degli azionisti di minoranza. Ad esempio, se un investitore acquisisce il 6% dei diritti di voto di una società quotata nel corso di dodici mesi, la norma citata stabilisce che deve lanciare una *tender offer* per acquistare tutte le azioni degli altri azionisti. L'art. 45, invece, si concentra sulle modalità attraverso cui un'acquisizione indiretta può determinare l'obbligo di lanciare un'OPA. Come detto precedentemente, definisce cosa si intende per partecipazione indiretta e stabilisce le condizioni per determinare la prevalenza delle partecipazioni. Ad esempio, se un investitore detiene azioni in una società, la quale a sua volta possiede una quota significativa in un'altra società quotata, la disposizione in questione chiarisce che l'investitore può essere soggetto all'obbligo di lanciare un'offerta, se la sua partecipazione indiretta supera la soglia del 5%.

In conclusione, il connubio tra gli artt. 45 e 46 del Regolamento Consob n. 11971/1999 garantisce che tutte

di OPA di consolidamento in questione, è utile citare la Comunicazione Consob n. 0101125, 11-11-2016²⁷.

Un'ulteriore modalità di *tender offer* da considerare è quella "a cascata"²⁸, che può essere collegata²⁹, in un certo senso, al tipo di offerta pubblica precedentemente descritta. Tale forma di OPA è disciplinata dall'art. 45 del Regolamento Emittente del 1999. Inoltre, anche quella "di consolidamento" potrebbe essere tenuta a rispettare la medesima normativa in caso di acquisizioni indirette³⁰.

Infine, considerando sempre la categoria generale delle *tender offers* obbligatorie, l'ultima tipologia da considerare consiste nell'o.p.a. successiva totalitaria, fattispecie base, disciplinata ex art. 106 t.u.i.f. In merito, vengono i tratti essenziali utili per

le acquisizioni significative, sia dirette che indirette, siano soggette alle stesse regole e offrono una protezione agli azionisti di minoranza, garantendo equità così da impedire elusioni normative. Dunque, questa interconnessione contribuisce a mantenere la trasparenza e l'integrità del mercato finanziario, impedendo acquisizioni non trasparenti e proteggendo gli interessi degli investitori.

²⁷ Considerando i requisiti normativi per l'attuazione dell'OPA di consolidamento, il cui obiettivo è "evitare che coloro che detengono una partecipazione compresa tra il 30% e il 50% del capitale possano rafforzare in misura rilevante la propria posizione in un periodo di tempo non sufficientemente diluito", Cfr. Comunicazione n. DEM/2018528 del 20 marzo 22002. Questa normativa mira anche a consentire "la riduzione della contendibilità dell'emittente a condizione che il consolidamento della partecipazione avvenga in un periodo di tempo tale da non superare il 5% nell'arco di dodici mesi", Cfr. Comunicazione n. 0080574 del 15 ottobre 2015. Dopo aver precisato ciò, in merito alla questione sull'obbligo di o.p.a. da consolidamento applicabile alla *Hitachi Rail Italy Investments S.r.l.*, in relazione agli acquisti di azioni *Ansaldo STS S.p.A.* dopo il pagamento dell'OPA da essa promossa, la questione verte sull'applicazione dell'art. 106, comma 3, lettera b) del TUF. Dopo un esame dettagliato degli eventi e delle norme applicabili, nella Comunicazione Consob n.0101125, 11-11-2016, si è concluso quanto segue: a) Gli acquisti fatti da *Hitachi* durante l'OPA non devono essere considerati per il calcolo del 5%, in quanto sono stati fatti nell'ambito di una procedura normativa obbligatoria. b) Il momento di riferimento per il calcolo dei 12 mesi previsti dall'art. 46 del Regolamento Emittenti è la data di chiusura della *tender offer*, non quella dell'acquisto iniziale di partecipazione, perché l'OPA iniziale ha già determinato l'obbligo normativo. c) considerando il totale delle azioni detenute da *Hitachi*, comprese quelle acquisite durante e dopo l'OPA, le quali hanno portato la sua partecipazione al di sopra del 50%, si può applicare l'orientamento che esenta dall'obbligo di OPA da consolidamento, quando il controllo supera il 45% + 1 azione.

In sintesi, gli acquisti successivi all'offerta da parte di *Hitachi* non comportano un ulteriore obbligo di OPA da consolidamento, poiché la partecipazione di controllo è già stata raggiunta e supera la soglia prevista.

²⁸ Per ulteriori riferimenti in merito alle offerte pubbliche d'acquisto a cascata, si veda PROVERBIO, D., "Brevi note in tema di OPA a cascata – Commento", in *Le Società*, 1° luglio 1999, fasc. 7, p. 885.

²⁹ Il collegamento tra le due situazioni giuridiche risiede nel fatto che, nell'ambito dell'OPA di consolidamento, l'acquisizione iniziale che determina una partecipazione significativa può essere vista come il primo anello di una potenziale catena di OPA a cascata. Questo perché l'acquirente potrebbe avere sotto il proprio controllo altre società controllate o affiliate, il cui possesso di azioni può essere considerato nel calcolo della partecipazione totale. Pertanto, l'offerta di consolidamento iniziale potrebbe scatenare l'obbligo di lanciare ulteriori offerte pubbliche su tali società controllate, configurando una situazione di cascata in cui un'operazione conduce direttamente a un'altra, determinando una serie di offerte pubbliche d'acquisto correlate.

³⁰ Sul punto è utile riportare una breve riflessione di WEIGMANN, "Le offerte pubbliche di acquisto", in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Vol. X, cap. 2, 1993, Torino, pp. 317 e ss., 482: "è indubbio che l'imposizione di tante offerte a cascata ha un effetto deterrente su chi intenda acquisire il controllo del primo anello della catena".

inquadrare l'istituto, al fine di comprendere meglio alcuni aspetti presenti nei successivi capitoli. Soprattutto per quanto riguarda il caso di inadempimento di emissione di un'offerta obbligatoria e le successive conseguenze risarcitorie. È possibile astrarre questa tipologia come una categoria concettuale, dentro la quale vengono incluse altre offerte obbligatorie descritte precedentemente. Inoltre, l'ambito di applicazione è vasto, in quanto l'art. 106³¹ prescrive che “*chiunque, a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore [...]*”. L'elemento cruciale, il quale estende la disciplina in questione, è il concetto di “partecipazione”. In quanto s'intende, non solo una quota di titoli emessi da una società, anche detenuti tramite intermediari, che conferisce diritti di voto nelle assemblee per la nomina o la revoca del Consiglio di amministrazione (o del Consiglio di sorveglianza). Invero, secondo l'art. 105, comma 3° del TUF, la Consob può ampliare questa definizione, includendo altre categorie di titoli con diritto di voto su diverse questioni, nonché altri strumenti finanziari il cui possesso è rilevante per il calcolo della soglia di partecipazione³². Questo obbligo serve a garantire la parità di trattamento tra tutti gli azionisti³³.

³¹ L'art. 106 del t.u.i.f. impone l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto a chiunque, in seguito ad acquisti all'incremento dei diritti di voto, superi la soglia del 30% di partecipazione o ottenga più del 30% dei diritti di voto complessivi. Questo obbligo riguarda tutti i titoli negoziabili e deve essere rivolto a tutti i detentori di tali titoli. Quindi, chiunque arrivi a detenere il 30% delle partecipazioni o dei diritti di voto attraverso acquisizioni onerose deve lanciare un'OPA.

Non solo le partecipazioni al capitale sono rilevanti, ma anche gli incrementi nei diritti di voto nelle assemblee per la nomina degli amministratori o del consiglio di sorveglianza. L'obbligo di lanciare l'OPA spetta a chi raggiunge la soglia del 30%, non ai destinatari dell'offerta. Gli azionisti di minoranza, pertanto, possono scegliere liberamente se mantenere le proprie azioni e continuare a condividere le decisioni gestionali e strategiche di chi detiene il 30% dei diritti di voto. È importante sottolineare che non solo le quote di partecipazione al capitale, ma anche le “maggiorazioni dei diritti di voto” durante le assemblee per la nomina degli amministratori o del consiglio di sorveglianza sono rilevanti ai fini dell'applicazione dell'art. 106 del TUF. Questo significa che, anche se il controllo azionario diretto non supera il 30%, se un soggetto ottiene una maggioranza di voti attraverso accordi o disposizioni speciali, potrebbe comunque scattare l'obbligo di lanciare un'OPA totalitaria successiva. Riguardo a questo specifico tema si rinvia, per una maggiore approfondimento, a MOSCA, C., “*La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie opa*”, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, 2015, fasc.5, pp. 873 e ss.

Per quanto riguarda gli effetti economici delle o.p.a. totalitarie successive, si osserva MACCHIATI, A., SICILIANO, G. “*Gli effetti economici dell'offerta obbligatoria successiva*”, in *Politica Economica, Journal of Economic Policy*, 1999, pp. 169-194.

³² Sul punto si rinvia a CERA, M., *op. ult. cit.*, p. 213.

³³ Inoltre, la Comunicazione Consob n. DEM/2018528 del 20 marzo 2002 specifica che “il consolidamento della partecipazione deve avvenire in un periodo di tempo tale da non superare il 5%, nell'arco di dodici mesi”.

2. I principi sottesi al procedimento regolamentato delle OPA: brevi cenni

In ambito societario dell'ordinamento italiano, il procedimento dell'OPA viene rappresentato da uno strumento principale, per la riorganizzazione e il controllo delle emittenti. Esso si articola in diverse fasi, considerate essenziali. In merito ai principi sottesi al relativo procedimento delle OPA, sono presenti due linee guida fondamentali, di cui è imprescindibile considerarle brevemente, il principio di irrevocabilità dell'offerta e la cd. *"equal opportunity rule"*. Quest'ultimi costituiscono i pilastri della disciplina, che regola lo svolgimento dell'offerta. Nel primo caso, l'irrevocabilità dell'OPA comporta la sua vincolatività e l'impossibilità di revoca³⁴. A conferma di ciò, qualsiasi pattuizione contraria è considerata nulla. Questo principio rappresenta una chiara e definita deviazione rispetto alla norma generale sull'offerta al pubblico, come delineato nell'art. 1336, comma 2, del Codice civile³⁵. È utile aggiungere che, il Reg. 11971/1999, Consob, sottolinea ulteriormente l'importanza di questo principio³⁶, stabilendo che l'efficacia dell'offerta non può essere condizionata alla mera volontà dell'offerente³⁷ (art.

³⁴ Per avere un quadro generale in merito è utile cfr. COTTINO, G., ABRIANI, N., CAVALIERE, T., SARALE, M., CALLEGARI, M., & DESANA, *op. ult. cit.*, pp. 1001; MUCCIARELLI, F., *op. ult. cit.*, pp. 54-55.

³⁵ Art. 1336, comma 2, c.c.: *"La revoca dell'offerta, se è fatta nella stessa forma dell'offerta o in forma equipollente, è efficace anche in confronto di chi non ne ha avuto notizia"*. Viene contemplata la possibilità di revoca dell'offerta, purché effettuata nella stessa forma o in una forma equivalente. Invece, l'irrevocabilità, nell'ambito delle OPA, è confermata come requisito imprescindibile. Tale imperatività nasce dalla necessità di preservare la stabilità e l'integrità del processo di negoziazione, contrastando eventuali tentativi di manipolazione o speculazione dannosa. In tal modo, si garantisce una maggiore protezione degli interessi degli investitori e si promuove la fiducia nel mercato finanziario. Questo criterio fondamentale, preso in considerazione, conferma un orientamento uniforme già presente in altri paesi come Francia, Gran Bretagna, Spagna e Belgio. Infatti, analogo principio è stato adottato in Francia (art. 5 Reg. *général*); Gran Bretagna (*Rule 2.7 Code*); Spagna (art. 21 *Decreto* 1197/91) e Belgio (art. 3.5 *arrêté royale*, 8 novembre 1989).

³⁶ In particolare, l'art. 37, Reg. Emittente, include una serie di informazioni obbligatorie, come l'offerente, il quantitativo dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta, il corrispettivo offerto, le motivazioni dell'offerta, e le condizioni alle quali la *bid* è subordinata. Il criterio della irrevocabilità non è direttamente trattato nell'art. 37, ma può includere, indirettamente, il concetto generale che le condizioni dell'offerta non devono essere tali da permettere all'offerente di revocarla arbitrariamente. A conferma di ciò, considerando sempre la medesima disposizione normativa, *"la comunicazione prevista dall'articolo 102, comma 1, del Testo unico resa nota al mercato e all'emittente, indica: [...] j) le condizioni alle quali l'offerta è subordinata; [...]"*. Dunque, si riferisce alla necessità di elencare chiaramente le condizioni a cui l'offerta è subordinata. Le clausole considerate legittime sono quelle che non concedono all'offerente la facoltà di ritirare l'offerta a propria discrezione.

³⁷ La dottrina prevalente individua il momento di inizio di efficacia del principio di irrevocabilità nell'istante in cui viene pubblicato il documento d'offerta. Sul punto si osserva ANNUNZIATA, F., *"La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio di titoli"*, in Società, 1992, p. 590. Per citare un esempio

40, comma 1). Ciò evita che quest'ultimo possa utilizzare condizioni sospensive o risolutive³⁸, al fine di aggirare l'irrevocabilità dell'offerta e mantenere un controllo più stabile, sul relativo processo. Tuttavia, il tema dell'irrevocabilità solleva anche una questione ulteriore, cioè la possibilità, per il *bidder*, di sottoporre, al verificarsi di certe condizioni, l'efficacia e la validità dell'offerta³⁹.

D'altra parte, in riferimento alla regola della "*equal opportunity rule*", l'OPA deve essere estesa a tutti i titolari dei prodotti finanziari in oggetto, a parità di condizioni⁴⁰. Ciò implica l'assenza di discriminazioni tra i potenziali destinatari della *tender offer*, in quanto ciascuno può ricevere pari vantaggi, benefici e opportunità. Tale principio di eguaglianza, inteso sia in senso formale che sostanziale, protegge l'interesse pubblico, nonché garantisce il corretto e trasparente funzionamento del mercato finanziario, nella sua interezza. In aggiunta, ulteriore finalità è di evitare abusi e manipolazioni derivanti dagli eventuali offerenti, affinché l'OPA sia conforme ai principi di trasparenza, parità di trattamento ed eguaglianza. Il citati assiomi non solo orientano il processo di offerta, inteso nella sua generalità, bensì si applicano, in maniera più puntuale, anche alle OPA obbligatorie (ex art. 106, t.u.i.f.). In quest'ultimo caso, si fa specifico riferimento al "*best price rule*" e alla "*pro rata rule*". Il primo, mira a garantire che gli azionisti della società target ricevano il miglior prezzo possibile per i loro titoli azionari, durante una *tender offer*⁴¹. Il secondo, assicura un trattamento equo per tutti gli azionisti, salvaguardando che

concreto, si può considerare il caso in cui due banche (Credito Italiano e Cariplo) hanno presentato offerte per acquisire il Credito Romagnolo, entrambe con la condizione che una specifica clausola dello statuto della società bersaglio fosse soppressa dopo la chiusura dell'Opa. Questo caso viene discusso in dettaglio da RIGOTTI, M., "*L'Opa Credito Romagnolo*", in Riv. Società, 1996, pp. 158 e ss.

³⁸ L'art. 43 prescrive che eventuali modifiche all'offerta debbano essere comunicate secondo le disposizioni dell'art. 36 del Regolamento. Inoltre, tali variazioni non possono ridurre il quantitativo richiesto e non si applicano alle offerte concorrenti. Questo implica che le condizioni sospensive non debbano compromettere l'impegno preso dall'offerente.

³⁹ Ad esempio, il caso di vincolare un'offerta al raggiungimento di un livello minimo di accettazioni. Di conseguenza, la *bid* diventa valida solo se un certo numero di persone accetta di beneficiarne. L'aspetto da evidenziare, consiste che l'indicazione di un livello minimo di accettazioni è una condizione riguardante la sua validità ed efficacia, ma non influisce sulla sua irrevocabilità. Cfr. SILVETTI, C., "*Note a margine di un recente caso di Opa ostile*", in Banca Borsa e tit. cred., 1997, fasc.1, cit., p. 77.

⁴⁰ Cfr. MONTALENTI, P., "*La legge italiana sulle offerte pubbliche: prime riflessioni*", in Giur. Comm., 1992, fasc. 1, p. 848; LENER, R., "*Offerta pubblica di acquisto*", in Digesto Comm., Torino, 1994, p. 317.

⁴¹ Secondo l'art. 106, comma 2, TUF: "*l'offerta è promossa entro venti giorni a un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato [...] nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, [...]. Qualora non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria nel periodo indicato, l'offerta è promossa per tale categoria di titoli ad un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile. Il medesimo prezzo si applica, in mancanza di acquisti a un prezzo più elevato, [...]*". In sintesi, si riferisce al principio secondo il quale il prezzo offerto per l'acquisto dei titoli oggetto dell'offerta deve essere il migliore tra tutti i prezzi

nessuno riceva condizioni preferenziali durante l'acquisto di azioni⁴². Infine, il principio di parità di trattamento è rimarcato nel Reg., art. 42, comma 1.

3. Introduzione alle difese anti-OPA e le loro implicazioni sulla tutela degli azionisti di minoranza e sui possibili risarcimenti del danno

Una volta contestualizzata l'offerta pubblica d'acquisto nel quadro normativo italiano, è opportuno addentrarsi nell'analisi centrale del presente elaborato, fornendo una panoramica delle difese anti-OPA e delle implicazioni derivanti dalla loro adozione.

In base ad una riflessione critica sulla tutela degli interessi degli azionisti di minoranza, emerge un interrogativo cruciale: qual è il ricorso disponibile nel caso in cui tali difese non assicurino la necessaria protezione?

Nel caso di contrasto di interessi tra gli amministratori e gli azionisti, o di abusi di maggioranza, diventa imprescindibile esaminare l'esistenza di rimedi legali per i soggetti lesi. In merito a ciò, l'epilogo di questa trattazione si propone di investigare se pronunce giurisprudenziali, le quali stabiliscono conseguenze risarcitorie in caso di mancata OPA obbligatoria, possano applicarsi in via estensiva ed analogica anche al contesto incerto delle difese anti-OPA. Questa indagine considera le violazioni delle disposizioni normative riguardanti la *passivity rule* e le sue eccezioni, dato che entrambe le circostanze condividono valori, scopi e funzioni simili.

È innegabile che il diritto societario abbia tra i suoi obiettivi principali la tutela della minoranza societaria. Al contempo, è fondamentale considerare che la violazione di leggi può comportare una responsabilità extracontrattuale. Infatti, in base all'art. 2043 c.c., affinché si configuri una responsabilità aquiliana, devono essere soddisfatti determinati

precedentemente offerti, per gli stessi titoli durante un periodo determinato.

Rispetto a questo tema specifico, esiste una dottrina florida, anche se qui ne cito solo alcuni esempi, utili per approfondimenti ulteriori. Ad esempio, ENRIQUES, L., "*Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'opa obbligatoria*", Il Mulino, Bologna, 2002, p. 134; LEMME, G., "*Opa ostili su società quotate*", in Riv. dir. comm., 2001, fasc. 1, pp. 95-126;

In aggiunta, la Consob ha definito, in base alla Comunicazione n. 99095232 del 30 dicembre 1999, che "*il parametro del prezzo di mercato può essere impiegato solo se gli strumenti finanziari sono stati effettivamente quotati per l'intero periodo di dodici mesi indicato nell'articolo 106*". In sostanza, è necessario che siano disponibili le medie mensili ponderate di ciascuno dei dodici mesi di riferimento. Questa regola mira a garantire un'adeguata e affidabile valutazione del prezzo di mercato.

⁴² La "*pro rata rule*" stabilisce che, qualora il numero di azioni offerte in un'OPA sia inferiore al numero di azioni che gli azionisti desiderano vendere, l'offerta sarà soddisfatta proporzionalmente al numero di azioni offerte da ciascun azionista.

requisiti. In primo luogo, deve esserci una condotta illecita o colpevole. In secondo luogo, è necessario che si verifichi un danno, sia materiale che morale, subito dalla parte lesa, derivante da tale azione od omissione. Risulta, inoltre, essenziale che vi sia un nesso causale diretto, tra l'azione illecita e il danno subito, affinché si possa dimostrare che il pregiudizio arrecato derivi da una conseguenza prevedibile della suddetta condotta. La responsabilità civile potrebbe conseguire dalla presenza di dolo o colpa, per il quale quest'ultima si potrebbe configurare con la negligenza, imprudenza o malafede, oppure vi potrebbe essere una responsabilità oggettiva. D'altro canto, la legittimazione passiva è un altro elemento necessario, affinché una persona fisica o un ente giuridico possa essere ritenuta responsabile.

Dunque, una delle finalità principali, del presente lavoro, consiste nel delineare e analizzare il quadro normativo e la giurisprudenza di riferimento, al fine di favorire un equilibrio o, meglio, un bilanciamento, fra il benessere della società, considerata nella sua interezza, e i diritti degli investitori. Tale temperamento si può definire "equilibrio azionario".

3.1 Brevi premesse riguardo al concetto di OPA "ostile"

Prima di procedere con la nostra disamina sull'evoluzione storica e normativa delle difese anti-OPA, è imperativo operare una digressione sul concetto di "ostilità", nell'alveo dell'offerta pubblica di acquisto.

La *hostile tender offer*, nella sua accezione giuridica, raffigura un'operazione di acquisizione contraria, nella generalità dei casi, agli interessi del management della società bersaglio, configurando così un conflitto di interessi tra il *bidder* e il consiglio di gestione. Il profilo distintivo si rileva dalla mancanza di consenso derivante da quest'ultimo organo collegiale e, per di più, viene percepita come una vera e propria minaccia all'autonomia degli amministratori stessi, in quanto è probabile una ristrutturazione aziendale. Oltretutto, l'assenza di una chiara definizione normativa di OPA "ostile" rende difficile precisare tale concetto. La legislazione vigente, pur regolamentando le modalità difensive delle società bersaglio, non utilizza esplicitamente il termine "ostile". Pertanto, ci troviamo di fronte ad una lacuna normativa. Esaminando questa questione, la dottrina prevalente postula che una connotazione "ostile" sia

attribuibile ad un'OPA, quando tale operazione non ottiene il previo assenso degli amministratori della società target⁴³. Infatti, è evidente che, in caso di offerta ostile mirata al controllo societario, gli amministratori siano i principali soggetti a subire le ripercussioni di tale evento. Normalmente, a seguito di essa, si verifica una riorganizzazione delle strategie gestionali e una conseguente revisione della composizione dell'organo amministrativo. In tale contesto, l'acquisizione viene comunemente definita con il termine *bear hug*⁴⁴ (letteralmente, "abbraccio dell'orso"). Tuttavia, nel tempo, vi sono state teorie alternative, le quali meritano di essere considerate, in quanto la connotazione di ostilità non può dipendere solamente dalla mancanza di approvazione, da parte degli amministratori. Invero dipende dalla natura aggressiva e coercitiva, con cui la *tender offer* viene eseguita. In questa prospettiva, l'elemento della *coactio* gioca un ruolo cruciale. La pressione esercitata sugli azionisti affinché accettino l'offerta, attraverso strategie di mercato tese a forzare la mano della società bersaglio, può configurare un carattere ostile dell'operazione. Secondo questa teoria, tale comportamento si manifesta attraverso tattiche quali l'acquisto massiccio di azioni sul mercato⁴⁵, creando una cosiddetta "*creeping takeover*". Inoltre, include la diffusione di informazioni volte a destabilizzare la fiducia degli azionisti nella gestione attuale o, anche, la minaccia di svalutazione delle azioni, qualora l'offerta non venisse accettata.

Nondimeno, un altro filone dottrinale sottolinea come l'assenza di approvazione degli amministratori non debba essere sempre interpretata negativamente. In alcune circostanze, tale mancato assenso potrebbe riflettere semplicemente una resistenza conservativa del *board* stesso, volto più a preservare il proprio *status*, piuttosto che a tutelare gli interessi della società e dei soci.

In aggiunta, è possibile rinvenire ulteriori versioni, le quali coloriscono il concetto in questione. Prima di tutto, alcuni ritengono superflua la distinzione tra la mancata intesa

⁴³ A riguardo è possibile consultare l'elaborato di LISANTI, M., "*Quale tutela per gli azionisti di minoranza?*", in Merc. Conc. Reg., 2000, p. 152. In aggiunta, è utile tenere in considerazione il contributo di WEIGMANN, R., *op. ult. cit.*, p. 319.

⁴⁴ Per un'analisi approfondita delle diverse tipologie di *bear hug*, si rimanda a GILSON R.J., & BLACK, B.S., "*The Law and Finance of Corporate Acquisitions*", in New York, 1995.

⁴⁵ In tal senso cfr. CLEVELAND, G. H., "*Developments in Corporate Takeover Techniques: Creeping Tender Offers, Lockup Arrangements, and Standstill Agreements*", in Washington and Lee Law Review 39, fasc. 3, 1982, pp. 1095-1122.

con il Consiglio di amministrazione e quella con il “venditore” dell’emittente⁴⁶, poiché in entrambi i casi l’OPA può essere considerata ostile. Questa percezione deriva dalla consueta coincidenza di interessi tra gli amministratori e la società bersaglio, di cui essi sono rappresentanti diretti. Tuttavia, come evidenziato dalla dottrina, è cruciale evitare fraintendimenti nella classificazione delle OPA come amichevoli oppure ostili. Sebbene l’approvazione della maggioranza degli azionisti sia essenziale per il successo di una *tender offer*, il fulcro della questione risiede nella probabile sostituzione dei membri del CDA da parte del nuovo acquirente, post-trasferimento del capitale. Di conseguenza, la distinzione primaria tra offerte concordate e non dovrebbe basarsi su tale sostituzione, la quale determina un cambio significativo nell’orientamento strategico della società.

In secondo luogo, è importante considerare l’approccio di alcuni studiosi che, rilevando le difficoltà nel qualificare un’OPA come ostile o amichevole basandosi esclusivamente sull’atteggiamento degli amministratori, suggeriscono definizioni alternative. Questi autori propongono di valutare tale differenza in base ai “*corsi di mercato*”⁴⁷. Se i prezzi di mercato fossero vicini ai valori previsti nell’offerta, essa viene percepita positivamente e, dunque, potrebbe essere considerata amichevole. Viceversa, se i prezzi di mercato fossero significativamente distanti dai valori proposti nel documento d’offerta, ciò vorrebbe indicare la presenza di un particolare dissenso nella prassi in ambito economico, suggerendo l’esistenza di un’OPA ostile, con una bassa probabilità di successo. Sebbene risulti innovativo, tale metodo non è privo di critiche. Affidarsi alle fluttuazioni di mercato può essere fuorviante, poiché tali oscillazioni sono spesso influenzate da una varietà di fattori esterni, i quali possono non avere alcun legame diretto con l’OPA stessa. Inoltre, tale analisi non considera le sfide legate all’adozione tempestiva di misure difensive, le

⁴⁶ Questa visione è supportata dall’interpretazione di MOSCA CHIARA. Nel suo commento all’art. 104 del Testo Unico della finanza, intitolato “*Autorizzazione dell’assemblea, Commento all’art. 104, d.lgs. 24 febbraio 1998, n.58*”, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Giuffrè, Milano, 1999, p. 264, l’A. espone chiaramente la sua posizione. Mosca afferma che “*un’OPA deve essere considerata ostile quando il trasferimento del pacchetto di controllo della società non viene concordato, né con il venditore, né con gli amministratori in carica della società bersaglio*”. In sostanza, qualora né il *seller*, il quale può essere l’azionista di riferimento o la maggioranza dei soci, né il *board* in carica sono d’accordo con l’offerta, questa è definita ostile. Questa mancanza di intesa implica una forzatura delle dinamiche di controllo.

Un elemento creativo ed originale, il quale emerge dall’interpretazione di Mosca è l’idea per cui l’ostilità non risiede solo nel mero dissenso formale, bensì nella natura stessa dell’intervento, in quanto sconvolge l’assetto decisionale interno della società bersaglio. Questa prospettiva suggerisce che l’ostilità è intrinsecamente legata all’interferenza con la *governance* esistente, rendendo la distinzione tra amministratori e venditore quasi irrilevante.

⁴⁷ Cfr. BIANCHI, T., “*Opa, difficile dire se è ostile o no*”, nel *Sole 24 Ore*, 23 aprile 1999.

quali devono essere attuate fin dal lancio della *tender offer* e non possono essere posticipate in attesa dei risultati del mercato. In effetti, in scenari in cui una *bid* è destinata a fallire fin dall'inizio, implementare tecniche difensive risulterebbe praticamente inutile⁴⁸.

Infine, alcuni sostengono che la definizione “tradizionale”, basata sulla posizione degli amministratori, non sia completamente esaustiva. Secondo tale dottrina, sarebbe più appropriato definire un'OPA ostile basandosi sulla reazione negativa di coloro che possono bloccarla, come amministratori o altri soggetti influenti. In questo contesto, l'uso di difese diventa cruciale per identificare un'OPA come ostile. Questo approccio, pur essendo meno preciso, affronta efficacemente le complessità di alcuni contesti giuridici, ove le misure difensive sono implementate sia dal Consiglio di amministrazione sia dall'assemblea degli azionisti⁴⁹.

Tutte queste prospettive alternative arricchiscono il dibattito giuridico, suggerendo che la valutazione dell'ostilità di un'offerta debba essere condotta attraverso un'analisi più sfumata e contestuale. Questa deve considerare non solo la posizione del *board*, bensì anche la dinamica complessiva dell'operazione e gli interessi in gioco.

3.2 Origini e antecedenti delle difese anti-OPA: lo sguardo pionieristico di Martin Lipton nell'ambito delle strategie difensive delle acquisizioni societarie, con una prospettiva oltreoceano (USA, 1980). E la *business judgment rule*

A partire dagli anni '80, si erano intensificate notevolmente, sia in termini di numero che di complessità e aggressività, le circostanze per il controllo delle società. Da codesto fenomeno erano state create e sviluppate una moltitudine di strategie difensive contro le OPA ostili. Tale realtà, in USA, ha trovato la sua radice e la sua massima espressione. In effetti, molte di esse, fin ora adottate in Italia e in altri Paesi UE traggono ispirazione dalla giurisprudenza anglosassone, in particolare quella americana. Martin Lipton era ed è

⁴⁸ Questa visione pragmatica si rinviene nell'opera di REGALDO, F., “*Le tecniche difensive nelle opa ostili*”, in *Riflessioni comparatistiche*, Torino, 2004, p. 20.

⁴⁹ Cfr. D'AMBROSIO, C., “*Offerta pubblica di acquisto: poteri e responsabilità degli amministratori*”, CEDAM, Padova, 2014, p. 18.

considerato un pioniere, tra i giuristi più influenti in questo campo, nell'individuazione e implementazione di tali meccanismi *anti-takeover*, a titolo esemplificativo, si menziona la “*poison pill*” o “piano di diritti degli azionisti”.

Nel corso degli anni, il contesto delle OPA ostili cambiò radicalmente. Prima del 1981, non era immaginabile che tali *tender offer* potessero arrivare e raggiungere cifre miliardarie. Inoltre, nel corso di questi decenni, sono state inventate ulteriori forme di attacco dai *bidder*, affinché ogni impresa *target* possa essere potenzialmente vulnerabile. Ciò ha portato ad un aumento delle “*multi-billion-dollar offers*”. Questo è stato evidente nel 1984, quando si registrarono diciotto operazioni con valori superiori a un miliardo di dollari, tra cui l'acquisizione di Getty Oil Company da parte di Texaco per 10 miliardi di dollari e la *takeover* da 13,4 miliardi di dollari di Gulf, da parte di Socal⁵⁰.

Questi cambiamenti sono stati accompagnati da un'evoluzione delle modalità di finanziamento delle *tender offers*. In passato, la maggior parte di esse erano proposte in contanti da parte di società ben capitalizzate. Oggi, imprenditori specializzati nelle acquisizioni possono lanciare operazioni di smembramento, finanziate attraverso *junk bonds* od offerte a due livelli, con pagamento iniziale elevato. Inoltre, nuove forme di attività di *takeover*, come le battaglie per deleghe finalizzate alla scissione delle compagnie (*proxy fights*) e il *greenmail*, sono diventate sempre più comuni.

In risposta a queste strategie aggressive, le società bersaglio hanno implementato una serie di manovre innovative. Tra queste, si possono citare l'offerta controffensiva “*pac-man*”, emendamenti statutari per adottare consigli di amministrazione classificati, clausole di prezzo equo e di voto a maggioranza qualificata, accordi con “*white squires*”, piani di dividendi in azioni privilegiate convertibili, piani di acquisto di diritti, offerte di scambio di obbligazioni, e misure “*springing*”. Alcune di queste misure difensive verranno analizzate propriamente nel successivo capitolo.

Per comprendere appieno il contesto in cui si inseriscono le “*defensive tactics*” nel mercato azionario statunitense, risulta opportuno condurre un breve *excursus* sulle modalità di una *tender offer* e sulle circostanze in cui questa può essere considerata ostile. Ciò serve al fine di delineare, sommariamente, il modello nordamericano.

Una “*tender offer*” è una strategia, con la quale l'offerente (il “*bidder*”) ambisce ad

⁵⁰ In merito a questi esempi di *case studies* è utile l'approfondimento di LIPTON M., BROWNSTEIN A. R., “*Takeover Responses and Directors' Responsibilities - An Update*”, in *Business Lawyer (ABA)* 40, n. 4 (August 1985), p. 1403-1430.

ottenere il controllo di una società quotata, mediante l'acquisto di azioni, le quali vengono vendute e/o scambiate direttamente sul mercato finanziario. Questa operazione, così come avviene anche nell'ordinamento italiano, consiste in una sollecitazione estesa a tutti gli azionisti dell'impresa *target*. In particolare, in caso di offerta amichevole, le parti dovranno negoziare un certo accordo alquanto dettagliato, il quale definirà i termini e condizioni del *deal*. I rispettivi Consigli di amministrazione approveranno formalmente questa intesa, la quale verrà successivamente sottoscritta e comunicata alla SEC tramite il modulo "*Schedule TO*", corredato dai documenti necessari volti a divulgare le condizioni definitive della proposta. Questo *iter* rispetta le normative delineate dal *Model Business Corporation Act* (MBCA), il quale non prevede l'approvazione del *board* della *target* né il voto degli azionisti per la cessione delle partecipazioni, a differenza delle operazioni di cessione d'azienda (*Asset Purchase*). In situazioni di ostilità, l'offerente si trova nella necessità di eludere l'opposizione del Consiglio di amministrazione dell'ente bersaglio. Difatti, il *bidder*, al fine di conseguire tale obiettivo, si rivolge in maniera diretta agli azionisti, affinché possa formulare un'offerta, mirata ad acquisire almeno la maggioranza delle quote azionarie. Questo tipo di intervento, noto come "*stock purchase*", si distingue, in relazione alla sua peculiarità, di non richiedere né il consenso del *board of directors* dell'emittente né il voto degli *shareholders*. Per di più, qualora il *bidder* riesca a ottenere un numero sufficiente di adesioni può sostituire il Consiglio ostile, con membri di sua fiducia. Completata tale operazione, i membri appena nominati possono deliberare una "*second-step merger*" per realizzare lo "*squeeze out*" degli azionisti recalcitranti, trasformando così la società bersaglio in una sussidiaria integralmente controllata dall'offerente.

Ulteriore strumento a disposizione di quest'ultimo soggetto è la "*proxy contest*" o "*proxy fight*", altrimenti denominata "*guerra delle deleghe*". Questo metodo mira ad assumere il controllo del *management* della *target*, mediante l'elezione di individui fiduciari del proponente fino al conseguimento della maggioranza dei seggi. Pertanto, quest'ultimo attore invia materiali informativi agli azionisti, con lo scopo di persuaderli a delegare il loro voto a favore della propria lista di amministratori. Nel caso in cui l'offerente volesse evitare l'attesa in riferimento alla successiva elezione annuale del consiglio di amministrazione, può avviare una "*proxy fight*", il quale è volta a rimuovere immediatamente l'attuale organo di gestione e sostituirlo, oppure, in alternativa, può

cercare di ottenere il consenso scritto dagli *shareholders* così da raggiungere lo stesso fine, però senza un'elezione diretta. Entrambe le opzioni sono perseguibili, ma la scelta dipende dalla rigidità dello statuto societario e dalla relativa struttura interna.

La sollecitazione delle deleghe è regolata dalla SEC, e le norme pertinenti si applicano sia alla società target che all'offerente ostile, assicurando trasparenza e correttezza nel processo decisionale degli azionisti.

Avendo analizzato la disciplina che l'impianto nordamericano riserva alla *tender offer*, possiamo ora volgere lo sguardo alle cosiddette "*defensive tactics*".

È ormai riconosciuta⁵¹ una contrapposizione tra i modelli "europei-continentali" e quello statunitense. Nei primi, prevale l'utilizzo di "barriere" o difese volte a escludere a priori qualsiasi attacco alla società o a ridurre notevolmente la probabilità di una scalata.

In contrasto, il secondo sistema è maggiormente orientato verso l'uso di "strategie" difensive, le quali mirano a massimizzare il valore dell'investimento azionario della società bersaglio. Queste tecniche non solo disincentivano il lancio o la prosecuzione della *tender offer*, bensì puntano anche al miglioramento delle condizioni dell'offerta e alla presentazione di offerte concorrenti. Tali difese possono essere utilizzate sia in maniera preventiva ("*pre-bid*"), che successiva ("*post-bid*"), rispetto all'emissione di un'offerta. Tra le difese "*pre-bid*", i "piani di attribuzione dei diritti agli azionisti", meglio conosciuti come "*poison pills*", sono tra le più note e diffuse⁵².

La loro introduzione ha segnato un punto di svolta significativo nella disciplina delle tecniche di difesa a disposizione delle società target. Esse furono sviluppate, per la prima volta, nel 1982 da Martin Lipton e dai suoi colleghi dello studio legale Wachtell, Lipton, Rosen & Katz. Le *poison pills* vennero utilizzate inizialmente nella difesa di *El Paso Electric v. General American Oil* e successivamente, nel 1983, durante la scalata di

⁵¹ Come evidenziato da GILSON, R.J., "*The Political Ecology of Takeovers: Thoughts on Harmonizing the European Corporate Governance Environment*", K.J. Hopt, H. Kanda, M.J. Roe, e. Wymeersch, S. Prigge (edited by), in *Comparative Corporate Governance - The State of Art and Emerging Research*, Oxford, 1998, pp. 49 e ss.

⁵² Un esame più dettagliato delle *poison pills* sarà trattato nel capitolo successivo; tuttavia, l'aspetto che merita particolare attenzione in questo contesto è il loro meccanismo operativo. Nel senso che, queste pillole avvelenate sono disegnate per rendere una società target meno attraente o più difficile da acquisire, senza il consenso del CDA. Questi piani conferiscono agli azionisti esistenti il diritto di acquistare ulteriori azioni ad un prezzo scontato, se un singolo azionista supera una certa soglia di proprietà, diluendo così la partecipazione dell'offerente.

Inoltre, si inserisce in un contesto di contrasto, tra i modelli "europei-continentali" e quello nordamericano. Mentre i primi tendono a impedire a priori le acquisizioni attraverso barriere rigide; il modello nordamericano, attraverso l'adozione delle *poison pills*, rappresenta un approccio più flessibile e sofisticato, orientato non solo a prevenire ma anche a gestire e ottimizzare le condizioni dell'acquisizione.

Brown-Forman nei confronti di *Lenox*⁵³.

Sulla base dei principi giuridici fondamentali derivati dalla giurisprudenza statunitense, si afferma che, nel contesto delle operazioni di *takeover*, i membri del Consiglio di amministrazione, in qualità di fiduciari della società, sono vincolati all'esercizio esclusivo del loro giudizio. Essi devono adottare decisioni ritenute ragionevolmente nel miglior interesse dell'impresa e degli azionisti⁵⁴.

È cruciale, in questo ambito, considerare il dibattito dottrinale riguardante la distinzione tra soci di maggioranza e di minoranza. Ciò solleva interrogativi su quale interesse debba prevalere: quello dell'intero corpo sociale o solo di una frazione maggioritaria. Tuttavia, è essenziale riconoscere che la normativa societaria, e in particolare quella riguardante le OPA, mira a proteggere significativamente gli interessi degli azionisti di minoranza⁵⁵.

In tal senso, le operazioni di acquisizione sono trattate come qualsiasi altro evento societario. Di conseguenza, i direttori non sono obbligati a esaminare ogni proposta di acquisizione né ad accettare ogni offerta, la quale offra un premio considerevole rispetto al prezzo di mercato; parimenti, le tattiche difensive sono state legittimate.

Gli amministratori beneficiano della protezione offerta dalla *business judgment rule*⁵⁶ quando rispondono a *tender offers* ostili, purché abbiano agito in buona fede, con una decisione motivata da un obiettivo societario razionale. È onere dei ricorrenti confutare la presunzione della *business judgment rule*. Per adempiere a tale incombenza, gli appellanti devono dimostrare che la determinazione degli organi amministrativi è stata

⁵³ Si veda il caso *Brown-Forman Distillers Corp. v. Lenox, Inc.*, 83 Civ. 2116 (D.N.J. June 20, 1983).

⁵⁴ La posizione descritta è stata confermata in modo autorevole da tre decisioni fondamentali della Corte d'Appello Federale, le quali hanno trattato questioni relative alla legge del Delaware, alla normativa di New York e alla legge societaria generale. Questi casi includono *Panter v. Marshall Field & Co.*, 646 F.2d 271, 293-95 (7th Cir.), diniego di ricorso, 454 U.S. 1092 (1981); *Treadway Cos. v. Care Corp.*, 638 F.2d 357 (2d Cir. 1981); e *Johnson v. Trueblood*, 629 F.2d 287 (3d Cir. 1980), diniego di ricorso, 450 U.S. 999 (1981). Un'analisi approfondita di tali decisioni è fornita in LIPTON, M., "Takeover bids in the target's boardroom: an update after one year", pubblicato nella 36ª edizione di *Business Lawyer*, 1981, pag. 1017. È utile consultare anche *Crouse-Hinds v. InterNorth, Inc.*, 634 F.2d 690 (2d Cir. 1980), per un ulteriore approfondimento.

⁵⁵ *Ibidem*.

⁵⁶ La *Business Judgment Rule* è un principio giuridico fondamentale nel diritto societario, particolarmente nelle giurisdizioni degli Stati Uniti. Esso stabilisce una presunzione di legittimità e di correttezza delle decisioni prese dal Consiglio di amministrazione di una società, a condizione che tali scelte siano state adottate in buona fede, con la dovuta diligenza e nell'interesse della società e dei suoi azionisti.

Questa regola di giudizio rappresenta un equilibrio tra la tutela dei direttori della società, da azioni legali infondate, e la garanzia di una corretta *governance* societaria. Le relative decisioni devono essere adottate con la massima cura e attenzione, assicurando così la protezione degli interessi societari.

Dunque, il principio giurisprudenziale incentiva il *management* ad assumere rischi imprenditoriali e a prendere decisioni strategiche, senza il timore costante di essere giudicato per eventuali errori o scelte non ottimali, a condizione che agisca con diligenza, buona fede e competenza.

dettata da motivi illeciti ed egoistici. La semplice presenza di finalità illegittime tra le ragioni che hanno guidato il *board* non è, tuttavia, sufficiente a soddisfare tale requisito⁵⁷. L'applicazione della regola in questione ha impedito numerose contestazioni contro le recenti innovazioni nelle strategie difensive⁵⁸.

Nel contesto delle decisioni giuridiche relative alle operazioni di *takeover*, due casi federali significativi del 1984, *Gearhart Industries, Inc. v. Smith International, Inc.* e *Jewel Companies, Inc. v. Pay Less Drug Stores Northwest, Inc.*, hanno fornito chiarimenti cruciali sull'effettività della *business judgment rule*.

Nel primo caso, la Corte d'Appello del Quinto Circuito ha confermato la validità delle azioni difensive intraprese dal CDA di Gearhart⁵⁹. La controversia riguardava l'emissione di obbligazioni subordinate a sconto, corredate da "warrants" scattanti, vendute a investitori istituzionali con l'intento di contrastare l'accumulo di azioni da parte di Smith International, Inc.⁶⁰. La Corte affermava che era stato osservato il dovere fiduciario, in

⁵⁷ Si veda *Johnson v. Trueblood*, 629 F.2d at 292-93; *Pogo Producing Co. v. Northwest Indus., Inc.*, No. 83-2667 (S.D. Tex. May 24, 1983).

⁵⁸ Ad esempio, in *Gearhart Industries, Inc. v. Smith International, Inc.*, 741 F.2d 707 (5th Cir. 1984), la Corte ha analizzato l'uso dei "warrants scattanti". In questo caso, la difesa anti-OPA utilizzata può essere ricompresa nella categoria delle "strategie finanziarie", in quanto è molto simile alla *poison pill*. In *Buffalo Forge Co. v. Ogden Corp.*, 717 F.2d 757 (2d Cir. 1983), è stata applicata la stessa regola alla vendita di azioni proprie e all'opzione di *lock-up* su tali azioni, da parte della società target. Nel caso *Pogo Producing Co. v. Northwest Industries, Inc.*, No. 83-2667 (S.D. Tex. May 24, 1983), lo stesso principio è stato utilizzato per valutare l'auto-rilancio dell'impresa emittente, simile alla strategia difensiva chiamata "*self-tender*". In *Martin Marietta Corp. v. Bendix Corp.*, 549 F. Supp. 623 (D. Md. 1982), la Corte ha applicato la presunzione citata ad una controfferta di acquisizione. In questo caso, si fa riferimento alla cosiddetta "*pac-man defense*". Infine, nel caso *Whittaker Corp. v. Edgar*, 535 F. Supp. 933 (N.D. Ill. 1982), la regola è stata impiegata per valutare la vendita di *asset* societari. La tecnica in questione fa parte della categoria delle "strategie di difesa avanzate e contromisure drastiche", in cui è presente la "*crown jewel defense*".

⁵⁹ Nel caso di *Gearhart Industries, Inc. contro Smith International, Inc.*, la società Gearhart ha adottato una strategia complessa, la quale consisteva nell'emissione di cento milioni di dollari di obbligazioni subordinate a sconto, accompagnate da "warrants" scattanti, vendute a un gruppo ristretto di investitori istituzionali. Questa tecnica aveva diversi obiettivi strategici. Innanzitutto, ha permesso a Gearhart di ottenere liquidità immediata, rafforzando così la sua posizione finanziaria e rendendo più difficile, per Smith, continuare ad accumulare azioni. Inoltre, i *warrants* scattanti avrebbero diluito il suo potere di voto in caso di cambiamento di controllo, aumentando il numero di azioni in circolazione. Questo avrebbe reso meno attraente l'acquisizione della società, a meno di non pagare un prezzo significativamente più alto. In altre parole, le obbligazioni subordinate "a sconto" hanno attratto finanziatori istituzionali grazie al loro alto rendimento, derivante da un rischio maggiore rispetto alle obbligazioni ordinarie; mentre i "warrants scattanti" hanno funzionato come deterrente, poiché avrebbero permesso agli investitori di acquistare azioni a un prezzo più basso, in caso di cambio di controllo. Questo meccanismo ha creato un significativo ostacolo per Smith.

⁶⁰ "Le obbligazioni subordinate" sono una tipologia di strumento di debito, il quale viene rimborsato solo dopo che sono stati soddisfatti i diritti dei creditori ordinari, rendendole più rischiose e, pertanto, offrono un tasso di interesse più elevato. "L'emissione a sconto" significa che queste obbligazioni sono vendute a un prezzo inferiore al loro valore nominale, garantendo un profitto agli investitori alla scadenza, quando riceveranno il valore nominale pieno. I "warrants scattanti", invece, sono strumenti finanziari, i quali permettono ai finanziatori di acquistare azioni della società a un prezzo prestabilito in caso di cambiamento

particolare la buona fede, dal Consiglio di amministrazione. Sebbene la decisione di emettere tali strumenti finanziari fosse finalizzata a ostacolare l'offerta ostile, essa non è stata considerata di per sé illegittima. Altresì, la scelta della Corte è stata supportata dalla presenza e applicazione, negli USA, della *business judgment rule*, la quale protegge le scelte del consiglio di gestione, a condizione che siano prese con correttezza e nel miglior interesse della società e degli azionisti. In particolare, il Giudice di merito ha preso in considerazione non solo la presenza di una maggioranza, di membri indipendenti nel consiglio, bensì anche l'impiego di consulenti, di rinomata reputazione, finanziari e legali. Questi elementi hanno contribuito a confermare che le azioni difensive implementate erano giustificate, nell'interesse sociale e dai suoi azionisti. È opportuno sottolineare che la difesa anti-OPA, chiamata "*springing warrants*" e adottata da *Gearhart Industries, Inc.*, consistente nell'emissione di obbligazioni subordinate a sconto con "*warrants scattanti*", presenta rilevanti analogie con altre tecniche, le quali verranno esplorate più dettagliatamente nel secondo capitolo.

In primo luogo, la *poison pill* e la strategia di Gearhart hanno avuto in comune l'intento di diluire l'efficacia dell'acquisizione ostile. Questa, in particolare nella sua variante *flip-in*, consente agli azionisti della società target di acquistare azioni a prezzo scontato, diluendo così la partecipazione dell'acquirente aggressivo e riducendo il valore della sua quota di controllo. Analogamente, i *warrants scattanti* avrebbero consentito l'acquisto di azioni a un prezzo inferiore solo in caso di cambiamento di controllo. In secondo luogo, il *blank check preferred stock* (azioni privilegiate a valore variabile), emesse attraverso il *blank check*, permettono al Consiglio di amministrazione di stabilire diritti e privilegi specifici, i quali possono essere utilizzati per ostacolare la *takeover*. Infatti, essi possono includere preferenze nei dividendi o nei diritti di voto, che, se concessi in risposta a una minaccia, riducono significativamente l'attrattiva dell'offerta ostile. Infine, la *crown jewel defense* (difesa del gioiello della corona) e la tecnica di Gearhart si allineano nell'obiettivo di compromettere il valore percepito della società target. Sebbene l'operatore economico, più volte citato, non abbia venduto beni, l'emissione di tali obbligazioni ha avuto un effetto analogo sull'apprezzamento stimato della società, aumentando i costi e le complessità per l'acquirente.

Invece, nel secondo caso, *Jewel Companies, Inc. v. Pay Less Drug Stores Northwest, Inc.*,

del controllo della società, il che li rende esercitabili solo al verificarsi di determinati eventi.

la Corte d'Appello del Nono Circuito ha stabilito che una società target può vincolarsi ad un accordo di fusione approvato dal Consiglio, anche di fronte ad un'offerta superiore da parte di un concorrente⁶¹. Dunque, la Corte ha confermato che il *board*, durante l'esame della proposta iniziale da parte dei soci, può legittimamente escludere offerte concorrenti, applicando così la regola di giudizio già citata. In sintesi, la giurisprudenza USA ha sancito l'assioma, più volte menzionato, il quale implica che, una volta approvato dal board un progetto di fusione, quest'ultimo può escludere, legittimamente, ulteriori offerte superiori. Ciò può avvenire almeno fino a quando gli azionisti non abbiano avuto l'opportunità di valutare la proposta iniziale. Tutto ciò considerato, si rafforza la protezione accordata dalle normative alla discrezionalità manageriale, garantendo che le decisioni del consiglio, adottate in buona fede e nel miglior interesse della società, siano rispettate e tutelate in base al principio della *business judgment rule*. Questa tipologia di difesa, adottata nel secondo *case study*, appena citato, può essere descritta come una "clausola di esclusiva" o "*no-shop clause*". L'obiettivo principale è stato quello preservare l'integrità dell'accordo iniziale, evitare incertezze e proteggere l'operazione da eventuali destabilizzazioni causate da nuove offerte.

Questa clausola presenta significative similitudini con altre difese anti-OPA, trattate nel cap. successivo. Ad esempio, la "*lock-up option*" e la "*break-up fee*" sono strumenti giuridici, i quali mirano a proteggere l'accordo iniziale, bloccando risorse critiche della società target e imponendo penali economiche, al fine di disincentivare l'accettazione di offerte successive. La prima garantisce opzioni su azioni o attività, le quali favoriscono l'acquirente originale; mentre la *break-up fee* aumenta i costi per i nuovi *purchasers*, scoraggiando le *tender offers* alternative.

Invece, il caso *Norlin Corp. v. Rooney, Pace Inc.* ha indicato che i tribunali potrebbero restringere l'ambito di applicazione della *business judgment rule*, quando le azioni difensive sono eccessivamente estreme o chiaramente finalizzate a consolidare il potere della gestione. In questa circostanza, la *Norlin Corp.* aveva emesso nuove azioni ordinarie

⁶¹ La decisione in esame ha confermato l'applicazione della *business judgment rule*, analogamente al *case law* analizzato poco sopra. Di conseguenza, il Consiglio di amministrazione, operando con competenza e in conformità agli interessi societari, ha il diritto di escludere offerte alternative se ritiene che l'accordo iniziale sia più vantaggioso per la società. Si può concludere che la sentenza, derivante dalla controversia (*Jewel Companies, Inc. v. Pay Less Drug Stores Northwest, Inc.*), sottolinea l'ampio potere decisionale del *board* nella gestione delle acquisizioni. Inoltre, garantisce che tali membri non siano ritenuti responsabili per tali determinazioni, a meno che non emerga prova di mala fede, abuso di potere o conflitto di interessi.

privilegiate, con diritto di voto alla sua controllata panamense e creato un piano di partecipazione azionaria per i dipendenti. Queste misure erano state adottate in risposta a un tentativo di acquisizione ostile, con l'intento di diluire la partecipazione dell'acquirente. Tuttavia, la Corte aveva concesso un'ingiunzione preliminare, la quale vietava il voto delle azioni di nuova emissione, giudicando che l'esecuzione di tali difese fosse eccessiva e non sufficientemente giustificata da ragioni di equità e ragionevolezza⁶². A seguito di queste controversie, la giurisprudenza del Delaware aveva ulteriormente affinato l'applicazione della regola di giudizio in questione. Il caso *Moran v. Household International, Inc.* ha rappresentato un altro importante esempio. La Corte di Cancelleria del Delaware aveva confermato l'adozione di un piano di diritti di acquisto delle azioni (*poison pills*), da parte del Consiglio di amministrazione di Household International. Tale schema conferiva agli azionisti certi diritti di acquistare azioni, i quali avrebbero reso più costosa una *bid* per Household. L'organo giudiziario aveva applicato la *business judgment rule* per valutare questa difesa innovativa. Sebbene il piano limitasse indirettamente l'alienazione delle quote azionarie e la conduzione di contestazioni per delega, tali limitazioni erano ritenute necessarie per proteggere la società e tutte le sue parti interessate, considerate le caratteristiche coercitive di alcune offerte parziali.

La Corte ha altresì dichiarato che, sebbene il piano potesse limitare la capacità degli azionisti di considerare proposte di acquisizione, gli azionisti non possedevano un diritto contrattuale a ricevere offerte di acquisizione. La capacità dei soci di ottenere premi, attraverso attività di M&A, è subordinata al giudizio di buona fede del Consiglio di amministrazione nel definire le tattiche difensive. Inoltre, viene riconosciuta la responsabilità del consiglio di gestione di rafforzare la propria capacità negoziale con un

⁶² In questo senso, *The court reasoned that "the duty of loyalty requires the board to demonstrate that any actions it does take are fair and reasonable. We conclude that Norlin has failed to make that showing"*. Citazione estrapolata dal *case study* in questione, *Norlin Corp. v. Rooney, Pace Inc.* La corte ha rigettato l'argomentazione secondo cui una temporanea chiusura del controllo fosse necessaria, per permettere al Consiglio di amministrazione di esaminare alternative all'offerta di acquisizione indesiderata. Ha inoltre ritenuto che tali opzioni, nel lungo periodo, avrebbero potuto risultare più vantaggiose per gli azionisti. Viene osservato che *"è difficile credere che la preservazione del controllo sui destini aziendali non avesse influito sui loro piani"*. Se l'organo giudiziario avesse realmente inteso stabilire che una temporanea chiusura del controllo non può essere giustificata, nemmeno per ottenere un'offerta migliore, tale decisione sarebbe, in modo evidente, in contrasto con il pensiero giuridico prevalente. Infatti, la giurisprudenza consolidata, spesso, considera tale strategia come una misura legittima per negoziare condizioni più favorevoli, durante le trattative di acquisizione.

Pertanto, la decisione di Norlin potrebbe rappresentare una deviazione significativa dalla pratica giuridica tradizionale, la quale generalmente accetta e giustifica l'uso di tali misure difensive come strumenti per migliorare le opportunità per gli azionisti. Si vedano i casi delle note precedenti.

acquirente ostile, garantendo la protezione degli azionisti da pratiche abusive di *takeover*. Traendo brevi conclusioni, i casi *Norlin Corp. v. Rooney, Pace Inc. e Moran v. Household International, Inc.* mostrano come i tribunali USA possano bilanciare la protezione accordata dalla *business judgment rule*, con l'obbligo del Consiglio di amministrazione di agire in buona fede e nell'interesse degli azionisti. Tale regola presuppone la legittimità delle decisioni del *board*, ma tale presunzione viene meno se le azioni mirano a mantenere il controllo, configurando mala fede, violazione fiduciaria, abuso di potere o conflitto di interessi⁶³.

Precisamente, nel contesto della giurisprudenza statunitense, si rivela particolarmente utile esaminare la statuizione della Corte del Delaware nel caso *Moran v. Household International, Inc.* In tale sentenza, la Corte ha affermato che “[...] *Indeed, the directors who have the responsibility for the governance of the corporation are entitled to formulate a takeover policy, whether it be to meet a specific threat or a general prospective one, even though the policy may not please all its shareholders*”.

La parte cruciale di questa affermazione, per il presente elaborato, risiede nella clausola: “*even though the policy may not please all its shareholders*”. Tale affermazione apre un dibattito giuridico di grande rilevanza⁶⁴, il cui fulcro è rappresentato dalla necessità di stabilire un elemento. Cioè, se il CDA debba tenere in considerazione gli interessi di tutti gli azionisti, inclusi quelli minoritari, nell'adottare decisioni strategiche, oppure sia sufficiente tutelare solo gli interessi della maggioranza.

Un ulteriore problema interpretativo, correlato al precedente, concerne l'individuazione di un qualche criterio guida per gli amministratori. Infatti, quest'ultimi devono perseguire l'interesse della società nel suo complesso, oppure conformarsi alla volontà della maggioranza degli azionisti?

⁶³ Considerando quest'ultimo aspetto, la decisione riguardo *Moran v. Household* riafferma che le azioni dei direttori sono protette da una “presunzione” di legittimità, imponendo a chi contesta le decisioni del Consiglio l'onere di dimostrare la mala fede. Questa presunzione è particolarmente robusta quando la maggioranza degli amministratori sono indipendenti o esterni, ricevendo solo le consuete indennità. La Corte ha dichiarato che, nonostante le varie interpretazioni della regola del giudizio aziendale nelle situazioni di acquisizione, la presunzione continua ad offrire protezione ai direttori sia nelle strategie pre-pianificate, che nelle misure reattive adottate su base ad hoc. La semplice dimostrazione di un “motivo di mantenere il controllo”, non è sufficiente a rimuovere questa presunzione di buona fede.

Tuttavia, qualora le azioni del CDA spostino il potere decisionale dagli azionisti al consiglio stesso, quest'ultimo deve dimostrare che le sue azioni non erano motivate “principalmente” dal desiderio di mantenere il controllo, ma da una ragionevole convinzione che tali azioni fossero necessarie per proteggere la società. In questi casi, la Corte ha stabilito che il Consiglio ha “l'onere di procedere con una dimostrazione di ragionevolezza, piuttosto che un onere di persuasione”.

⁶⁴ Il relativo dibattito, il quale è stato accennato, verrà trattato più propriamente nel prossimo capitolo.

Questo richiede un delicato temperamento degli interessi in gioco, il quale può implicare significative responsabilità giuridiche per il *management*.

Quindi, la Corte del Delaware, nel caso di specie, sottolinea che le decisioni del Consiglio di gestione, pur riguardanti tecniche difensive per contrastare una *tender offer*, possono essere prese senza soddisfare tutti gli azionisti, e devono essere applicate con un'attenzione particolare al bene complessivo della società.

Nel nostro ordinamento giuridico, se venisse applicata la prospettiva espressa nella sentenza *Moran*, potrebbero sorgere rilevanti problemi con l'obiettivo generale della disciplina societaria, analizzato nei precedenti paragrafi, il quale è la tutela degli azionisti minoritari. Infatti, la pronuncia citata può legittimare comportamenti degli amministratori, anche se in contrasto con gli interessi della minoranza, purché questi agiscano nel rispetto degli obblighi fiduciari⁶⁵. Questo solleva ulteriori questioni interpretative su come bilanciare l'interesse della società con la volontà della maggioranza degli azionisti, e se tale bilanciamento possa giustificare comportamenti che, sebbene tecnicamente leciti, possano risultare in danno per gli azionisti minoritari.

Alla luce di ciò, si può evincere dai *case law* USA, una predilezione e particolare attenzione verso la salvaguardia degli interessi della maggioranza degli azionisti, rispetto, invece, agli interessi intrinseci dell'impresa stessa. Queste ultime considerazioni trovano una più puntuale conferma, grazie a un principio giuridico emerso dalla giurisprudenza del Delaware, il quale limita la discrezionalità del consiglio di amministrazione attraverso il concetto di "decisione informata"⁶⁶. Quest'ultimo concetto si rinviene nel caso *Smith v.*

⁶⁵ In tale contesto, la responsabilità degli amministratori assume un ruolo centrale. Essi sono tenuti ad agire con diligenza, competenza e lealtà, avendo sempre come obiettivo primario l'interesse sociale. Qualora le loro decisioni arrechino pregiudizio alla società o a una parte degli azionisti, questi ultimi possono esperire un'azione per il risarcimento dei danni subiti. Un esempio di questo principio è rappresentato dalla possibilità di agire in giudizio contro gli amministratori per "mala gestio" o per "violazione dei doveri fiduciari". La giurisprudenza ha riconosciuto che gli azionisti minoritari possono esperire azioni di responsabilità, qualora dimostrino che le decisioni del CDA sono state prese in violazione degli obblighi di lealtà e buona fede, oppure in presenza di conflitti di interesse non adeguatamente gestiti.

⁶⁶ Con riferimento specifico alla connessione tra le sentenze discusse, è essenziale notare che, mentre la sentenza *Moran* conferma la legittimità delle difese anti-OPA, anche in assenza di una tutela esplicita di tutti gli azionisti; la sentenza *Smith* impone un rigoroso obbligo di informazione per rendere legittime tali difese. In sostanza, il collegamento tra questi due casi evidenzia una tensione normativa: da un lato, la protezione della discrezionalità del CDA (*Moran*), e dall'altro, l'obbligo di adottare decisioni informate per evitare la responsabilità personale degli amministratori (*Smith*). Questo dualismo riflette l'esigenza di bilanciare l'autonomia decisionale del consiglio con la protezione degli interessi degli azionisti, compresi quelli minoritari.

D'altra parte, il caso *Smith* consolida il principio enunciato nel caso *Household*, sottolineando che la decisione di un consiglio di amministrazione non è tenuta a riflettere gli interessi di ogni singolo azionista, purché sia presa sulla base di un processo decisionale adeguatamente informato e ragionevole. In relazione

Van Gorkom, dove la Corte Suprema del Delaware ha sottolineato, con particolare forza, l'importanza di tale nozione, nel contesto della governance societaria. Precisamente, i giudici del Delaware hanno ritenuto, personalmente responsabili, gli amministratori per la differenza tra il valore di mercato equo delle azioni della società e, conseguentemente, il prezzo in contante, ottenuto dalla fusione⁶⁷. Tale responsabilità è stata attribuita alla mancanza di una consulenza indipendente adeguata, e di una documentazione completa durante il processo decisionale⁶⁸. La Corte ha stabilito che, sebbene gli azionisti avessero approvato la fusione, beneficiando di un premio del 48% rispetto al prezzo di mercato, la decisione è stata viziata da una carenza di informazioni fondamentali, al fine di ottenere un voto cd "informato". Oltretutto, gli amministratori sono stati comunque ritenuti responsabili, sebbene la valutazione dell'adeguatezza delle decisioni societarie fosse fondata sul criterio della "grave negligenza. Non è stato rilevante che non vi fossero accuse di frode, cattiva fede o conflitto di interesse tra gli amministratori, i quali comprendevano figure di spicco nel mondo degli affari. Oltremodo, viene chiarito che il concetto di "decisione informata", si basa sul fatto che i gestori devono acquisire tutte le informazioni materiali ragionevolmente disponibili, prima di prendere una decisione societaria. La pronuncia dell'autorità giudiziaria ha evidenziato la mancanza di uno studio di valutazione esterno e l'assenza di un'opinione di equità da parte di banchieri d'investimento indipendenti⁶⁹. Inoltre, sono state sottolineate la non partecipazione di

a quest'ultimo aspetto di indubbia rilevanza, è opportuno fare riferimento al lavoro di LIPTON M., BROWNSTEIN A. R., *op. ult. cit.*, p. 1410.

⁶⁷ Il valore di mercato equo rappresenta il prezzo al quale le azioni sarebbero state negoziate in una transazione condotta in un contesto economico aperto e trasparente, riflettendo una stima accurata del valore intrinseco e reale della società. Invece, il prezzo in contante ottenuto nella fusione, d'altra parte, è il compenso effettivo pagato per le azioni. La differenza tra quest'ultimo prezzo e il valore di mercato equo può indicare una perdita potenziale per gli azionisti, se il prezzo di fusione (si riferisce al valore o al compenso che una società target riceve, in cambio delle sue azioni, in seguito a una fusione o acquisizione) è inferiore al valore reale delle azioni. Nel caso *Smith v. Van Gorkom*, la Corte ha stabilito che, qualora gli amministratori approvino una fusione a un prezzo inferiore al valore equo di mercato, essi possono essere ritenuti responsabili per la differenza. Questo perché, tale determinazione potrebbe riflettere una mancanza di diligenza o negligenza nella protezione degli interessi degli azionisti. I gestori devono dimostrare di aver preso tutte le misure necessarie, al fine di garantire che la transazione fosse equa e rappresentativa del reale valore delle quote.

⁶⁸ L'importanza di adottare procedure volte a dimostrare che le deliberazioni sull'offerta di acquisto siano state condotte in buona fede, senza pregiudizi o conflitti di interesse, è stata sottolineata dalla Corte Suprema del Delaware. Nella decisione *Smith v. Van Gorkom* del 29 gennaio 1985, è stata, inoltre, enfatizzata la necessità di garantire una decisione informata e priva di interessi personali. Questi metodi sono stati riassunti da LIPTON, M., *op. ult. cit.*, pp. 1026-28. Per ulteriori dettagli, si rimanda alla nota 68.

⁶⁹ L'opinione di equità è una valutazione fornita da esperti finanziari indipendenti, come banchieri d'investimento o consulenti finanziari, riguardante il valore corretto e giusto di una società coinvolta in una transazione significativa, come una fusione o un'acquisizione. Questa stima è cruciale, perché garantisce che il prezzo offerto, per la *takeover*, rispecchi in modo accurato il valore reale dell'emittente, proteggendo

alcuni membri della *senior management* alla riunione del consiglio, il quale aveva inizialmente esaminato la proposta di fusione, la mancanza di documentazione relativa all'adunanza e il fatto che essa fosse stata convocata senza preavviso sul suo contenuto. Oltretutto, non era stata effettuata una considerazione preliminare della vendita della società.

Dunque, questa sentenza ha enfatizzato la necessità critica di consultare esperti indipendenti, nonché la necessità di una preparazione accurata e di una documentazione dettagliata nella gestione delle proposte di acquisizione. Analogamente, anche il contesto europeo ha visto emergere problematiche affini⁷⁰, come dimostrato dal caso Vivendi-Mediaset in Italia, il quale sarà esaminato successivamente.

Di conseguenza, si può estrapolare indirettamente una conclusione di straordinario valore giuridico, considerando che questo significativo precedente giurisprudenziale è stato fondamentale tanto per il diritto anglosassone, quanto per il sistema del *civil law*. Tale provvedimento ha stabilito con chiarezza che gli amministratori sono tenuti a fondare le loro decisioni su un'analisi meticolosa e informata⁷¹, senza poter trasferire tale responsabilità agli azionisti.

Questo principio, non solo rafforza la responsabilità fiduciaria degli amministratori, bensì rimarca anche il ruolo centrale della competenza e della diligenza nella *governance* societaria. Pertanto, la sentenza *Smith* consolida il principio stabilito nel caso *Household*, secondo cui un Consiglio di amministrazione, debitamente informato e dopo un'attenta valutazione, ha il diritto di rifiutare e adottare misure per prevenire una proposta di acquisizione, la quale “*non risulti vantaggiosa per tutti gli azionisti*”⁷².

Questi sviluppi giurisprudenziali riflettono l'evoluzione continua delle norme riguardanti le difese anti-takeover, evidenziando l'importanza di una *governance* informata e razionale, da parte dei Consigli di gestione.

così gli interessi degli azionisti e assicurando che le decisioni prese, siano fondate su informazioni obiettive e imparziali. In sostanza, senza un'opinione di equità, le decisioni degli amministratori risultano meno giustificate e più vulnerabili a contestazioni legali.

⁷⁰ In riferimento alla “mancanza di adeguata consulenza indipendente e documentazione durante il processo di approvazione della fusione”.

⁷¹ Secondo il quale, una valutazione scrupolosa e documentata delle operazioni societarie assicura un processo decisionale rigoroso, prevenendo l'arbitrarietà e proteggendo gli interessi degli azionisti.

⁷² Per ulteriori considerazioni e spunti giurisprudenziali, si veda il caso *Edelman v. Phillips Petroleum Co.*, No. 7899 (Del. Ch. Feb. 12, 1985).

3.3 Iniziative regolamentari anti-takeover in Italia e in Europa: prime tendenze e riforme fondamentali

Prima di esaminare nel dettaglio le normative specifiche, è fondamentale delineare il quadro generale, il quale circonda la disciplina italiana ed europea sulle difese anti-OPA. Questa sezione, in continuità e in aggiunta con quanto evidenziato nel paragrafo 3, fornisce il contesto necessario, preparando così il terreno per l'analisi delle leggi pertinenti che seguiranno. Innanzitutto, il legislatore europeo ha affrontato un iter lungo e complesso, al fine di formulare, in maniera definitiva, la Direttiva sulle OPA⁷³. Difatti, l'armonizzazione dei sistemi economici eterogenei, ciascuno caratterizzato da strutture proprietarie differenti, è stata la principale sfida da superare. Ad esempio, in Italia, ad esempio, vi è una proprietà, altamente concentrata, delle società. D'altra parte, in Paesi come il Regno Unito, essa è distribuita tra un vasto numero di piccoli azionisti. Invece, quest'ultimi, dove la proprietà è altrettanto diffusa, come negli Stati Uniti, sono spesso investitori, il cui interesse primario è solamente il profitto, senza avere alcuna partecipazione attiva nella *governance* societaria. In tale ultimo contesto menzionato, è preferibile che le decisioni, relative all'adozione di meccanismi difensivi, siano prese

⁷³ Cfr. ROWOLDT M., STARKE D., *"The role of governments in hostile takeovers - Evidence from regulation, anti-takeover provisions and government interventions"*, in *International Review of Law and Economics*, v. 47, 2016, p. 1. In tale contesto, si afferma che le scelte regolamentari adottate dai governi rivestono una rilevanza cruciale nella configurazione dei comportamenti societari. *"Le takeover ostili, in particolare, mettono in luce i contrasti tra gli interessi di azionisti, dirigenti e istituzioni governative"* (Cit. ROMANO R., *"The future of hostile takeovers: Legislation and public opinion"*, in *U. Cinn. L. Rev.* 57, 1988, p. 457). Le evidenze emerse dall'indagine descritta, nell'opera appena citata, indicano *"a lower probability of cross-border hostile bids in case no BNR is considered in takeover regulation of target countries. Takeover regulation may thus limit the openness of the domestic hostile takeover market to foreign bidders"*. In altre parole, mostrano una relazione inversa tra la presenza di una regola di neutralità del consiglio e l'implementazione di ATP, da parte della dirigenza delle società target. Questo suggerisce che le normative sulle acquisizioni possano riflettere intenti protezionistici da parte dei governi, come evidenziato dall'adozione della Direttiva 2004/25/CE, adottata il 21 aprile 2004 (così si esprime DAVIES, PAUL L., SCHUSTER E., AND VAN DE WALLE DE GHELCKE E., *"The takeover directive as a protectionist tool?"*, in *ECGI-Law Working Paper* 141, 2010). In effetti, tale regolamentazione potrebbe essere impiegata per salvaguardare gli interessi nazionali, limitando l'apertura del mercato a investitori esteri e proteggendo così le imprese domestiche da acquisizioni, le quali potrebbero non essere in linea con gli obiettivi strategici nazionali.

Per quanto concerne l'impatto delle ATP sulla *governance* societaria, i dati indicano, sempre con riferimento all'opera di ROWOLDT M., STARKE D, che tali misure non incrementano né la probabilità di miglioramenti nell'offerta né il premio finale dell'acquisizione. Ciò risulta coerente con l'ipotesi secondo cui un regime normativo, il quale favorisce le ATP, potrebbe amplificare il potere del *management* (in questo senso, si veda l'opera giuridico-letteraria di HUMPHERY-JENNER, M., *"The impact of the EU takeover directive on takeover performance and empire building"*, in *Journal of Corporate Finance*, 18(2), 2012, pp. 254-272).

dall'organo collegiale amministrativo⁷⁴.

Al contrario, in Italia, la gestione dell'impresa è frequentemente in mano agli azionisti di maggioranza, affinché loro stessi possano prendere autonome decisioni, in relazione all'attuazione delle misure *anti-takeover*. Dunque, il bilanciamento di due interessi contrapposti è stato il principale problema che il legislatore italiano ha dovuto risolvere: da un lato, la libertà d'azione dell'offerente, e dall'altro, il diritto della società target di difendersi contro acquisizioni ostili, nel caso non ci siano condizioni soddisfacenti. Con l'introduzione della legge n. 149/1992, successivamente abrogata, il Parlamento italiano ha istituito un regime di passività assoluta, la cosiddetta "*passivity rule*" o anche chiamata la "*regola di neutralità*"⁷⁵. Questo eccessivo rigore ha dimostrato che le imprese, per eludere le restrizioni imposte, erano indotte a limitare drasticamente la propria partecipazione azionaria flottante o, in alcuni casi, a optare per la rinuncia alla quotazione in borsa. A conferma di ciò, l'art. 16 della suddetta legge, nei commi 2, 3 e 4, sanciva in modo esplicito e perentorio il divieto per la società emittente di apportare modifiche all'atto costitutivo o allo statuto, a partire dalla pubblicazione del prospetto informativo e per tutta la durata dell'offerta pubblica⁷⁶. Questa inibizione era concepita per prevenire che modifiche strategiche potessero ostacolare l'esito della *bid*, garantendo così la stabilità e l'integrità del processo di acquisizione⁷⁷.

Le deliberazioni adottate in violazione di tale norma erano dichiarate nulle⁷⁸, come

⁷⁴ Questo assunto viene confermato anche dalla giurisprudenza USA, in base alla *business judgment rule*. Si veda paragrafo 3.2.

⁷⁵ La normativa in esame ha dato origine alla prima disciplina sulle difese anti-takeover. Pochi sono stati i precedenti significativi nella regolamentazione delle OPA, e il loro impatto è stato limitato. Tra questi, si annovera il codice di comportamento, adottato nel 1971 dal comitato direttivo degli agenti di cambio della Borsa di Milano, menzionato nella Rivista Soc. del 1971 (p. 1169). Tale codice introdusse alcune norme e limitazioni riprese successivamente dalla legislazione, in particolare nell'articolo 25. Un altro precedente importante è la legge 7 giugno 1974, n. 216. Per un'analisi dettagliata delle proposte legislative dal 1971 al 1992, si può consultare VELLA, F., nel "*Commento sub art. 16*", Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli, curato da R. Costi e pubblicato in Nuove Leggi Civili e Commerciali, CEDAM, Padova, 1997, p. 340. L'autore sottolinea come l'obiettivo del legislatore fosse probabilmente quello di impedire interventi sul capitale o sulla struttura societaria, come trasformazioni e fusioni, i quali miravano a contrastare OPA ostili. Tuttavia, tale finalità si era concretizzata in un divieto generale, la cui portata appariva eccessiva. In aggiunta, questa preoccupazione aveva portato all'emanazione di norme, le quali avrebbero potuto penalizzare alcune tipologie di operazioni. Ad esempio, interventi come il conferimento di beni in cambio di azioni o il ricorso a finanziamenti, seppur ordinarie, risultavano problematiche.

⁷⁶ Art. 16, comma 2, legge n. 149/1992.

⁷⁷ Tale divieto si estendeva sia alle delibere dell'assemblea dei soci sia a quelle del Consiglio di amministrazione, anche nel caso in cui quest'ultimo avesse ricevuto una delega precedente al lancio dell'offerta.

⁷⁸ Art. 16, comma 3, legge n. 149/1992.

previsto dal comma 3. La previsione di nullità è una manifestazione del principio di legalità e certezza giuridica, assicurando che variazioni non conformi alla normativa non producano effetti giuridici e non compromettano il corretto svolgimento dell'offerta. Di conseguenza, questo meccanismo di nullità serve a preservare l'equità e la prevedibilità del processo di acquisizione, evitando alterazioni arbitrarie o ingiustificate del quadro normativo. In aggiunta, l'art. 16 imponeva agli amministratori dell'emittente di astenersi dal compiere operazioni, le quali potessero influenzare in maniera significativa l'attivo o il passivo della società, nonché dall'assumere impegni privi di adeguata contropartita⁷⁹. Questa disposizione mirava a garantire che il valore patrimoniale della società non fosse indebitamente alterato durante il periodo dell'offerta, salvaguardando l'integrità e la trasparenza del processo di acquisizione.

Queste limitazioni trovavano ulteriore rafforzamento nel disposto ex art. 27, comma 4, della stessa legge, il quale sanciva il divieto assoluto per l'offerente e l'emittente di effettuare contrattazioni sui titoli oggetto della *bid*, durante il periodo della *takeover*.

La normativa in questione, caratterizzata da un rigido blocco delle attività della società target durante il periodo dell'offerta, ha suscitato numerose critiche da parte della dottrina giuridica⁸⁰. Tali osservazioni si sono focalizzate sul fatto che tale disciplina non considerava adeguatamente la serietà, e la convenienza dell'offerta in corso⁸¹. Tutta la riflessione dottrinale ha messo in evidenza come la normativa italiana, in particolare la *passivity rule*, fosse di gran lunga più rigida rispetto alla disciplina applicata in altri Stati membri dell'Unione Europea⁸². Tale severità comportava una valutazione

⁷⁹ Art. 16, comma 4, legge n. 149/1992.

⁸⁰ In questo senso, si veda WEIGMANN, R., *op. ult. cit.*, pp. 323 e ss.; BARBIERA, L., "Riflessi della legge sulle offerte pubbliche aventi ad oggetto valori mobiliari sulla libertà contrattuale dei soggetti interessati alle offerte e sull'autonomia statutaria delle s.p.a. quotate nei mercati regolamentati", in Banca Borsa e titolo di credito, 1995, pp. 588 e ss.

⁸¹ In tal senso, secondo quanto rilevato da PICONE, L.G., "Le offerte pubbliche di acquisto", in Quaderni di Giur. Comm., Giuffrè, Milano, 2000, pp. 123-124; FALCONE G., ROTONDO G., SCIPIONE L., "Le offerte pubbliche di acquisto", in Il diritto privato oggi, (a cura di) P. CENDON, Giuffrè, Milano, 2001, p. 26, le limitazioni imposte erano tali da ostacolare significativamente la gestione della società target, rendendo estremamente complesso qualsiasi tentativo di contrastare offerte ostili.

⁸² L'adozione della legge n. 149 del 1992 ha suscitato una serie di critiche significative. Un punto cruciale di queste osservazioni riguarda la rigidità imposta dalla normativa, che, secondo vari studiosi, ha determinato un sostanziale "immobilismo" della società bersaglio, durante il periodo dell'offerta. Tale paralisi, è stata descritta come un "ingessamento" da DESANA, E., "Commento sub art. 104", in AA.VV., La legge Draghi e le società quotate in borsa, diretto da G. Cottino, UTET, Torino, 1999, p. 25.

Le critiche si sono concentrate principalmente su due aspetti: la scelta di *policy* e la tecnica legislativa utilizzata. Dal primo punto di vista, la legge era vista come una misura eccessiva e mal calibrata, la quale favoriva l'offerente a discapito della società target. I detrattori come WEIGMANN, R., *op. ult. cit.*, pp. 323 e ss.; BARBIERA, L., *op. ult. cit.*, p. 577; TRON, A., "La legge n. 149/1992 e le strategie "antisalata":

obbligatoriamente favorevole nei confronti delle operazioni di *takeover*, senza tuttavia basarsi su alcuna evidenza empirica concreta e agli studi economici più recenti⁸³. Tale approccio, considerato eccessivamente restrittivo, non si basava su dati reali o risultati concreti provenienti da mercati esteri o dalle esperienze passate delle operazioni di acquisizione.

D'altra parte, è fondamentale sottolineare che la concezione della *takeover*, come strumento cruciale per il controllo societario, è oggi sottoposta ad una revisione critica⁸⁴. In effetti, è emerso che il timore di subire scalate ostili potrebbe indurre gli amministratori a perseguire una visione a breve termine, focalizzandosi su politiche di distribuzione di alti dividendi, piuttosto che su investimenti strategici a lungo termine⁸⁵. Invece, tali finanziamenti servono solamente ai fini del consolidamento ed accrescimento in relazione al valore complessivo della società.

un'analisi comparata della regolamentazione attuale", in Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, (5/6), 1997, p. 247, hanno evidenziato come la legge impedisse l'adozione di misure difensive fondamentali, come l'aumento di capitale o la fusione, e rendesse impossibile l'esecuzione di tecniche di difesa più aggressive. Inoltre, LISANTI, M., "Le difese contro l'OPA in Italia, Gran Bretagna e Stati Uniti", in Amministrazione e Politica, 1995, p. 161, ha notato che "la normativa appariva sproporzionata", bloccando la capacità della società bersaglio di contrastare efficacemente l'OPA ostile.

Nonostante queste critiche, al momento della sua introduzione, la legge fu accettata senza grandi contestazioni da parte degli operatori di mercato. PARDOLESI, R., PORTOLANO A., "All'ombra delle piramidi - Appunti su Opa, governo societario e concorrenza tra ordinamenti", in Merc. Conc. Reg., 2001, hanno spiegato che, "all'epoca, la minaccia di acquisizioni ostili era considerata principalmente teorica". Infatti, "gran parte dell'economia era ancora sotto il controllo statale o in mani di gruppi di controllo stabili, i quali limitavano significativamente la possibilità di scalate ostili". Questo contesto ha portato ad una percezione di minore rilevanza pratica rispetto le restrizioni imposte dalla legge, rendendo le critiche più focalizzate su aspetti teorici, piuttosto che su problematiche immediatamente avvertite nel mercato. Per quanto riguarda il secondo aspetto oggetto di critica, cioè la tecnica legislativa utilizzata nella redazione di tale norma, si rimanda alle pp. 90 e ss. di questo elaborato.

⁸³ Le analisi empiriche avevano iniziato a dubitare della validità del postulato, secondo cui le OPA ostili avessero una funzione disciplinare efficace. Si rinvia alla nota 75.

⁸⁴ In effetti, il dibattito dottrinale riconosceva una tendenza del legislatore italiano a favorire l'offerente, cioè "l'aggressore" (testualmente *ante-litteram* MIGNOLI, A., "Regolamentazione delle offerte pubbliche di acquisto e difesa delle società dalle scalate", in Compravendite internazionali di partecipazioni societarie, Giuffrè, Milano, 1990, p. 38), riflettendo una concezione positiva dell'OPA ostile. Questa posizione è stata espressa da autori come lo stesso MIGNOLI A.; TRON, A., *op. ult. cit.*, p. 248; CARCANO, G., "Acquisto di azioni proprie come tecnica di difesa dalle scalate: la CEE rafforza il divieto", in Riv. soc., 1992, p. 1313. Tuttavia, a questa visione si contrapponeva una corrente di pensiero, secondo la quale le restrizioni imposte dalla legge servivano a garantire la trasparenza e la stabilità del mercato, evitando perturbazioni causate da motivazioni speculative. Autori come MONTANARI, M., "Gestione dell'impresa e offerta pubblica di valori mobiliari", in Giur. Comm., 1995, pp. 737 e ss.; ROMAGNOLI, G., "Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie", CEDAM, Padova, 1996, p. 78, sostenevano che "tali divieti erano necessari, al fine di mantenere l'integrità delle transazioni ed assicurare un corretto funzionamento del mercato, piuttosto che per limitare la capacità della società target di difendersi".

⁸⁵ Per un'analisi più approfondita è utile cfr. l'elaborato di STEIN, J., "Efficient capital markets, inefficient firms: a model of myopic corporate behavior", in The Quarterly Journal of Economics, V. 104, Issue 4, November 1989, pp. 655-669.

Inoltre, altri potenziali impatti negativi, rispetto a codesti interventi, non si limitano esclusivamente agli azionisti, bensì si estendono anche ad altri gruppi di interesse, quali i consumatori e, in particolare, i dipendenti. Quest'ultimi possono trovarsi esposti a gravi conseguenze, come la perdita del posto di lavoro, specialmente in scenari di scissione e ristrutturazione⁸⁶. Questa prospettiva sottolinea come le implicazioni di un *takeover* vadano ben oltre la semplice dinamica economica e finanziaria, comprendendo rilevanti ripercussioni sociali e occupazionali, le quali meritano un'attenta considerazione nel dibattito giuridico.

Alla luce di tale normativa, risultava dunque preclusa l'adozione di misure difensive dopo la pubblicazione del documento d'offerta, ammettendo esclusivamente quelle strategie predisposte in via preventiva⁸⁷, sviluppate in periodi di relativa calma societaria⁸⁸. Questa restrizione aveva come principale obiettivo l'eventualità di prevenire azioni e/o interventi, ma anche omissioni, dilatorie o manipolative, le quali potessero alterare il normale svolgimento del mercato. Questo approccio mirava a garantire una maggiore trasparenza,

⁸⁶ Tale prospettiva evidenzia i significativi costi sociali associati alle scalate ostili, un aspetto che è stato puntualmente messo in rilievo da COTTINO, G., *Diritto commerciale*, v. I, t. II, Padova, 1994, p. 414.

⁸⁷ La legge 149 del 1992 non forniva alcuna indicazione riguardo alla legittimità delle misure preventive, nonostante la loro efficacia fosse già ampiamente riconosciuta. Negli anni precedenti, MIGNOLI, A., *Riflessioni critiche sull'esperienza italiana dell'opa: idee, problemi, proposte*, in Riv. Soc., n. 1, 1986, pp.10-11, aveva sottolineato l'importanza di implementare tali strategie in tempi di pace. Egli elencava una serie di interventi *pre-bid*, adottabili dalle società al fine di dissuadere eventuali tentativi di acquisizione ostile. Tra queste, figuravano *“l'acquisto tempestivo di azioni proprie, la conoscenza dettagliata della struttura del capitale, la costante sorveglianza del mercato, il sostegno del valore delle azioni e la conclusione di alleanze strategiche, anche attraverso sindacati di blocco. A queste si aggiungevano azioni di carattere psicologico, come il mantenimento di un dialogo costante con gli azionisti e il sostegno del personale”*. Ad esempio, la conoscenza dettagliata della struttura del capitale sociale consente alla società di identificare tempestivamente movimenti sospetti o concentrazioni anomale di partecipazioni, permettendo interventi mirati per neutralizzare potenziali minacce.

⁸⁸ In questo contesto, sostanzialmente rispetto alle OPA successive, risultavano lecite le cosiddette *“factual defenses”*, le quali erano le uniche azioni di disturbo nei confronti dell'offerente. Con tale termine, si intende il comunicato con cui la società emittente, dopo la pubblicazione dell'offerta, poteva fornire ogni informazione utile per l'apprezzamento dell'offerta stessa e la propria valutazione a riguardo. In aggiunta alle *“factual defenses”*, la società bersaglio poteva intraprendere iniziative giudiziarie con l'obiettivo di creare un clima di contro-ostilità. Tali azioni legali potevano includere denunce di violazioni normative o richieste di sospensive dell'offerta stessa. Come evidenziato da REGALDO, F., *op. ult. cit.*, p. 117, queste disposizioni *“proibivano l'adozione di tecniche difensive fondamentali, come l'aumento di capitale o l'emissione di obbligazioni convertibili”*. Inoltre, risultava vietata qualsiasi delibera di fusione o scissione mirante a modificare gli assetti azionari. *“Di conseguenza, questa normativa impediva, di fatto, il compimento di atti straordinari di gestione e la contrattazione sui titoli oggetto dell'offerta pubblica”*. Quindi, tali restrizioni si traducevano nel divieto di acquistare azioni proprie o obbligazioni convertibili, nonché nell'inibizione della rivendita delle azioni proprie detenute in portafoglio, con conseguente sospensione del diritto di voto associato a tali azioni. Inoltre, tecniche difensive come la *“vendita dei gioielli della corona”*, acquisizioni problematiche dal punto di vista antitrust, concessione o assunzione di prestiti significativi, e concessione di *lock-ups*, risultavano tutte illegittime.

nonché una certa correttezza, nelle operazioni di *takeover*⁸⁹. Tuttavia, qualora si fosse effettuata un'analisi giuridica, ciò avrebbe potuto sollevare alcune criticità, in particolare sulla reale efficacia e legittimità di tali misure difensive. Soprattutto, come già affermato, queste si rinvergono in relazione alla loro applicazione comparativa, specialmente con normative meno restrittive adottate in altri Paesi dell'Unione Europea⁹⁰.

D'altro canto, un esame dettagliato della disciplina rivela che, dopo il lancio di un'OPA ostile, le uniche tecniche di difesa consentite erano il ricorso al cosiddetto "*white knight*" e la pubblicità⁹¹.

⁸⁹ In tal senso, CHIAPPETTA, F., "*Commento sub art. 104 TUF*", in AA.VV., Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, (a cura di) G. ALPA - F. CAPRIGLIONE, CEDAM, Padova, 1998, v. II, p. 968.

⁹⁰ In altri ordinamenti, anche laddove erano presenti limitazioni significative alle tecniche di difesa, la normativa risultava più articolata e dettagliata, distinguendo chiaramente le azioni consentite da quelle vietate. Queste regolamentazioni erano strutturate in modo da preservare la libertà decisionale degli azionisti, garantendo loro strumenti adeguati a proteggersi da cambiamenti indesiderati nella struttura societaria. Così VELLA, F., "*La passivity rule nella legge italiana sulle offerte pubbliche di acquisto e gli effetti sul mercato del controllo societario*", in Banca, Impr., Soc., 1993, pp. 226 e ss.

Il contesto europeo, invece, mostrava una maggiore sensibilità verso l'equilibrio tra la necessità di prevenire azioni difensive eccessive e la protezione degli interessi legittimi della società bersaglio, in particolare degli azionisti di maggioranza. Infatti, la normativa italiana 149/1992, se messa a confronto con l'art. 8 della Proposta di XIII Direttiva comunitaria ("*Limitazione dei poteri degli amministratori della società destinataria*"), rivela una differenza sostanziale, sia in termini di rigore che di flessibilità. La legge italiana, infatti, imponeva una rigidità normativa, la quale risultava meno convincente rispetto alla proposta comunitaria, la quale "*prevedeva una regolamentazione più elastica e coerente alla realtà degli affari*". In tal senso, si veda WEIGMANN, R., *op. ult. cit.*, p. 572.

In particolare, "*la normativa interna si discostava nettamente per la doppia immobilizzazione imposta sia all'organo amministrativo, che all'assemblea straordinaria*". Infatti, la proposta europea consentiva agli amministratori di convocare un'adunanza generale prima della scadenza del periodo di offerta, attribuendo così un ruolo attivo ai soci. La normativa italiana, tuttavia, escludeva tale possibilità, sia per quanto riguarda le modifiche dell'atto costitutivo e dello statuto, sia per le operazioni previste dal quarto comma dell'art. 16, l. 149/1992 (così VELLA, F., *Ibidem*, p. 232).

Questo aspetto è stato oggetto di critiche da parte della dottrina, la quale vedeva in tale impostazione una trasposizione affrettata, poco meditata, e non sufficientemente adattata rispetto la direttiva comunitaria.

Inoltre, la scelta del legislatore domestico è stata criticata per la sua scarsa aderenza al contesto economico nazionale dell'epoca, anche da studiosi come SALOMAO FILHO C., STELLA RICHTER M. Jr., "*Note in tema di offerte pubbliche di acquisto, ruolo degli amministratori ed interesse sociale*", in Riv. Dir. Comm., 1993, pp.116-126. Costoro, infatti, hanno osservato come l'approccio di neutralità normativa potesse risultare adeguato, in mercati contraddistinti da società per azioni pubbliche con un controllo amministrativo stabile, una condizione che, tuttavia, non rifletteva la realtà italiana.

⁹¹ Così COTTINO, G., ABRIANI, N., CAVALIERE, T., SARALE, M., CALLEGARI, M., & DESANA E., *op. ult. cit.*, pp. 1001. In aggiunta, come sottolineato da MOSCA, C., "*Commento sub art. 104, in La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*", Commentario diretto da P. Marchetti e L.A. Bianchi, Giuffrè, Milano, 1999, pp. 267-270, l'unica tecnica difensiva rimasta alla società bersaglio era la possibilità di diffondere un comunicato informativo ai sensi dell'art. 27, comma 3 della l. 149/1992. Nonostante l'ampia formulazione della normativa in questione, alcune tecniche difensive, "indirette" ma comunque efficaci, restavano utilizzabili. Tra queste, oltre a quelle già citate, come il ricorso alle azioni giudiziarie di disturbo e la ricerca di *white knights*, si aggiungeva anche la stipula di sindacati di voto.

Invece, WEIGMANN, R., *op. ult. cit.*, p. 579, ha evidenziato come "il divieto di aumenti di capitale e di emissioni di obbligazioni convertibili privasse la società bersaglio di una delle sue armi di difesa più

La prima consisteva nel sollecitare un cavaliere bianco, ossia un soggetto amico, a promuovere un'offerta pubblica concorrente. Tuttavia, questa strategia risultava limitata, poiché sia la Consob⁹² sia il Consiglio di Stato⁹³ avevano escluso la possibilità di rilancio per il concorrente⁹⁴. In sostanza, una volta che il *white knight* presentava la sua offerta, non poteva modificarla o migliorarla successivamente, per competere con eventuali contro-rilanci da parte dell'originario *bidder* ostile. D'altronde, le restrizioni imposte a questa strategia difensiva sono state ampiamente criticate⁹⁵.

L'entrata in vigore dell'art. 103 del Decreto legislativo 24/02/1998, n. 58 ha successivamente modificato questa situazione, permettendo ai concorrenti di rilanciare le loro offerte. Il citato disposto stabilisce diverse norme chiave, tra cui la possibilità per il Consiglio di amministrazione dell'emittente di diffondere un comunicato contenente ogni dato utile, per l'apprezzamento dell'offerta e la propria valutazione sulla medesima. Inoltre, permette modifiche alla *bid* e offre la possibilità di effettuare rilanci fino alla scadenza di un termine massimo, risolvendo così la precedente limitazione, la quale impediva ai concorrenti di adeguare le loro offerte in risposta a quelle dell'offerente ostile. In particolare, il comma 4 dell'art. 103 prevede che la Consob disciplini: “*d) le modifiche all'offerta, le offerte di aumento e quelle concorrenti, senza limitare il numero dei rilanci, effettuabili fino alla scadenza di un termine massimo*”.

Il secondo strumento era la “pubblicazione” di un comunicato da parte degli amministratori della società target. Tale avviso invitava gli azionisti a non aderire alla *tender offer* ostile, preferendo invece quella concorrente proposta dal cavaliere bianco. Mediante l'introduzione del Decreto sopra citato, non solo viene conferita ai gestori dell'emittente la facoltà di diffondere un comunicato, bensì viene imposto loro un vero e proprio dovere. Questo documento deve contenere tutte le informazioni utili per valutare

potenti”. Anche DESANA, E., *op. ult. cit.*, p. 25 spec. sub nota 11, ha confermato questa interpretazione.

⁹² Determinazione del 21-23 gennaio 1995, pubblicata in Banca Borsa, 1995, I, pp. 252 e ss.

⁹³ Parere 18 gennaio 1995, n. 3958/94, pubblicato in Banca Borsa, 1995, I, pp. 349 e ss.

⁹⁴ Questo significava che il cavaliere bianco, dopo aver fatto la sua proposta iniziale, rimaneva vincolato a tale offerta senza poter aumentare il prezzo o migliorare le condizioni, qualora l'offerente ostile avesse rilanciato con una proposta più vantaggiosa.

⁹⁵ Al riguardo si veda RIGOTTI, M., *op. ult. cit.*, pp. 158 e ss., in quanto discute le limitazioni operative imposte al *white knight*, evidenziando come l'impossibilità di rilancio impedisse una reale competizione tra le offerte; PORTALE G.B., DOLMETTA A.A., “*Per un “cavaliere bianco” non “dimezzato” due questioni cruciali per l'Opa concorrente*”, in Banca, impr., soc., 1995, pp. 74 e ss., hanno analizzato le problematiche derivanti dalla mancanza di flessibilità del cavaliere bianco, sottolineando che tale rigidità limitava significativamente l'efficacia delle difese.

l'offerta, nonché la loro opinione in merito⁹⁶. Codesto obbligo è volto ad assicurare ai soci l'accesso a tutte le informazioni indispensabili, affinché possano prendere decisioni ben ponderate. In aggiunta, il divieto normativo che impediva "ogni forma" di modifica, durante il periodo dell'OPA aveva sollevato significativi interrogativi, particolarmente in relazione all'aumento di capitale⁹⁷. In effetti, quest'ultima operazione rappresenta una difesa classica, la quale può diluire la partecipazione degli azionisti esistenti e, di conseguenza, rendere la proposta ostile meno attraente. In questo contesto, impedire tali aumenti era inteso a mantenere la trasparenza e l'equità della *bid*. Tuttavia, la rigidità della norma non aveva preso in considerazione la distinzione tra diverse tipologie di modifiche societarie⁹⁸. In particolare, il divieto assoluto di qualsiasi modifica, comprese le operazioni non direttamente collegate alla difesa contro l'offerta, sollevava interrogativi sulla proporzionalità e sull'efficacia di tale regolamentazione⁹⁹.

⁹⁶ Si rinvia alla nota 86.

⁹⁷ La *ratio* alla base del divieto di aumenti di capitale era chiaramente orientata ad evitare che i dirigenti della società bersaglio, in risposta ad un'offerta ostile, adottassero strategie che potessero compromettere la riuscita dell'OPA. Il relativo pensiero è tratto da COTTINO, G., ABRIANI, N., CAVALIERE, T., SARALE, M., CALLEGARI, M., & DESANA, *op. ult. cit.*, pp. 1001.

⁹⁸ La dottrina si interrogava sulla ragionevolezza di impedire operazioni che, pur comportando una modifica dell'atto costitutivo o dello statuto, fossero necessarie e fisiologiche, come ad esempio la riduzione del capitale sociale in caso di perdite, oppure quelle che non influivano sull'esito dell'offerta, ad es. modifiche relative all'oggetto sociale, alla sede, alla denominazione o alle regole di funzionamento degli organi societari. Sul punto cfr. DESANA, E., "*Opa e tecniche di difesa*", in Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, n. 250, Giuffrè, Milano, 2003, p. 74. In particolare, C. SALOMAO FILHO E M. STELLA RICHTER JR., *op. ult. cit.*, p. 117, evidenziavano ulteriormente i problemi derivanti da tale normativa. Essi hanno notato che, "*il divieto di modificare lo statuto avrebbe potuto trasformarsi in uno strumento di ostruzionismo da parte di concorrenti o professionisti del settore, capace di immobilizzare le operazioni della società target per periodi significativi*". Questo scenario avrebbe potuto verificarsi anche se l'offerta fosse destinata al fallimento, creando un rischio di abuso da parte di chi intendeva sfruttare la legge a scopi illegittimi.

Per risolvere queste incongruenze era stata proposta una lettura restrittiva della norma, secondo "un criterio ermeneutico obiettivo-teleologico" (si fa menzione a MINERVINI, G., "*Tre pareri in tema di opa*", in Contratto e Impresa, 1995, p. 552). Tale approccio mirava ad escludere dal divieto del primo comma dell'art. 16, l. 149/1992, quelle modifiche che non fossero idonee a realizzare i risultati colpiti dal divieto stesso. In altre parole, si trattava di valutare la "finalità" del divieto, distinguendo le operazioni in grado di ostacolare o rendere più onerosa l'offerta, da quelle che avessero un carattere di neutralità.

Tuttavia, questa interpretazione stringente presentava dei limiti significativi. Oltre a dover prescindere da un dato letterale, il quale lasciava poco spazio ad interpretazioni, essa comportava il rischio di conflitti nella determinazione delle modifiche vietate. La soluzione prospettata sarebbe stata quella di ricorrere all'Autorità di vigilanza, al fine di classificare le singole operazioni in una delle due categorie. Tuttavia, il legislatore non sembrava aver voluto valorizzare il ruolo della Consob in questo contesto, creando ulteriori incertezze interpretative. In tal senso, si veda la critica formulata da VELLA, F., "*Commento sub art. 16*", in AA.VV., Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli, Commentario a cura di R. COSTI, in Nuove Leggi Civ. Comm., CEDAM, Padova, 1997, p. 344.

⁹⁹ Per superare le difficoltà interpretative create dal divieto normativo, riguardante le modificazioni statutarie durante una *takeover*, la dottrina aveva suggerito un'analisi più raffinata. Tale verifica distingue tra gli emendamenti dello statuto, i quali potrebbero effettivamente compromettere l'esito dell'OPA e quelle che non influiscono su tale risultato. Questa distinzione, avanzata da MINERVINI, G., *op. ult. cit.*, p. 553,

Sebbene sia comprensibile e giustificato escludere gli aumenti di capitale a scopo difensivo, il divieto si estendeva anche ad altre operazioni che, pur rappresentando formalmente modifiche dell'atto costitutivo, non avrebbero prodotto un impatto diretto e immediato sull'esito dell'offerta. Tra queste manovre, la creazione di nuove sedi societarie è un esempio emblematico. Tale intervento, pur influenzando sulla struttura societaria, non altera direttamente le condizioni economiche o finanziarie, le quali potrebbero influenzare l'OPA.

Considerando sempre l'art. 16, legge n. 149/1992, era imposto un divieto assoluto su specifiche modifiche o atti da parte degli amministratori, senza concedere alla Consob alcun potere di supervisione. Al contrario, l'art. 7 della medesima legge adottava un approccio diverso, riservando alla Commissione di vigilanza un ruolo proattivo¹⁰⁰. In particolare, era previsto che, in contesti di offerta pubblica di sottoscrizione, tale autorità potesse autorizzare operazioni altrimenti vietate, a condizione che tali azioni rispettassero criteri specifici stabiliti nei regolamenti (ex art. 5, legge 149/1992). Questo conferiva all'ente regolatore una funzione di intervento e controllo, permettendo un equilibrio tra la necessità di limitare modifiche potenzialmente dannose e la possibilità di autorizzare eccezioni giustificate. L'assenza di una disposizione equivalente, prevista nella normativa in esame, ha provocato notevoli incertezze, in particolare in relazione all'applicazione del divieto sulle "modifiche significative" al bilancio societario. Questa indeterminatezza aveva sollevato dei dubbi, riguardo all'inclusione di modifiche ordinarie nell'ambito di tale divieto, creando una zona grigia, tra ciò che costituisce amministrazione ordinaria e straordinaria¹⁰¹. La questione centrale riguardava se il divieto si applicasse

ha offerto una chiave di lettura utile per comprendere e applicare la normativa, così che le modificazioni societarie siano valutate in base al loro reale impatto sull'OPA, piuttosto che essere semplicemente escluse in modo indiscriminato.

¹⁰⁰ L'articolo 7, legge n. 149/1992, recitava al primo comma: *"Durante la pendenza dell'offerta di sottoscrizione, la società emittente e le sue controllate non possono compiere atti comunque idonei a modificare la consistenza del proprio capitale e del proprio patrimonio. La società i cui titoli formano oggetto dell'offerta e le sue controllate devono astenersi dal compiere tali atti durante l'offerta di vendita promossa da terzi. Tuttavia, al fine di garantire la tutela del patrimonio sociale, la CONSOB può autorizzare, secondo i criteri previsti dal regolamento di cui all'articolo 5, il compimento degli atti di cui al presente comma"*. Al secondo comma: *"Durante la pendenza dell'offerta di vendita, l'offerente deve esercitare i propri diritti sociali in modo da non modificare la consistenza del capitale e del patrimonio della società i cui titoli formano oggetto dell'offerta, né stipulare o modificare, a pena di nullità, accordi circa l'esercizio del proprio diritto di voto. A pena di nullità degli stessi devono essere resi noti gli accordi già esistenti"*.

¹⁰¹ Ciò è stato discusso ampiamente in dottrina, da autori come CORSI, F., *"Lezioni di diritto dell'impresa"*, Feltrinelli Editore, Milano, 1992, p. 60; AULETTA, G., *"Tondo patrimoniale"*, Giuffrè, Milano, 1992, p. 292.

esclusivamente agli atti di straordinaria amministrazione, secondo un criterio qualitativo¹⁰². Inoltre, ulteriore e differente problematica consisteva di stabilire se esso comprendesse anche quelle iniziative di gestione ordinaria che, d'altronde, avrebbero potuto incidere, in modo significativo, sul patrimonio della società, qualora si fosse seguito un criterio quantitativo¹⁰³. Ad esempio, le operazioni di gestione corrente possono comprendere talune attività, quali l'amministrazione e la gestione del capitale circolante, nonché alcune modifiche relative all'oggetto sociale, alla sede legale, alla denominazione o alle norme di funzionamento degli organi societari. D'altro canto, quelle straordinarie includono altri interventi, come le attività di M&A oppure cessioni di rami d'azienda. La mancanza di chiarezza normativa, in relazione a tale tematica, rischiava di paralizzare la governance societaria, impedendo agli stessi amministratori di compiere alcuni atti, anche quelli necessari per il normale funzionamento dell'impresa. Di conseguenza, la definizione, alquanto incerta e indeterminata, di "modifiche significative relative all'attivo o al passivo della società", aveva portato ad una serie di interrogativi, ad esempio riguardo a come le società debbano comportarsi nella prassi. Infatti, un'interpretazione restrittiva del divieto avrebbe potuto bloccare tutte le operazioni, le quale avrebbero alterato minimamente la consistenza patrimoniale, anche se quest'ultime dovessero essere vitali per la sopravvivenza dell'impresa stessa. Al contrario, una lettura più liberale rischiava di permettere, agli amministratori, di intraprendere talune azioni, le quali avrebbero potuto influenzare l'esito dell'OPA, potenzialmente contrarie agli interessi degli azionisti¹⁰⁴.

¹⁰² Così MONTALENTI, P., *op. ult. cit.*, p. 873, specifica che "operazioni come l'alienazione di cespiti strategici, il trasferimento di partecipazioni rilevanti e la conclusione di contratti che esulano dalla gestione ordinaria, rientrano nel criterio qualitativo". In tal senso pure WEIGMANN, R., *op. ult. cit.*, p. 586, in quanto analizza gli atti, i quali incidono in modo rilevante sull'attivo e sul passivo della società, evidenziando come "le cessioni di aziende o rami aziendali, il disinvestimento di beni importanti e l'assunzione di prestiti di grande entità rientrino nel criterio qualitativo degli atti di straordinaria amministrazione".

¹⁰³ In merito a questo specifico criterio, VELLA, F., *op. ult. cit.*, p. 352, discute come operazioni strategiche di diversificazione e riorganizzazione aziendale possano influire sul patrimonio della società, seguendo un criterio quantitativo. Tali scelte possono essere sia il risultato di una scelta imprenditoriale sia un tentativo di ostacolare la futura gestione dell'offerente.

¹⁰⁴ A tal riguardo, la dottrina ha sottolineato la necessità di un'interpretazione restrittiva del divieto, volta a distinguere tra le operazioni effettivamente capaci di ostacolare l'offerta e quelle che, pur comportando modifiche al patrimonio sociale, non incidono negativamente sul processo di OPA. Tuttavia, una simile lettura poneva il rischio di conflitti interpretativi, i quali avrebbero potuto essere risolti solo mediante un intervento chiarificatore dell'Autorità di vigilanza. Se da un lato, il legislatore mirava a prevenire comportamenti opportunistici e a proteggere gli interessi degli offerenti, dall'altro, la formulazione ambigua delle disposizioni rischiava di immobilizzare inutilmente l'attività gestionale delle società target, con possibili effetti negativi sul loro operato e sulla fiducia degli investitori. La questione è stata affrontata da

In particolare, non vi erano dubbi sulla natura straordinaria di operazioni quali la cessione d'aziende o rami d'azienda¹⁰⁵. Infatti, queste tecniche possono influenzare negativamente le aspettative dell'offerente in vari modi¹⁰⁶.

Tuttavia, la qualificazione di queste operazioni come straordinarie poteva essere controversa¹⁰⁷. Ad esempio, il conferimento di beni in cambio di azioni in una società, considerato dalla giurisprudenza come atto di ordinaria amministrazione, poteva essere interpretato diversamente a seconda del contesto. Infatti, sarebbe potuto rientrare in una pianificazione imprenditoriale di diversificazione e riorganizzazione, oppure mirare a creare ostacoli nella gestione futura dell'offerente, una volta acquisito il controllo della società target¹⁰⁸. Analogamente, operazioni di finanziamento, durante una *takeover*, potrebbero rappresentare strumenti efficaci, al fine di svuotare il patrimonio di quest'ultima. Tuttavia, la normativa che imponeva passività agli amministratori creava un paradosso: impediva loro di rinnovare affidamenti già predisposti, mettendo in difficoltà l'ente emittente, un effetto contrario all'intento della legge sulle OPA.

DESANA, E., *op. ult. cit.*, p. 76.

¹⁰⁵ In tal senso, si cita STELLA RICHTER, M., SALOMAO FILHO, C., *op. ult. cit.*, p. 113.

¹⁰⁶ Innanzitutto, la cessione di un ramo d'azienda comporta una riduzione del valore complessivo della società bersaglio. Quando quest'ultima vende una parte significativa delle sue attività e suoi *asset*, che potrebbero essere una fonte importante di entrate e profitti, il valore di essa diminuisce. Inoltre, il trasferimento di comparti aziendali può essere accompagnato dall'emissione di nuove azioni. Ad esempio, se la società target decide di conferire il ramo d'azienda ad una nuova impresa, in cambio di sue azioni, quest'ultime potrebbero essere distribuite agli attuali azionisti dell'ente emittente. Questo processo di alienazione di quote azionarie può portare alla diluizione del valore delle partecipazioni esistenti, poiché il numero totale di esse in circolazione aumenta, riducendone il valore. Inoltre, il medesimo fenomeno può anche comportare modifiche significative alla struttura del capitale. Queste alterazioni possono includere cambiamenti nei livelli di debito e capitale proprio, nonché distorsioni nei rapporti di proprietà. In aggiunta, le stesse operazioni, spesso, comportano la stipulazione di nuovi contratti e accordi, che possono vincolare la società target a lungo termine. Oltre a ciò, possono essere utilizzate strategicamente, al fine di creare complessità nella gestione dell'impresa bersaglio. Ad esempio, la cessione di un ramo d'azienda ad una società correlata o la stipula di contratti di lunga durata con il segmento ceduto, possono introdurre nuove dinamiche gestionali. Quest'ultime potrebbero risultare complesse per l'offerente, riducendo così la forza attrattiva della *bid* ostile. Infine, possono influenzare negativamente la percezione del mercato riguardo alla solidità e alla strategia della società target. Di conseguenza, gli investitori potrebbero interpretare tali cessioni come segni di debolezza o di necessità di liquidità, portando ad una diminuzione del prezzo delle azioni e aumentando la volatilità del titolo in borsa.

¹⁰⁷ In relazione ai vari tipi di operazioni, esistevano diverse graduazioni. A tal proposito, si veda la decisione del Pretore di Busto Arsizio del 10 aprile 1981, riportata in Giurisprudenza di impresa, volume III, sezione "Amministratori-Sindaci. Controllo giudiziario delle società per azioni", a cura di Bocchini, Padova, 1992, p. 166.

¹⁰⁸ In particolare, mentre le operazioni di straordinaria amministrazione, come la vendita di *asset* strategici o l'acquisizione di nuove partecipazioni, erano chiaramente identificabili come "modifiche significative". Altre attività, ad esempio la variazione delle politiche di credito o l'incremento delle spese operative, pur appartenendo alla gestione ordinaria, potevano avere un impatto rilevante sul patrimonio complessivo della società. In tal senso si cfr. VELLA, F., *op. ult. cit.*, p. 352.

Inoltre, l'assunzione di impegni senza contropartita¹⁰⁹ era vietata dall'art. 16, impedendo alla *management* della capogruppo di compiere operazioni infragruppo considerate normali nella prassi gestionale, e la cui strumentalità rispetto all'oggetto sociale, non era contestabile. Quindi, mentre interventi come la cessione di rami d'azienda sono chiaramente considerati straordinari e potenzialmente utilizzabili come *poison pill*; altre attività apparentemente ordinarie possono avere implicazioni significative per l'OPA. È essenziale, dunque, mantenere un equilibrio tra la tutela degli interessi degli azionisti e la salvaguardia dell'integrità gestionale della società, un principio cardine nel contesto della responsabilità degli amministratori.

3.3.1 Dall'adozione iniziale alla regolamentazione attuale: il ruolo del Testo Unico della Finanza (TUF) e introduzione del principio della “passivity rule”

Il paragrafo precedente ha delineato le prime iniziative regolamentari anti-takeover in Italia, con particolare riferimento alla L. 149/1992. Quest'ultima costituiva un primo passo cruciale verso la creazione di un quadro di protezione contro le OPA ostili. Tuttavia, la sua portata si era rivelata limitata di fronte ad una sempre più crescente globalizzazione e alla presenza di mercati sempre più dinamici.

In questo scenario, l'introduzione del TUF¹¹⁰ ha segnato una pietra miliare, considerando in particolare la sistematizzazione e modernizzazione della regolamentazione del mercato finanziario italiano. Con tale normativa, il legislatore ha inteso conferire un nuovo e più solido assetto, mirando a garantire maggiore trasparenza e protezione per gli investitori, nonché per le società quotate. La presente Legge fu istituita per rispondere alla necessità di coordinare la normativa italiana con la Direttiva sui servizi di investimento (*Investment Services Directive*, ISD), e per integrare tali norme con altre disposizioni in materia di mercati finanziari e tutela dei finanziatori¹¹¹.

¹⁰⁹ WEIGMANN, R., *op. ult. cit.*, p. 586 ha affrontato il tema del significato attribuibile all'espressione “*impegni senza contropartita*”, giungendo alla conclusione che, “*per una società con finalità lucrative, tale contropartita dovesse essere rappresentata, quantomeno, da un ritorno di immagine*”.

¹¹⁰ Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998, Supplemento Ordinario.

¹¹¹ Per ulteriori dettagli, si rimanda a FERRARINI, G., “*Il Testo Unico della Finanza 20 anni dopo*”, in *Rivista delle Società*, fasc. 1, 2019, p. 1. Nell'articolo, l'autore analizza l'evoluzione e l'impatto del t.u.i.f.

Tale disciplina europea, promuovendo un'armonizzazione minima, consentiva agli Stati membri una certa discrezionalità nell'adozione di misure specifiche¹¹² (¹¹³). Un esempio rilevante è stato la possibilità di concentrare le operazioni di borsa¹¹⁴, una facoltà utilizzata dall'Italia nel 1996 per proteggere i propri mercati borsistici, appena riorganizzati con il passaggio al sistema telematico di negoziazione. Tale misura era servita anche per contrastare la concorrenza della città di Londra, nella negoziazione dei titoli delle società italiane quotate¹¹⁵.

nel corso di due decenni, fornendo una panoramica esaustiva delle riforme e delle modifiche normative intervenute. A titolo esemplificativo, Ferrarini sostiene: *“La Direttiva sui servizi di investimento (ISD) costituiva un tentativo di modernizzazione e di armonizzazione, seppur minima, del diritto dei mercati finanziari a livello comunitario. Questa era fortemente influenzata dall'esperienza britannica di deregolamentazione dei circuiti finanziari, nota come “big bang”, che aveva significativamente liberalizzato il settore”*.

¹¹² A tal proposito, Il Decreto Eurosim del 1996, formalmente noto come Decreto legislativo n. 415/1996, è stato emanato per recepire l'*Investment Services Directive* (ISD). Tale provvedimento ha avuto un impatto fondamentale nel ridefinire e ampliare il panorama degli intermediari abilitati, introducendo modifiche sostanziali nell'ambito delle attività autorizzate e nella disciplina ad esse applicabile. Nello specifico, il Decreto ha consentito alle banche di estendere la loro attività di negoziazione oltre i titoli di Stato, includendo una varietà più ampia di strumenti finanziari. Questa apertura del mercato ha avuto un duplice effetto: da un lato, ha ampliato le opportunità di investimento in Italia; dall'altro, ha permesso l'ingresso di società di investimento provenienti da altri Stati membri dell'Unione Europea, incrementando la concorrenza e la diversificazione degli operatori.

In termini di vigilanza, la normativa Eurosim ha ridefinito le competenze tra le autorità di regolamentazione italiane. La Banca d'Italia ha assunto la responsabilità di garantire una gestione sana e prudente degli intermediari finanziari, assicurandosi che questi operino nel rispetto delle norme prudenziali e di solvibilità. Contemporaneamente, la Consob è stata incaricata di vigilare sulla trasparenza e correttezza delle pratiche di mercato, garantendo la chiarezza e la veridicità delle informazioni fornite al pubblico. Le osservazioni riportate derivano da VISCO, I., *“A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union?”*, pubblicato nei Quaderni giuridici in occasione del convegno organizzato da Banca d'Italia e Consob, tenutosi a Roma il 6 novembre 2018, edito da Banca d'Italia, p. 9. In merito alla questione della cooperazione tra le due autorità appena citate, è utile menzionare GENOVESE, A., p. 15, che nella medesima pubblicazione sottolinea: *“Il Testo Unico della Finanza si distingue per il suo notevole merito: quello di aver regolato la stretta collaborazione tra Consob e Banca d'Italia”*.

¹¹³ Le autorità nazionali hanno ridotto l'adozione di disposizioni secondarie, in presenza di normative europee, contribuendo all'armonizzazione e dialogando con la Corte di Giustizia dell'UE per chiarimenti sul diritto comunitario. In tal senso si veda VISCO, I., *op. ult. cit.*, p. 11.

¹¹⁴ Per concentrazione di operazioni di borsa, si intende *“esecuzione delle negoziazioni su valori mobiliari quotati esclusivamente nei mercati regolamentati sui quali essi sono quotati e con le modalità per essi previste”*, secondo quanto pubblicato sul sito web della Borsa italiana. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/concentrazione.html>. In sostanza, si riferisce al consolidamento delle attività di *trading* e delle transazioni finanziarie all'interno di una piattaforma o mercato regolamentato unico, anziché distribuirle su più sedi o attraverso canali differenti. Questo processo implica che i movimenti siano effettuati su una singola piattaforma centrale, migliorando la trasparenza, riducendo l'asimmetria informativa, poiché ogni operazione è visibile in un unico luogo. In tal modo, si facilita la supervisione e la regolamentazione. Oltremodo, centralizzare le operazioni può anche aumentare l'efficienza operativa e ridurre i costi associati alle transazioni, grazie alla standardizzazione e semplificazione delle procedure. Infine, questo approccio può servire come strategia per proteggere il mercato locale dalla concorrenza estera.

¹¹⁵ È importante tenere in considerazione il pensiero di COSTI, R., *“A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union?”*, pubblicato nei Quaderni giuridici in occasione del convegno organizzato da Banca d'Italia e Consob, tenutosi a Roma il 6 novembre 2018, edito da Banca d'Italia, p.

Fin dal principio, il TUF aveva incluso disposizioni di diritto societario relative alle società quotate, basate sulla convinzione che l'ammodernamento del diritto dei mercati finanziari dovesse comprendere anche aspetti di *corporate governance*. Queste disposizioni, sebbene esse non derivassero direttamente da normative comunitarie, erano comunque influenzate dalle migliori prassi a livello internazionale, in particolare quelle britanniche e statunitensi. È importante notare che la delega, al fine dell'adozione del Testo Unico, non includeva una riforma dei consigli di amministrazione, la quale sarebbe stata introdotta, successivamente, mediante il Codice di Autodisciplina delle società quotate (il cd. Codice Preda) e la revisione legislativa del diritto societario del 2003.

Un aspetto fondamentale, riguardo al Decreto del 1998, riguardava la regolamentazione delle OPA, la quale coinvolgeva tanto le dinamiche di *governance*, quanto quelle del mercato economico. Difatti, le operazioni di *takeover* si collocano in una zona di intersezione, tra il diritto societario e la disciplina dei mercati finanziari. La direttiva comunitaria in materia di OPA, all'epoca della redazione del citato dettato normativo, era ancora in fase di gestazione e sarebbe stata emanata soltanto sei anni più tardi¹¹⁶.

In termini di *ratio legis*, il t.u.i.f. è stato concepito con l'obiettivo primario di trasformare il mercato dei capitali italiano, incrementandone l'efficienza e la competitività, riequilibrandone il ruolo rispetto al sistema bancario¹¹⁷. Lo scopo era di migliorare la distribuzione delle risorse e dei rischi, presenti in tale ambito. Dunque, in altre parole, l'intento era di diminuire la dipendenza delle società italiane dal settore creditizio. Questa variazione era particolarmente necessaria, dato che, il mercato borsistico italiano,

21, secondo cui il Decreto Eurosim ha introdotto due regole fondamentali: il mutuo riconoscimento delle autorizzazioni e la trasformazione della concezione dei mercati regolamentati.

Il primo principio ha favorito la fluidità delle operazioni tra Stati membri; mentre il secondo "*ha spostato il mercato da una funzione pubblica verso un'attività imprenditoriale sotto controllo pubblico*". Questo cambiamento ha permesso all'Italia, ad esempio, di concentrarsi sulle sue transazioni di borsa, al fine di proteggere e rinforzare il proprio mercato. Ciò è avvenuto in un momento di riorganizzazione e sfida internazionale, come dimostrato dal tentativo di contrastare la concorrenza di Londra e garantire la competitività dei titoli italiani.

¹¹⁶ Sul punto, si osservi quanto afferma BEBCHUK, L., "*Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*", in 109 Quarterly Journal of Economics, 1994, pp. 957 e ss.

¹¹⁷ In particolare, il TUF si fonda su tre pilastri fondamentali. Il primo riguarda gli emittenti, ovvero le entità che raccolgono capitale dalle famiglie in *surplus* (cioè, i risparmiatori), per finanziare le loro attività. Il secondo si concentra sugli intermediari, i quali forniscono servizi di investimento e gestione, facilitando l'allocazione delle risorse e l'esecuzione degli ordini degli investitori, sia tramite la consulenza personalizzata, che la gestione collettiva del risparmio. Infine, il terzo pilastro concerne i mercati, le sedi strutturate per la negoziazione degli strumenti finanziari, dove domanda e offerta si incontrano. Questo schema integrato è progettato per assicurare la protezione dei finanziatori e la stabilità complessiva del sistema finanziario. Sul punto si cfr. PRESTI, G., *op. ult. cit. nella nota 168*, p. 33.

storicamente asfittico, esige una riforma profonda per stimolare la crescita e l'attrattività del mercato stesso.

Il Decreto del 1998 aveva un altro obiettivo, cioè il supporto alla politica di privatizzazioni in corso. Infatti, il Governo italiano, impegnato nella dismissione di partecipazioni pubbliche, necessitava di un mercato dei capitali efficiente e ben strutturato, al fine di poter collocare e negoziare i titoli delle società privatizzate a prezzi congrui.

Inoltre, il TUF non solo ottemperava a queste necessità interne, bensì si allineava anche agli obiettivi o, meglio, ai considerandi, presenti nelle riforme della Comunità Europea¹¹⁸.

In questo contesto, erano state incorporate le direttive UE adottate fino ad allora, che avevano costituito la base per la sua formulazione iniziale. A titolo esemplificativo, si menzionano la Direttiva sugli organismi di investimento collettivo (1985), la Direttiva sull'informazione da pubblicare per l'acquisto di partecipazioni significative (1988), la Direttiva sul prospetto (1989) e, infine, la Direttiva sui Servizi di Investimento (1993). In aggiunta, vi era un ulteriore *ratio*, cioè, rafforzare la cooperazione fra le Autorità di vigilanza, in relazione al contesto sia nazionale che internazionale.

Ulteriore principio era la semplificazione normativa, la quale si concretizzava in una significativa delegificazione. Con l'adozione del Testo Unico, erano stati aboliti 34 provvedimenti legislativi preesistenti. Tuttavia, questa razionalizzazione non aveva comportato una deregolamentazione totale; piuttosto, aveva trasferito le disposizioni specifiche alla normativa secondaria, attribuendo ampi poteri regolatori alla Consob. Questo approccio aveva sollevato preoccupazioni, riguardo ad una possibile eccessiva burocratizzazione. Inoltre, delegare scelte legislative cruciali a organi privi di legittimazione democratica, poteva aumentare il rischio di decisioni amministrative distaccate dalla volontà popolare¹¹⁹.

Procedendo con l'analisi del tema centrale, si passa ora ad esaminare il ruolo dell'art. 104 del TUF. Questa norma, introdotta *ex novo* con il Decreto del 1998, si distingue per aver apportato una sostanziale modifica rispetto all'art. 16 della legge 149/1992, la quale

¹¹⁸ Per ulteriori approfondimenti si cita MOLONEY, N., "EU Securities and Financial Markets Regulation", 3 a ed., Oxford, 2014, pp. 1 e ss. A titolo esemplificativo, si osserva che negli anni '60, con il Rapporto Segré, erano state poste le basi per un diritto europeo dei mercati finanziari. Successivamente, il processo di integrazione si era intensificato con il Libro Bianco della Commissione Europea del 1985. Quest'ultimo stabiliva un piano per realizzare un mercato unico entro il 1992, utilizzando strumenti di armonizzazione come il mutuo riconoscimento e l'omogeneizzazione minima, oltre al controllo da parte del paese d'origine.

¹¹⁹ Si tratta di un approccio così criticato da PRESTI, G., *op. cit. nella nota 168*, p. 33.

prevedeva un'applicazione assoluta della “*passivity rule*”. Sulla scorta di quanto descritto nel paragrafo precedente, quest'ultima regolamentazione rappresentava un *unicum* nel panorama europeo, con una peculiarità senza riscontro negli ordinamenti degli altri Paesi. Verranno quindi delineati i tratti distintivi dell'art. 104 TUF, con un accenno ai profili comparatistici, i quali mettono in luce le divergenze della disciplina italiana rispetto al contesto europeo. Dunque, in contrasto con il divieto assoluto di apportare modifiche allo statuto o all'atto costitutivo durante un'OPA, l'art. 104 ha stabilito un regime di neutralità condizionata. Nella sua formulazione originaria, quest'ultima imponeva, alle società target, di astenersi dal porre in essere alcune misure, che potessero ostacolare l'offerta, salvo che tali azioni fossero previamente autorizzate dall'assemblea, ordinaria o straordinaria, dei soci, con una particolare maggioranza qualificata, cioè del 30% del capitale sociale¹²⁰. Il tutto era accompagnato dalla responsabilità personale, sia da parte degli amministratori e dei direttori generali, in relazione agli atti e alle operazioni compiute, in violazione di tale obbligo.

Contrariamente a quanto previsto dalla precedente normativa, la quale imponeva restrizioni assolute senza considerare le specificità delle operazioni societarie, il nuovo disposto adotta un criterio teleologico¹²¹ di intervento mirato e circoscritto. In effetti, è esplicitamente proibita qualsiasi attività che, anche solo potenzialmente, possa essere finalizzata ad ostacolare una scalata considerata ostile¹²².

¹²⁰ L'art. 104, Decreto legislativo 24/02/1998, n. 58, in vigore dal 1° luglio 1998 al 28 febbraio 2004, al primo comma recita: “*salvo autorizzazione dell'assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società italiane le cui azioni oggetto dell'offerta sono quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea si astengono dal compiere atti od operazioni, che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. Le assemblee deliberano, anche in seconda o in terza convocazione, con il voto favorevole di tanti soci che rappresentano almeno il trenta per cento del capitale. Resta ferma la responsabilità degli amministratori e dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiuti*”.

¹²¹ L'adozione di un criterio teleologico implica un approccio normativo orientato a perseguire gli obiettivi ultimi della disposizione, privilegiando l'intenzione sottesa alla norma, piuttosto che attenersi strettamente alla sua interpretazione letterale.

¹²² Il divieto imposto agli amministratori, di adottare azioni che possano interferire con gli obiettivi di un'OPA, salvo previa autorizzazione dell'assemblea dei soci, apre un dibattito di ampio respiro sul delicato equilibrio tra potere gestionale e controllo assembleare, il quale è un tema centrale nella *corporate governance* moderna. In primo luogo, la norma incarna un principio fondamentale del diritto societario: la separazione tra proprietà e controllo. Mentre il *management* detiene il potere esecutivo di gestione, le decisioni strategiche, che potrebbero avere un impatto significativo sull'assetto proprietario della compagine sociale, devono essere vagliate dagli azionisti. Questo principio mira a tutelare l'interesse comune degli *shareholders*, prevenendo che il *board*, potenzialmente incline a perseguire interessi individuali o di gruppo, adotti determinazioni in contrasto con l'interesse collettivo della società.

Un parallelo interessante può essere tracciato con il principio della “*business judgment rule*”, tipico del diritto societario anglosassone. Secondo questa dottrina, il *management* gode di un'ampia discrezionalità nella gestione societaria, a condizione che le decisioni siano prese in buona fede, con competenza e

In questi termini, nonostante una formulazione normativa apparentemente più raffinata rispetto al passato, essa continua a porre il fianco a diverse critiche. Va sottolineato che il legislatore del 1998, nel delineare il Testo Unico, ha recepito le obiezioni e le proposte formulate dalla dottrina emerse durante la vigenza della legge 149/1992, art. 16. In quest'ottica, si è optato per una "clausola generale"¹²³ di ampio respiro, la quale vieta agli amministratori di intraprendere operazioni che, anche solo in via potenziale, possano compromettere il raggiungimento degli obiettivi dell'offerta. Spetta comunque all'organo amministrativo dell'ente emittente determinare, caso per caso, quali attività necessitano di preventiva autorizzazione assembleare.

Nonostante ciò, questa impostazione normativa non è stata immune da critiche¹²⁴, soprattutto a causa della mancanza di una esemplificazione di massima, il quale ha generato incertezze interpretative circa l'effettiva portata del divieto. In tale contesto, per evitare un "blocco generalizzato" delle attività della società target, una parte della dottrina ha suggerito un orientamento restrittivo della norma. Secondo questa lettura, l'autorizzazione assembleare dovrebbe essere richiesta solo per quegli atti e operazioni "direttamente" volti a contrastare gli scopi dell'offerta, creando "ostacoli oggettivi" al suo successo; escludendo, invece, la necessità di un consenso esplicito per interventi che possano contrapporsi alla *bid* solo in modo "indiretto" (cd. "*factual defenses*")¹²⁵.

nell'interesse dell'impresa.

In secondo luogo, questo sistema normativo può essere collegato alla teoria dell'agenzia, secondo la quale esiste un potenziale conflitto di interessi tra gli agenti (gli amministratori) e i principali (gli azionisti). L'obbligo di ottenere un'approvazione assembleare, per atti potenzialmente ostili all'OPA, funge da meccanismo di allineamento delle pretese tra il *board* e gli *shareholders*, riducendo il rischio di comportamenti opportunistici da parte dei primi.

Infine, l'obbligo di astensione da parte dei gestori, salvo autorizzazione, potrebbe essere esaminato alla luce del principio di proporzionalità, il quale richiede un bilanciamento tra gli obiettivi legittimi della norma e l'impatto che essa ha sulla loro libertà gestionale. Questo precetto, riconosciuto sia a livello nazionale che europeo, potrebbe costituire una base per un'eventuale revisione normativa, mirando ad ottimizzare il rapporto tra efficienza manageriale (sana e prudente gestione) e protezione degli azionisti.

¹²³ Così si esprime LENER, R., "*La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio*", in Riv. Dir. Civ., 1999, p. 253. "*Mentre la legge n. 149 del 1992 perseguiva un rigoroso contenimento delle competenze degli organi sociali della società bersaglio durante la fase dell'offerta, il Testo Unico della Finanza ha introdotto un quadro normativo più flessibile, che permette una maggiore adattabilità alle circostanze specifiche*".

¹²⁴ A riguardo, LISANTI, M., "*Quale tutela per gli azionisti di minoranza?*", in Merc. Conc. Reg., 2000, p. 163, esprime l'opinione per cui sarebbe stato più opportuno, nell'art. 104 del TUF, includere una lista indicativa degli atti e delle operazioni vietate, pur chiarendo che tale elenco non avrebbe avuto carattere esaustivo. Si veda, peraltro, l'opinione contraria di coloro che, riconoscendo la complessità di una precisa definizione legislativa dei comportamenti contrastanti con l'obiettivo dell'offerta, hanno espresso una preferenza per un ruolo maggiormente proattivo dell'Autorità di vigilanza. Ad esempio, PERNAZZA, F., "*Autonomia e controllo nell'ordinamento delle società per azioni*", Giuffrè, Milano, 1999, p. 316.

¹²⁵ Così QUATRARO, B., "*Le offerte pubbliche di acquisto e scambio, dottrina, casi e materiali*", Giuffrè,

La scelta di focalizzarsi sulle manovre con un chiaro scopo impeditivo verso l'offerta pubblica assicura una maggiore trasparenza e certezza del diritto, evitando le ambiguità interpretative emerse dall'applicazione del previgente articolo 16, come illustrato ampiamente nella sezione precedente. L'obiettivo primario del presente approccio normativo è prevenire l'adozione, da parte del *management* della società emittente, di iniziative difensive unilaterali tali da pregiudicare l'esito dell'OPA, garantendo in tal modo una valutazione imparziale ed equa dell'offerta. Tuttavia, la previsione per cui le modifiche potessero avvenire solo con l'assenso assembleare introduceva un elemento di lentezza decisionale, il quale poteva essere problematico in un contesto di mercato dinamico e veloce. L'istituzione di tale consenso si radica in una profonda necessità di equilibrio e legittimità, nella gestione delle decisioni societarie cruciali¹²⁶.

Il regime di neutralità ex art. 104 ha avuto implicazioni significative sia per le società che per il mercato dei capitali. Da un lato, ha reso il mercato italiano più attrattivo per gli investitori stranieri, contribuendo ad una maggiore competitività a livello internazionale. Dall'altro lato, la limitazione del potere decisionale del *management* ha sollevato preoccupazioni riguardo alla capacità delle imprese di rispondere, in modo efficace, a situazioni di acquisizione ostile o non vantaggiosa nel lungo termine.

Inoltre, l'attribuzione del potere al Ministro di grazia e giustizia e alla Consob, al fine di disciplinare le modalità di convocazione delle assemblee durante la *takeover*¹²⁷, sebbene progettato per assicurare flessibilità e tempestività, sollevava interrogativi riguardo all'equilibrio tra regolamentazione e discrezionalità amministrativa. Questa versatilità poteva, infatti, essere percepita come una forma di ingerenza burocratica.

In un panorama economico sempre più globalizzato, la codificazione delle OPA è fondamentale per garantire stabilità ed equità nel mercato. In tale contesto, l'art. 104

Milano, 2000, p. 39.

¹²⁶ Come osserva D'AMBROSIO, C., *“Commento agli artt. 102-112, in Il T.U. dell'intermediazione finanziaria, Commento al D. Lgs. 24-2-98 n. 58”*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998, p. 599, il principio alla base di tale autorizzazione risiede nella necessità di garantire che, *“mentre la prima decisione faccia capo agli azionisti minoritari, la seconda spetti esclusivamente al management, espressione, a propria volta, del gruppo di comando”*. In primo luogo, l'assunto sotteso mira a tutelare gli interessi degli azionisti, soprattutto quelli minoritari, i quali devono avere voce in capitolo in merito alla valutazione e alla risposta ad un'OPA. In secondo luogo, il meccanismo di autorizzazione assembleare serve a evitare che i gestori, con interessi potenzialmente divergenti da quelli degli azionisti, prendano decisioni unilaterali a proprio vantaggio.

¹²⁷ Invece, il dettato del secondo comma, art. 104 t.u.i.f., prevedeva *“i termini e le modalità di convocazione delle assemblee da tenersi in pendenza dell'offerta sono disciplinati, anche in deroga alle vigenti disposizioni di legge, con regolamento emanato dal Ministro di grazia e giustizia, sentita la CONSOB”*.

Le norme di attuazione in questione sono state emanate con D.M. 5 novembre 1998, n. 437.

emerge come una normativa di portata internazionale, estendendo il proprio ambito di applicazione alle società italiane quotate, anche sui mercati esteri all'interno dell'Unione Europea¹²⁸. Di conseguenza, questa estensione dimostra un intento legislativo di garantire coerenza e uniformità.

Peraltro, un aspetto rilevante da considerare è che, in base al regime normativo vigente dal 1998 al 2004, si potevano legittimamente ritenere ammissibili non solo le riduzioni di capitale imposte *ex lege*. Anche gli aumenti di capitale volti a soddisfare esigenze fisiologiche della società erano considerati consentiti, purché non fossero finalizzati esclusivamente a contrastare un'acquisizione ostile¹²⁹.

Sotto la precedente disciplina, infatti, si escludeva categoricamente che gli amministratori potessero esercitare, dopo la pubblicazione del prospetto informativo, la delega conferita ex art. 2443 c.c., se questa era stata accordata prima del lancio dell'offerta¹³⁰. Tale divieto era motivato dalla necessità di prevenire qualsiasi forma di difesa anticipata, la quale potesse essere adottata con il palese intento di ostacolare una scalata ostile¹³¹. In questo contesto, qualsiasi azione volta ad aumentare il capitale della società dopo la pubblicazione dell'offerta era vista con sospetto, in quanto potenzialmente lesiva della trasparenza e dell'equità del processo di acquisizione. Tuttavia, si configurava una diversa soluzione nel caso in cui tale aumento fosse stato deliberato dall'assemblea straordinaria, prima della pubblicazione dell'offerta, e l'operazione consisteva semplicemente nella sua

¹²⁸ Questa specificazione era particolarmente rilevante, considerando la presenza di imprese italiane sui mercati finanziari esteri, come ad esempio il SEAC di Londra. Tra le società italiane quotate in tale contesto, vi erano noti colossi, tra cui Eni, Fiat, Ina, Parmalat, Pirelli e Telecom. Così come discusso da COTTINO, G., ABRIANI, N., CAVALIERE, T., SARALE, M., CALLEGARI, M., & DESANA, *op. ult. cit.*, p. 1001.

¹²⁹ Tale interpretazione rifletteva un approccio più flessibile rispetto al passato, in cui vigeva una disciplina più restrittiva, che limitava severamente l'operato degli amministratori a seguito della pubblicazione del prospetto informativo.

¹³⁰ Si richiama la nota 79.

Inoltre, considerando brevi aspetti comparatistici, nel sistema britannico, la dottrina della “*managerial passivity*” rappresenta un principio cardine, secondo il quale la gestione societaria deve mantenersi neutrale di fronte ad un *takeover*, limitando le proprie azioni per evitare interferenze con il mercato. Tuttavia, questo principio non si traduce in un'applicazione rigida e senza eccezioni. In casi particolari, il *Panel on Takeovers and Mergers*, l'organo di vigilanza sulle operazioni di acquisizione nel Regno Unito, ha il potere di concedere deroghe alla regola sopracitata. Questa possibilità è concessa in circostanze eccezionali, nelle quali il *board* può essere autorizzato a adottare misure difensive, senza l'obbligo di ottenere un preventivo consenso assembleare. Il potere discrezionale del *Panel*, di autorizzare tali azioni, solleva una serie di questioni giuridiche ed operative. Quindi, la possibilità di intervento, senza un preventivo assenso dell'assemblea, rappresenta un delicato bilanciamento tra la protezione dell'integrità della società e la salvaguardia degli interessi legittimi degli azionisti.

¹³¹ La dottrina, come sottolineato da MONTALENTI, P., *op. ult. cit.*, p. 874, interpretava tali misure come difese illecite, qualora il loro unico scopo fosse ostacolare l'acquisizione.

esecuzione¹³². Questa distinzione, tra atti di difesa premeditati e azioni di ordinaria amministrazione pianificate, antecedentemente al lancio dell'OPA, sottolineava l'importanza del contesto e della tempistica nella valutazione della legittimità delle operazioni societarie, durante una *bid*.

In codesto contesto, la *business judgment rule* è stata applicata per stabilire se le azioni degli amministratori fossero giustificate dalla necessità di proteggere la società e i suoi *stakeholders*, dalla natura coercitiva di alcune offerte parziali. Il collegamento tra questi due approcci: quello normativo, rappresentato dal rigore dell'art. 104 del TUF, e quello giurisprudenziale statunitense, che applica la regola appena citata, evidenziano una tensione intrinseca tra la protezione degli azionisti e l'autonomia del *management*¹³³.

Da un lato, la normativa sembra voler prevenire qualsiasi interferenza che possa derivare dall'abuso del potere manageriale, mentre dall'altro, la giurisprudenza riconosce che certe difese, anche se potenzialmente limitative, possono essere legittime se adottate nell'interesse superiore della società¹³⁴.

Un ulteriore profilo di notevole rilevanza giuridica concerne la pratica dell'acquisto di azioni proprie, comunemente denominata *buy-back*¹³⁵. Sotto il regime introdotto dal nuovo quadro normativo, si prospetta la possibilità di pervenire a conclusioni analoghe a

¹³² Come osservato da MINERVINI, G., *op. ult. cit.*, p. 551, in tali circostanze, “l'operazione non poteva essere considerata come una tecnica di difesa volta a ostacolare l'OPA, poiché si trattava di dare attuazione a una deliberazione assunta in un contesto temporale e strategico antecedente al lancio dell'offerta stessa”.

¹³³ In particolare, emergono interrogativi rilevanti circa l'applicazione di tale divieto a contratti e operazioni già pianificati o avviati prima del lancio dell'OPA. La questione centrale consiste nel determinare se l'esecuzione di tali contratti possa essere considerata legittima, oppure se possa configurarsi come un comportamento elusivo del divieto stesso.

Un'analisi giuridica approfondita deve ineluttabilmente considerare il principio di continuità dell'impresa, e la necessità di non pregiudicare la normale operatività della società target. Da un lato, il rispetto dei contratti preesistenti è un principio fondamentale del diritto contrattuale, fondato sul vincolo giuridico che lega le parti, e la loro esecuzione dovrebbe rimanere protetta, a meno che non vi sia un evidente intento elusivo. Dall'altro lato, si pone la questione della tutela degli interessi degli offerenti e del mercato, che potrebbe essere compromessa da operazioni destinate a privare l'OPA della sua utilità economica.

Un ulteriore aspetto da considerare riguarda la facoltà degli amministratori di intraprendere azioni legali contro il *bidder* o di procedere all'acquisto di azioni proprie durante una *bid*. Tuttavia, anche in questi casi, il confine tra legittimità e abuso è estremamente sottile, dipendendo dalla concreta valutazione delle circostanze e delle finalità perseguite dai gestori. Dunque, l'acquisto di azioni proprie può stabilizzare la proprietà o essere visto come una possibile manipolazione del mercato.

¹³⁴ Si rimanda alle pp. 67 e ss. del presente elaborato.

¹³⁵ Sotto il regime della legge n. 149 del 1992, questa pratica era espressamente vietata dall'art. 27, comma 4, lett. c), che proibiva alla società emittente, nonché alle sue controllanti, controllate o società collegate, di effettuare qualsiasi contrattazione sui titoli oggetto dell'offerta, anche per interposta persona. Tale divieto rifletteva l'intento del legislatore di evitare che il *management* potesse manipolare il mercato e influenzare l'esito di un'OPA, alterando l'equilibrio delle forze in gioco a detrimento della libera concorrenza e della trasparenza del mercato.

quelle maturate sotto la vigenza della legge n. 149 del 1992, nonostante l'assenza di un divieto espresso di pari portata¹³⁶.

Il *buy-back*, invero, si configura frequentemente come una strategia difensiva, in quanto l'acquisizione di azioni proprie da parte dell'emittente provoca un incremento immediato della loro quotazione sul mercato¹³⁷. Rimane tuttavia da chiarire circa la questione della validità di una delibera adottata ai sensi dell'art. 2357 c.c., qualora sia stata rettificata antecedentemente alla pendenza dell'offerta. Inoltre, occorre verificare se tale risoluzione possa essere considerata efficace anche ai fini dell'art. 104 TUF, a condizione che sia stata approvata con i *quorum* deliberativi richiesti. L'esito di tale tema dipende in gran parte dall'interpretazione sistematica e teleologica delle disposizioni normative in esame. Parallelamente, il Decreto Legislativo n. 58 del 1998 sancisce l'OPA come lo strumento preminente, volto a garantire l'equità tra gli azionisti nell'ambito delle operazioni di acquisto di azioni proprie, effettuate da una società quotata o da una sua controllata. In questo contesto, solo gli acquisti eseguiti da parte dei dipendenti risultano esentati dall'obbligo di ricorrere all'OPA, mentre eventuali modalità alternative di rilevamento devono essere preventivamente concordate con la società di gestione del mercato, come previsto dall'art. 132 del TUF.

La nuova disciplina, la quale è stata descritta in questo paragrafo, si allinea, in modo significativo, alla normativa vigente negli altri Stati dell'Unione Europea e, in particolare, rispecchia le indicazioni contenute nella Proposta della XIII direttiva, emanata dal Parlamento Europeo e, congiuntamente, dal Consiglio¹³⁸, in materia di diritto societario. Tale convergenza testimonia un intento armonizzatore a livello comunitario.

Dal punto di vista teorico, i modelli comportamentali, che possono essere delineati in risposta ad un *takeover*, si riconducono essenzialmente a due approcci distinti. Il primo pone gli azionisti dell'ente emittente al centro del processo decisionale. Codesto modello valorizza la sovranità assembleare e l'attiva partecipazione dei soci. Invece, il secondo

¹³⁶ Cfr. COTTINO, G., ABRIANI, N., CAVALIERE, T., SARALE, M., CALLEGARI, M., & DESANA, *op. ult. cit.*, p. 1001.

¹³⁷ Tale rialzo del prezzo dei titoli azionari esercita un effetto dissuasivo sugli azionisti, riducendo la loro propensione ad accettare l'offerta in corso, e, per conseguenza, ostacolando l'intento dell'offerente di acquisire una partecipazione di controllo nella società target. È pertanto imprescindibile che qualsiasi operazione di riacquisto di azioni proprie venga sottoposta alla preventiva autorizzazione dell'assemblea dei soci, ai sensi dell'art. 104 del TUF.

¹³⁸ Si tratta della proposta modificata presentata in applicazione dell'art. 189 A, paragrafo 2 del trattato CE, del 10 novembre 1997, COM 97, 565 def.

attribuisce ulteriori prerogative agli amministratori, affinché venga affidata, a loro, la responsabilità di valutare e verificare se l'operazione in corso sia conforme all'interesse sociale, inteso in senso ampio. Esso si estende anche alla massimizzazione del valore verso altri *stakeholder* dell'impresa, a titolo esemplificativo, quali i lavoratori, i fornitori, i consumatori, le comunità sia locali che nazionali. Tale modello è particolarmente diffuso negli Stati Uniti, attribuendo al *board* ampi margini di discrezionalità operativa, bilanciati dalla rigorosa responsabilità fiduciaria. Al contrario, in Europa, è la prima prospettiva ad essere maggiormente recepita, come evidenziato dall'art. 8 della Proposta modificata della XIII direttiva¹³⁹.

Analizzando il panorama normativo, si possono individuare diverse soluzioni adottate, ciascuna caratterizzata da specifiche peculiarità giuridiche, che riflettono le diverse tradizioni legislative nazionali.

In Francia, il regolatore non pone restrizioni assolute alla facoltà dei soci di modificare lo statuto societario. La normativa francese, tuttavia, disciplina con precisione la delega concessa agli amministratori per l'aumento di capitale, che può essere utilizzata come strumento difensivo. L'art. 14 della legge del 2 agosto 1989 stabilisce che tale incarico debba essere conferito prima del lancio dell'offerta, non potendo eccedere un periodo di validità di un anno. Inoltre, deve essere specificamente indirizzata a contrastare la relativa proposta pubblica. In aggiunta le nuove azioni emesse devono risultare offerte in opzione agli azionisti preesistenti, escludendo così la possibilità di riservare l'aumento di capitale ad un "cavaliero bianco"¹⁴⁰.

In Belgio, il legislatore ha seguito la giurisprudenza, in quanto viene riconosciuta la legittimità di un aumento di capitale, volto solamente a fronteggiare un'OPA, ritenuta pregiudizievole, anche in assenza di una specifica disciplina¹⁴¹.

Analogamente, il legislatore spagnolo attribuisce un ruolo cruciale all'adunanza nella gestione delle OPA. L'art. 14 del Real Decreto n. 1197 del 26 luglio 1991 impone ai gestori di astenersi dall'intraprendere operazioni straordinarie, finalizzate a perturbare il

¹³⁹ L'articolo imponeva agli Stati membri di stabilire norme che vietavano agli organi amministrativi di agire in modo tale da compromettere l'OPA, salvo autorizzazione preventiva dell'assemblea dei soci, durante il periodo di validità della stessa.

¹⁴⁰ Per ulteriori approfondimenti, si veda la critica formulata da VELLA, F., *op. ult. cit.*, pp. 345 e ss.

¹⁴¹ Il caso della *Société Générale de Belgique* è stato oggetto di un'approfondita analisi, tra cui quella condotta da PETTITI, P., "Il caso *Société Générale de Belgique*: riflessioni sulle offerte pubbliche di acquisto", in *Rivista di Diritto Commerciale*, 1991, Parte II, p. 128.

normale svolgimento dell'offerta. Sono specificatamente indicati gli atti vietati, con la possibilità di derogare a tali divieti solo in presenza di accordi espressamente autorizzati dall'assemblea dei soci, previa adeguata motivazione secondo l'orientamento dottrinale dominante.

In contrasto con queste impostazioni, il sistema giuridico britannico si distingue per un elevato grado di autoregolamentazione, codificato nel “*City Code on Takeovers and Mergers*”¹⁴². La disciplina inglese, nota soprattutto per essere uno delle più rigorose verso le tecniche difensive, affida solamente agli azionisti il compito di valutare l'opportunità di accettare o meno l'offerta pubblicata. In questo senso, gli amministratori hanno un margine d'azione limitato, in quanto devono sottoporre “*ogni decisione di rilievo strategico all'approvazione dell'assemblea*”, in ossequio ai principi di *governance* che privilegiano e prioritizzano, il più possibile la sovranità degli *shareholder*.

Risulta utile un breve *excursus*, nell'ambito di un'analisi comparativa, tra la normativa turca e quella nipponica in materia di *tender offers*.

La regolamentazione delle OPA, in Turchia, deriva dal documento denominato “*Communiqué on Tender Offers*”, emanato dal *Capital Markets Board of Turkey* (CMB). Questo strumento normativo non prevede un principio di neutralità esplicito per le offerte pubbliche obbligatorie (MTO). Di conseguenza, il *management* della società bersaglio non è vincolato ad astenersi dal prendere misure difensive, senza l'autorizzazione degli azionisti. Tuttavia, la protezione dei soci di minoranza è assicurata attraverso una legislazione stringente del valore delle *bids* ed un controllo rigoroso da parte del CMB. La normativa stabilisce che l'acquirente deve lanciare un'offerta pubblica obbligatoria per acquisire le azioni residue, con il prezzo prescritto per legge, limitando così le pratiche opportunistiche, in quanto potrebbero danneggiare gli azionisti minoritari. Sebbene il Consiglio di amministrazione non sia obbligato ad emettere un'opinione formale durante una MTO, deve redigere un rapporto informativo in caso di offerta pubblica volontaria (VTO), valutando le implicazioni strategiche della stessa¹⁴³. Tale *memorandum* deve

¹⁴² Si veda, a tal proposito, VELLA, F., *op. ult. cit.*, pp. 346 e ss.

¹⁴³ In Turchia, qualora gli investitori aspiranti ad un *takeover*, intendano acquisire azioni detenute da una pluralità di azionisti minoritari, possono avvalersi di una VTO, previa autorizzazione del *Capital Markets Board*. Tuttavia, la maggior parte delle società quotate in Turchia presenta una struttura azionaria concentrata nelle mani di pochi soggetti, analogamente a quanto avviene in Italia. Di conseguenza, i casi di acquisizione realizzati attraverso un progressivo aumento delle partecipazioni sono relativamente rari. Questo scenario riflette un assetto proprietario in cui il controllo è spesso aggregato, riducendo così le opportunità di acquisizione incrementale e le dinamiche tipiche delle VTO, in contesti con una distribuzione

essere divulgato prima del lancio della *tender offer*, ma la supervisione e la conformità sono garantite dal CMB, che assicura la giustizia e la trasparenza delle operazioni.

Nonostante la regolamentazione ferrea dei prezzi, il ruolo del *board of directors* turco, in caso di MTO e soprattutto di VTO, rimane relativamente limitato, dato che il valore dell'offerta è regolato e non lascia spazio alla negoziazione. In altre parole, in Turchia, non esiste una *passivity rule* formalmente enunciata per le MTO e VTO. L'organo amministrativo può adottare misure difensive, purché queste siano in linea con le normative del CMB e non compromettano i diritti degli azionisti di minoranza.

Nondimeno, contrariamente alla disciplina generale, è opportuno considerare specifici casi, come l'emissione di nuove azioni, poiché tali operazioni richiedono l'approvazione degli azionisti e una supervisione attenta.

In Giappone, il *Financial Instruments and Exchange Act* (FIEA) applica con rigore il principio della passività, imponendo che il *governing board* della società target non possa adottare misure difensive, senza il previo consenso degli azionisti durante un'OPA¹⁴⁴. Quest'obbligo include l'emissione di un'opinione ufficiale da parte del *management*, che deve valutare la *tender offer* in esame. Tale parere dovrebbe fornire una raccomandazione ai titolari del capitale sociale, sull'opportunità di accettarla o rifiutarla, eventualmente supportata da una valutazione indipendente. Di conseguenza, tale normativa sottolinea un'elevata attenzione alla protezione degli azionisti di minoranza, analogamente a quanto avviene in Turchia.

La rilevanza e l'importanza della nota *passivity rule* emerge in quelle situazioni, in cui l'organo collegiale di gestione potrebbe trovarsi in una certa circostanza, cioè in evidente conflitto di interessi. Ad esempio, ciò accade mediante un *management buy-out* oppure qualora l'offerente sia un potenziale azionista di maggioranza.

azionaria più frammentata. L'argomentazione in esame trova fondamento nelle analisi di UMETSU, H.R., SONODA, M., "*Comparative Analysis of Turkish and Japanese Tender Offer Regulations: Protection of Minority Shareholders*", in *Turkish Commercial Law Review* 2, no. 2 (Winter 2016), p. 160.

¹⁴⁴ Sebbene in Giappone sia in corso un dibattito sull'opportunità di istituire un organo simile al *Panel on Takeovers and Mergers* del Regno Unito, che, analogamente al *Capital Markets Board* (CMB) in Turchia, esercita un controllo attivo sulle OPA, il Paese Del Sol Levante non ha ancora introdotto un'istituzione di questo tipo. L'assenza di un'autorità centralizzata, dedicata alla regolamentazione delle *tender offers*, comporta che il Giappone si affidi prevalentemente a norme interne, come la *passivity rule*, al fine di garantire la protezione degli azionisti di minoranza e la trasparenza nelle operazioni di *takeover*. In assenza di un organo come il *Panel on Takeovers and Mergers* o il CMB, il ruolo dei comitati indipendenti diventa ancora più rilevante nel Paese nipponico. Essi compensano la mancanza di un'autorità regolatoria e di vigilanza attraverso un controllo interno rigoroso. Per ulteriori approfondimenti si rimanda a UMETSU H.R., SONODA M., *op. ult. cit.*, p. 158.

In tali contesti, la normativa nipponica prevede la costituzione, al fine di garantire una maggiore equità e trasparenza, di comitati sostanzialmente indipendenti. Oltretutto, quest'ultimi, di fronte a potenziali conflitti di interesse, ricoprono un ruolo fondamentale, in relazione alla regola sopra citata, poiché al *Panel* indipendente viene delegato, dal *board of directors*, l'emissione di un'opinione ufficiale sull'OPA. Inoltre, la verifica della legittimità e dell'opportunità di adottare tali azioni difensive, proposte dall'organo amministrativo, è compito di questo gruppo di esperti¹⁴⁵. Difatti, il comitato deve condurre un'imparziale e, allo stesso tempo, discrezionale valutazione dell'offerta, affinché il parere che è stato espresso sia esente da qualsiasi indebita influenza, cosicché sia orientato esclusivamente alla tutela degli interessi dei soci di minoranza.

In aggiunta, si evidenziano alcune differenze ed approcci distintivi rilevanti, effettuando una comparazione normativa sia turca che giapponese, sempre considerando la protezione degli azionisti di minoranza. In Turchia, la disciplina regolata dal *Communiqué on Tender Offers del Capital Markets Board (CMB)* adotta un approccio permissivo verso la *passivity rule*. Al contrario, il sistema nipponico, disciplinato dal FIEA, precedentemente citato, applica la regola della neutralità in modo rigoroso, richiedendo l'approvazione degli azionisti per "qualsiasi" misura difensiva e obbligando il *board* a fornire un'opinione ufficiale sull'offerta, supportata da una valutazione indipendente.

In sintesi, sebbene entrambi i sistemi mirino a proteggere i soci di minoranza, la Turchia consente maggiore libertà gestionale, mentre il Giappone assicura una tutela più rigorosa e trasparente. Poiché l'obiettivo è la protezione degli azionisti di minoranza, si evince che, con o senza il consenso degli *shareholders*, è possibile garantire un alto livello di

¹⁴⁵ "L'obiettivo primario perseguito dal *Financial Instruments and Exchange Act (FIEA)* è la rigorosa tutela dei diritti degli azionisti di minoranza, un imperativo che si inserisce nel peculiare contesto economico giapponese". Nel Paese Del Sol Levante, infatti, analogamente a quanto avviene negli Stati Uniti, si riscontra una presenza significativa di società quotate caratterizzate da una base azionaria frammentata, in cui una larga percentuale delle quote è detenuta da soci minoritari. Questa configurazione impone un'attenta vigilanza normativa per garantire che tali azionisti, spesso privi di potere decisionale diretto, siano adeguatamente protetti nelle dinamiche societarie, specialmente in operazioni di acquisizione che potrebbero compromettere i loro interessi. Questa osservazione è riconducibile a UMETSU H.R., SONODA M., *op. ult. cit.*, p. 160. In questo contesto, si può analizzare come la normativa cambi sostanzialmente rispetto a quella prevista dagli ordinamenti europei. Infatti, qualora "gli investitori intendano acquisire azioni minoritarie diffuse al di fuori del mercato azionario, essi sono tenuti a lanciare un'offerta pubblica di acquisto (MTO), conformemente alla "Regola del 1/3" o alla "Regola del 5%". Queste disposizioni impongono l'obbligo di procedere con un'OPA, quando l'acquisizione mira ad ottenere oltre un terzo dei diritti di voto complessivi, oppure qualora venga superata la soglia del 5% dei diritti di voto attraverso acquisti frazionati, sempre al fine di garantire gli obiettivi citati più volte in precedenza.

salvaguardia. Ciò è particolarmente evidente nel contesto turco, caratterizzato dalla presenza di un numero limitato di soggetti che detengono la maggioranza delle azioni. In tale ordinamento, sono previste ulteriori disposizioni normative, precedentemente descritte, che non trovano riscontro nel contesto italiano, sebbene entrambi i sistemi siano caratterizzati dalla mancanza di un azionariato diffuso.

In definitiva, la comparazione tra i due sistemi, turco e giapponese, rivela come, sebbene entrambi perseguano la protezione dei soci di minoranza, le loro strategie normative riflettano approcci differenti. Nel primo, l'assenza di una *passivity rule* esplicita e la concentrazione di controllo sugli aspetti economici delle OPA, attraverso la fissazione dei prezzi, denotano una regolamentazione che si avvicina maggiormente al modello italiano. Ciò rivela una situazione in cui le quote di controllo sono spesso concentrate, e le normative mirano a bilanciare la protezione degli azionisti di minoranza con la regolamentazione dei prezzi delle offerte. Al contrario, il Giappone si allinea maggiormente ai modelli anglosassoni, similmente al Regno Unito ed agli Stati Uniti, in un contesto di azionariato più frammentato.

Sebbene le regolamentazioni in Turchia, Italia, Giappone e nei paesi del *common law* si differenzino per approccio e applicazione, tutte mirano a garantire un equilibrio tra gli interessi degli azionisti di maggioranza e minoranza, riflettendo le diverse realtà e preoccupazioni dei rispettivi contesti economici e giuridici¹⁴⁶. In definitiva, la normativa britannica emerge come la più rigorosa rispetto agli altri sistemi giuridici esaminati.

Questo punto di vista evidenzia una discrepanza rilevante; mentre il Regno Unito adotta misure particolarmente stringenti, altri modelli giuridici, pur presentando notevoli differenze nelle loro applicazioni, rispondono alle specificità delle strutture azionarie e dei contesti normativi di ciascun paese. Tuttavia, tali approcci garantiscono, seppur in modo diverso, un livello equivalente di protezione e adeguate tutele.

Tenendo conto dell'aspetto di nostro interesse, l'analisi comparativa tra i sistemi giuridici sopracitati evidenzia sia le differenze nei meccanismi di protezione dei soci di minoranza, sia le convergenze che confermano l'universalità dell'obiettivo di tutela. Nonostante gli

¹⁴⁶ In sintesi, mentre il modello giapponese si distingue per la rigorosa applicazione della *passivity rule* e la creazione di comitati indipendenti per garantire un processo decisionale equo. La normativa turca mostra un approccio meno restrittivo, con un *focus* maggiore sulla regolamentazione dei prezzi e la supervisione del CMB. Gli approcci europei, tra cui quelli di Francia, Belgio e Spagna, presentano una combinazione di protezione degli azionisti e controllo delle misure difensive, mentre il sistema britannico enfatizza la responsabilità degli azionisti e l'autoregolamentazione.

approcci distinti, entrambi gli schemi legislativi offrono soluzioni complementari alle problematiche derivanti dalle OPA, riflettendo diverse filosofie regolatorie e pratiche giuridiche. Difatti, una parte della dottrina evidenzia come il legislatore italiano abbia tratto ispirazione dal modello inglese, il quale delega agli azionisti la cruciale facoltà di autorizzare l'implementazione di tali strumenti¹⁴⁷.

Dopo aver delineato una panoramica generale dell'art. 104 del Testo Unico della Finanza e aver approfondito, attraverso un'analisi comparata, le principali differenze tra gli ordinamenti giuridici di riferimento, è ora opportuno procedere ad un esame specifico delle disposizioni di tale norma.

Come anticipato nell'analisi generale descritta in questo paragrafo, e avendo ribadito che rispetto alla disciplina antecedente del 1992 si è assistito ad una "vera e propria inversione di rotta"¹⁴⁸, la disciplina della *passivity rule*, maggiormente rispettosa dell'autonomia dei soci¹⁴⁹, presentava una duplice valenza. Da un lato, si attribuisce agli azionisti la prerogativa di determinare la sorte del loro investimento. Tuttavia, questa apparente devoluzione di potere non preclude agli amministratori una significativa libertà d'azione. Tali attori, infatti, mantengono la possibilità di intervenire e individuare con precisione quali atti e operazioni richiedano "l'autorizzazione" dell'assemblea¹⁵⁰. In questo contesto, si delinea una responsabilità particolarmente gravosa per gli amministratori¹⁵¹, per cui il

¹⁴⁷ In tal senso si veda DESANA, E., "Opa e tecniche di difesa", in Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, n. 250, Giuffrè, Milano, 2003, p. 74. In questo quadro, l'assemblea degli azionisti emerge come l'epicentro decisionale, come ampiamente discusso nelle opere dello stesso autore (*Id.*, pp. 38 e ss.).

¹⁴⁸ Cit. di MONTALENTI, P., "Opa: la nuova disciplina", in Banca, borsa, tit. cred., 1999, p. 158. Parallelamente, MUCCIARELLI, F., "Combinazioni aziendali e passivity rule", in Banca, borsa, tit. cred., 2000, p. 232, offre una prospettiva complementare, sostenendo che tale "innovazione" normativa possiede una "rilevanza principalmente endosocietaria". Egli argomenta che la novità introdotta non altera la soggettività giuridica dell'entità che adotta le misure difensive, bensì ristrutturata il riparto delle competenze tra gli organi societari.

¹⁴⁹ Secondo ENRIQUES, L., "Quale disciplina per le acquisizioni ostili? - Alcuni modelli teorici e la soluzione italiana", in Merc. Conc. Reg., v. II, 1999, p. 189, "le disposizioni del 1998 offrono strumenti adeguati ad affrontare in modo bilanciato le problematiche, che possono sorgere durante un'OPA"; VELLA, F., "La nuova passivity rule nella disciplina delle offerte pubbliche di acquisto: alla ricerca di un difficile equilibrio", in Banca, impresa, società, 2000, p. 180, sottolinea come "questa disciplina si distingue per la sua capacità di mantenere una posizione di equidistanza tra i diversi protagonisti delle OPA", garantendo che né l'offerente né i detentori del controllo della società target possano trarre vantaggio a scapito dell'altro.

¹⁵⁰ In tal senso si veda CHIAPPETTA, F., *op. ult. cit.*, p. 970.

¹⁵¹ La disposizione in esame conferisce agli amministratori l'iniziativa esclusiva nell'elaborazione di strategie difensive, subordinando la volontà assembleare a un potere di mera ratifica o di veto, ma non di proposizione. La previsione contenuta nell'ultima parte del comma 1 dell'art. 104, secondo cui "resta ferma la responsabilità degli amministratori e dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiute", rappresenta un contrappeso fondamentale alla loro preminenza. Come evidenziato da MONTALENTI, P., *op. ult. cit.*, p. 160, questa disposizione è stata concepita per "mitigare il rischio, particolarmente insidioso

loro ruolo diviene quello di interpreti e garanti dell'interesse sociale.

In particolare, il nuovo assetto normativo ha attribuito all'assemblea ordinaria un ruolo amplificato, estendendo la sua competenza oltre le materie tradizionalmente riservate per legge o statuto, includendo anche decisioni riguardanti la "gestione ordinaria", tipicamente riservate all'organo amministrativo¹⁵².

Questo cambiamento ha comportato un rafforzamento del "diritto di *voce*"¹⁵³ per gli

in tali circostanze che gli amministratori agiscano non nell'interesse della società, bensì a favore del gruppo di controllo". Tale rischio è ulteriormente ridotto grazie all'introduzione dell'azione sociale di responsabilità promossa dalle minoranze, prevista dall'art. 129 TUF, che rafforza ulteriormente la tutela degli interessi societari.

Una riflessione interessante emerge dal dato letterale dell'art. 104 TUF, che sembra suggerire la persistenza della responsabilità degli amministratori anche quando le misure difensive sono state approvate dall'assemblea. Questo implica che l'autorizzazione dei soci non solleva i gestori dalla responsabilità per le conseguenze delle loro decisioni, anche quando tali scelte siano state formalmente convalidate. Questa interpretazione è sostenuta dalla dottrina prevalente, il quale ritiene gli amministratori potenzialmente responsabili per i danni derivanti dall'adozione di misure difensive non solo nei confronti di creditori, terzi e soci *uti tertii*, bensì anche rispetto alla stessa società che ha approvato tali azioni. In questi termini ANELLI F., RIZZINI S., BUSINELLI F., "D.lgs. n. 58 1998. Sollecitazione all'investimento e offerta pubblica d'acquisto", in Soc., 1998, pp. 542 e ss.; ROVELLI, L., "L'art. 104 T.U.F., la passivity rule e l'adozione delle tecniche antiscalata. La responsabilità degli organi amministrativi", in Relazione al Convegno organizzato da ITA, O.P.A., O.P.S. e patti parasociali, Milano, 24 febbraio 1999, p. 10.

¹⁵² Nel contesto della riforma normativa delle società per azioni, si osserva una significativa evoluzione riguardo alla competenza dell'assemblea ordinaria, dovuta all'introduzione e all'applicazione del Testo Unico della Finanza ed alle successive modifiche apportate con il Decreto Legislativo n. 6 del 2003.

In primo luogo, è cruciale notare che, in base alla legge preesistente, l'art. 2364 del c.c. prevedeva che l'adunanza ordinaria fosse competente a deliberare su specifiche materie delineate ai numeri 1, 2 e 3, includendo l'approvazione del bilancio e la nomina di amministratori e sindaci. Tuttavia, il comma 4, del citato articolo originario, conferiva al *board* la facoltà di sottoporre all'assemblea deliberazioni relative a "altri oggetti attinenti alla gestione della società", a loro discrezione. Tale disposto consentiva al *management* di decidere se proporre alcune questioni alla convalida assembleare, offrendo loro una certa autonomia decisionale in merito ad operazioni di rilevanza gestionale, non obbligatoriamente sottoposte alla riunione stessa. Con l'entrata in vigore del D. Lgs. n. 6 del 2003, che ha rappresentato una "riforma" significativa, la normativa preesistente è stata sostanzialmente modificata. Il nuovo art. 2364 c.c., come rivisitato, ha eliminato la facoltà concessa agli amministratori di sottoporre facoltativamente alcune decisioni all'assemblea. Dunque, viene previsto che l'assemblea ordinaria sia competente a deliberare su "tutti gli oggetti attribuiti dalla legge alla sua competenza, compresi quelli per i quali lo statuto può richiedere specifiche autorizzazioni per gli atti degli amministratori".

L'attribuzione di colpa agli amministratori è rimasta intatta, anzi, è stata accentuata, includendo la responsabilità verso la società stessa, anche per le operazioni autorizzate dai soci. Come rilevato dalla dottrina, la modifica ha avuto un impatto considerevole sull'equilibrio tra gli organi societari. Per ulteriori approfondimenti, si rimanda ai contributi di DESANA, E., *op. ult. cit.*, p. 97 e spec. sub note 60-61; PICONE, L.G., *op. ult. cit.*, p. 126; ROVELLI, L., *passim*; DESANA, E., "Commento sub art.104", in AA.VV., La legge Draghi e le società quotate in borsa, (diretto da) G. COTTINO, UTET, Torino, 1999, p. 29, esemplifica che "l'assemblea ordinaria sarà competente per l'acquisto di azioni proprie o la cessione di cespiti aziendali importanti, mentre l'assemblea straordinaria autorizzerà l'esercizio della delega di cui all'art. 2443 c.c., relativa all'aumento di capitale sociale". Questo mutamento normativo non è solo formale, ma risponde ad un'esigenza di chiarezza e specializzazione nella gestione delle società per azioni, separando le decisioni di *routine* da quelle di natura straordinaria, con l'obiettivo di garantire un controllo più rigoroso sui processi decisionali che influenzano la struttura e la *governance* della società.

¹⁵³ Secondo l'interpretazione offerta da REGOLI, D., "Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo dei soci in pendenza di opa", in Riv. soc., 2000, pp. 813-821, si assiste ad una trasformazione giuridica significativa, in cui gli azionisti della società bersaglio di un'OPA non sono più semplicemente

azionisti di minoranza, i quali ora hanno un'influenza maggiore sulle decisioni strategiche della società quotata. Al fine di esercitare questo diritto in modo informato e razionale, è imperativo che ai titolari di azioni siano fornite tutte le informazioni necessarie riguardanti le misure difensive proposte. In tale contesto, riaffiorano i doveri di assistenza informativa gravanti sugli amministratori, già previsti dal Testo Unico della Finanza. Questi oneri, tra cui spicca quello di offrire un'indicazione completa e trasparente attraverso il "comunicato dell'emittente", si rivelano essenziali per consentire agli azionisti di esprimere un consenso o un diniego.

Sotto il secondo profilo, nonostante la necessità di sottoporre all'assemblea "l'autorizzazione" di atti o operazioni finalizzati a contrastare una scalata ostile, rimane saldamente nelle mani degli amministratori l'iniziativa di promuovere tali strategie difensive. Dunque, il destino delle OPA resta strettamente legato alla volontà di coloro che vogliono coinvolgere l'assemblea, attraverso la sua convocazione¹⁵⁴. Questo meccanismo, di fatto, non concede agli azionisti di sostituirsi al *board* nella strategia difensiva, limitando il loro intervento all'autorizzazione o al rifiuto della proposta dello stesso. Tale limitazione trova fondamento nel testo normativo, il quale attribuisce all'assemblea il ruolo di fornire una semplice "autorizzazione", implicando così che la valutazione di merito su come procedere, resti di competenza esclusiva dell'organo di gestione¹⁵⁵.

destinatari passivi dell'offerta, ma assumono un ruolo attivo e partecipativo. Questo cambiamento si fonda sulla combinazione delle norme orientate alla trasparenza con quelle previste dagli artt. 104 e 107 del TUF. Tali disposizioni, infatti, non solo garantiscono ai soci un esercizio informato e consapevole del diritto di *exit*, ma conferiscono loro anche un potere di intervento critico sulle operazioni societarie, specialmente laddove tali operazioni possano pregiudicare il loro interesse a valutare e accettare l'offerta in modo adeguato. Questo potere si configura come un vero e proprio diritto di interdizione, in forza del quale gli azionisti possono esprimere il loro assenso o dissentire rispetto ad iniziative del *board of directors*, in quanto potrebbero influire negativamente sulla loro posizione.

Al contrario, MONTALENTI, P., "*Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*", in *Giur. Comm.*, 1998, pp. 342 e ss., si oppone alla visione secondo cui tali norme darebbero luogo a un "*blocco di minoranza*". Egli argomenta che, diversamente, questi disposti rappresentano uno strumento di bilanciamento tra i poteri dell'organo amministrativo e quelli dei soci, promuovendo un più equo ed equilibrato esercizio dei diritti partecipativi.

¹⁵⁴ Cfr. MOSCA, C., "*Commento sub art. 104, in La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*", *Commentario* (diretto da) P. MARCHETTI e L.A. BIANCHI, Giuffrè, Milano, 1999, pp. 268-269.

¹⁵⁵ Questa interpretazione trova ulteriore conferma nel disposto dell'articolo 104 TUF, stabilendo esplicitamente che "*resta ferma la responsabilità degli amministratori*". In tal senso, DESANA, E., *op. ult. cit.*, p. 818, sostiene che le azioni difensive adottate dagli amministratori devono essere considerate "immediatamente riconducibili ed imputabili" a loro. Pertanto, tale responsabilità non viene meno nel caso in cui l'assemblea approvi la strategia difensiva proposta.

Parte della dottrina¹⁵⁶ sostiene che questa interpretazione è confermata dalla lettera della legge, la quale sembra voler preservare un certo grado di discrezionalità agli amministratori nell'esecuzione delle deliberazioni.

Un'ulteriore questione riguarda la possibilità per i soci di convocare l'assemblea, in caso di inerzia dei gestori. I commentatori esaminano approfonditamente questa problematica, argomentando che, pur avendo i proprietari il diritto di sollecitare tale convocazione per deliberare sulle strategie difensive, il potere dell'adunanza è tuttavia limitato. Si osserva che essa, ai sensi dell'art. 104 TUF, è abilitata esclusivamente ad autorizzare o negare le operazioni proposte, senza poterle modificare o avanzare alternative in assenza di un'iniziativa formale da parte degli amministratori stessi¹⁵⁷. In un contesto più ampio, si osserva che la competenza dell'assemblea si distingue nettamente da altre forme di autorità decisionali¹⁵⁸.

Inoltre, la compatibilità tra l'art. 2367, (*ndr.* allora) comma 3 c.c. e l'art. 104 TUF è un tema di discussione. Si solleva il dubbio circa la legittimità della convocazione del consiglio degli azionisti, su iniziativa dei soci che detengono almeno il 10% del capitale sociale, specialmente per quanto riguarda le delibere relative a misure difensive.

¹⁵⁶ In tal senso, si rimanda alla visione di LEMME, G., *op. ult. cit.*, p. 117. In aggiunta, LENER, R., "La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio", in Riv. Dir. Civ., 1999, p. 254, nella sua analisi, avanza l'argomento che, la responsabilità degli amministratori non sia circoscritta solo ai creditori sociali ed ai terzi, ma estesa anche nei confronti della stessa società. Lener suggerisce che, se si dovesse escludere ogni margine di apprezzamento discrezionale nella gestione delle deliberazioni assembleari, sarebbe coerente limitare la loro imputabilità esclusivamente nei confronti dei terzi, escludendo la responsabilità verso l'impresa.

Inoltre, è utile cfr. CHIAPPETTA, F., *op. ult. cit.*, p. 967, il quale osserva che il termine "autorizzazione" possa riferirsi propriamente solo alle attività attribuite *ex lege*, statuto o per deliberazione assembleare preesistente all'organo di amministrazione. Al contrario, quando si tratta di attività di competenza del consiglio dei soci, l'assenso coincide sostanzialmente con la determinazione stessa che decide l'operazione. Questo suggerisce che, mentre per le attività di competenza assembleare "l'autorizzazione" si manifesta come un atto decisivo; per gli interventi di spettanza amministrativa, essa rappresenta piuttosto un atto di approvazione, il quale non esclude la responsabilità degli amministratori stessi.

¹⁵⁷ Così si esprime REGOLI, D., *op. ult. cit.*, p. 818. L'A. evidenzia che, sebbene i soci possano richiedere la convocazione, essi possono deliberare su misure difensive "non" proposte dagli amministratori, solo in base alla natura di esse. Se quest'ultime rientrano tra le competenze degli azionisti è teoricamente possibile che loro stessi deliberano su di esse. Tuttavia, se tali operazioni riguardano aspetti della gestione ordinaria o di competenza esclusiva degli amministratori, il *board of shareholders* non potrebbe legittimamente deliberare, senza una proposta formale da parte dei primi. In aggiunta e in tal contesto, Regoli osserva: "la questione relativa agli atti gestionali difensivi richiesti e proposti dall'assemblea, potrebbe trovare una possibile soluzione nella crescente flessibilità statutaria, che caratterizza le società quotate. Nell'ambito della competizione tra gli statuti delle società quotate, al fine di attrarre gli investitori, potrebbe risultare vantaggiosa, per il mercato, l'introduzione di una clausola statutaria che conferisca all'assemblea il compito di garantire la contendibilità del controllo e la massimizzazione del valore di scambio delle azioni in caso di OPA".

¹⁵⁸ Così si esprime LEMME G., *op. ult. cit.*, p. 117.

Si conclude che quest'ultime, essendo di competenza esclusiva degli amministratori, o richiedendo una proposta formale da parte loro, non possono essere legittimamente decise dall'assemblea senza un'iniziativa preliminare¹⁵⁹.

Proseguendo l'analisi dell'allora art. 104 del TUF, riguardo l'autorizzazione dell'assemblea dei soci, si nota che la norma non chiarisce se tale approvazione debba essere concessa solo dopo l'avvio dell'OPA. Questo elemento risulta particolarmente significativo, se confrontato con quanto previsto dall'art. 8 lett. A della proposta modificata della XIII direttiva europea, imponendo che l'assenso da parte dell'assemblea generale degli azionisti venga concessa durante la validità dell'offerta.

Taluni autorevoli autori¹⁶⁰ hanno evidenziato come, la formulazione, del comma in esame, possa lasciare intendere un certo tema, ad esempio che il consenso assembleare possa essere deliberato e attuato senza una precisa delimitazione temporale, rispetto all'avvio della stessa *bid*. Tuttavia, un'interpretazione di questo genere potrebbe sollevare alcuni problemi di compatibilità con le correlate norme generali del c.c., in particolare dagli artt. 2377 e 2379 c.c. Il primo consente di impugnare le delibere assembleari contrarie alla legge. D'altra parte, l'art. 2379 c.c. prevede l'annullabilità delle delibere viziate da nullità, in quanto, a titolo esemplificativo, può manifestarsi in caso di mancata

¹⁵⁹ In tal senso cfr. GUACCERO A., CIOCCA N., “*Commento sub art. 104 TUF*”, in AA.VV., Il Testo Unico della Finanza, (a cura di) M. FRATINI - G. GASPARRI, t. II, UTET, Torino, 2012, p. 1330. Nel contesto della compatibilità tra l'art. 2367, (*ndr.* allora) comma 3 c.c. e l'art. 104 TUF, si possono considerare due scenari distintivi, i quali evidenziano l'interazione e la dissonanza tra queste disposizioni normative. Nel primo, si osserva una coerenza tra i due articoli. Immaginiamo una *tender offer* ricevuta da una società quotata in borsa. Gli amministratori di essa presentano una proposta all'assemblea dei soci per adottare una misura difensiva, quale, ad esempio, l'emissione di nuove azioni per diluire la partecipazione dell'acquirente ostile. In questo caso, il consiglio degli azionisti, convocato ai sensi dell'allora art. 2367 c.c., può esaminare e deliberare sulla proposta formulata dal *management*. Secondo l'art. 104 TUF, l'assemblea è chiamata a votare per autorizzare o meno le misure proposte, senza però avere il potere di modificare la strategia delineata dal *board of directors* o di avanzare proprie proposte alternative. Qui, si realizza una compatibilità tra le due norme, poiché il *board of shareholders* si limita ad esprimere un parere sull'operato degli amministratori.

In un secondo scenario, si manifesta una dissonanza tra i due dettati. Consideriamo una situazione in cui una *listed company* è oggetto di un'OPA e i gestori, inadempienti, sono inerti. I soci, detentori di una percentuale significativa del capitale sociale, decidono di convocare un'adunanza, al fine di deliberare strategie difensive alternative. Qui, l'art. 2367 c.c., che consente la convocazione dell'assemblea su iniziativa dei soci, sembra scontrarsi con l'art. 104 TUF, il quale limita la capacità dell'assemblea di deliberare su misure difensive, in assenza di una proposta formale dell'organo di gestione. In questa situazione, la competenza degli azionisti, sebbene formalmente riconosciuta per la convocazione, non si estende alla creazione di strategie alternative senza una offerta preliminare. Pertanto, l'assemblea non ha il potere di deliberare autonomamente su tali misure, senza un'iniziativa degli amministratori.

¹⁶⁰ Cfr. LISANTI, M., “*L'abrogazione della l. n. 149/1992 fra il testo unico della finanza e la prossima direttiva UE sulle Opa*”, in *Corriere Giur.*, 1998, p. 467. L'interpretazione sembra derivare dalla scelta del legislatore di regolamentare tempi e modalità di convocazione delle assemblee durante l'offerta, senza specificare se l'autorizzazione debba avvenire dopo l'inizio dell'OPA.

convocazione dell'assemblea, in conformità e ai sensi dei requisiti di legge o dello statuto societario. D'altronde, se l'autorizzazione fosse stata deliberata in un certo contesto temporale, ad esempio in una circostanza non allineata con la pendenza dell'offerta, potrebbe sorgere il dubbio circa la legittimità della stessa, esponendola ad eventuali impugnazioni.

Inoltre, il raffronto con l'art. 121 TUF, che regola i diritti di voto sospesi in caso di inosservanza degli obblighi di OPA, offre un ulteriore spunto di riflessione. Il disposto prevede che, in caso di superamento dei limiti di partecipazione senza l'adempimento delle prescrizioni delle *tender offers*, il potere deliberativo sulle azioni eccedenti è sospeso e devono essere alienate entro un certo termine. Dunque, se non avviene tale trasferimento, la capacità di voto viene bloccata su tutta la partecipazione in *surplus*. Questa disposizione mira a garantire che il citato diritto non venga esercitato in modo scorretto o anticipato rispetto al processo di offerta, suggerendo un chiaro coordinamento tra le delibere assembleari e le dinamiche dell'OPA.

Un ulteriore spunto di analisi riguarda l'art. 2351 c.c., che disciplina le azioni a voto plurimo, consentendo ad alcune categorie di azioni di esprimere più di un voto per ogni azione posseduta. Questo dettato normativo stabilisce un principio fondamentale per il diritto societario, anche se non si applica direttamente alle OPA in senso lato. Il principio dedotto riguarda il fatto che, il diritto di voto nelle società per azioni, può essere modulato in base a diverse categorie di azioni, riconoscendo, tutt'al più, che alcune di queste possono avere un'influenza maggiore rispetto ad altre, in relazione a certe decisioni societarie. Di conseguenza, l'autorizzazione assembleare, concessa prima dell'avvio dell'offerta, potrebbe risultare non solo inefficace bensì anche in contrasto con il principio di tutela delle minoranze sancito implicitamente dall'art. 2351 c.c. Infatti, decisioni prese in un contesto in cui il voto plurimo può alterare significativamente l'equilibrio dei poteri, rischiano di penalizzare i soci meno rappresentati o non informati adeguatamente. Ciò rischia di portare ad esiti che, sebbene formalmente legittimi, potrebbero minare la trasparenza e l'equità che dovrebbero caratterizzare la gestione societaria, specialmente in situazioni delicate come le OPA.

Se una delibera assembleare viene adottata prima dell'inizio di una *tender offer*, essa può ledere i diritti degli azionisti di minoranza per diversi motivi. In primo luogo, quest'ultimi potrebbero non avere il tempo sufficiente per esprimere le loro opinioni o, più

semplicemente, partecipare. In secondo luogo, determinazioni adottate prematuramente possono alterare l'equilibrio di controllo della società, rendendo la *takeover* meno vantaggiosa o addirittura compromettendo la competizione della stessa.

Inoltre, l'art. 121 TUF, sottolinea l'importanza di un coordinamento preciso tra le delibere assembleari e il processo d'offerta. Se le scelte significative vengono adottate prima dell'OPA, potrebbero compromettere la trasparenza e l'equità della *bid*, limitando la partecipazione e i diritti degli azionisti di minoranza.

Dunque, riprendendo il discorso lasciato in sospeso, alcuni commentatori hanno evidenziato come la formulazione ambigua, in relazione al comma in questione, possa far pensare che l'autorizzazione derivante dai soci possa essere concessa e deliberata in qualsiasi momento, senza la presenza necessaria di un vincolo temporale puntuale, rispetto al momento in cui l'offerta viene effettivamente lanciata.

Tuttavia, nel caso in cui si effettuasse un esame più approfondito del testo legislativo, si potrebbe desumere che l'assemblea, presa in considerazione, debba essere convocata specificamente per trattare questo argomento¹⁶¹. Ciò, si evince dal fatto che l'art. 104 utilizza il termine "offerta" al singolare nel primo comma, indicando chiaramente che si fa riferimento ad una offerta in corso di svolgimento. Inoltre, il secondo comma, considerando sempre il medesimo disposto, rimanda ad un regolamento, quindi una norma secondaria, la quale deve essere emanata dal Ministro della Giustizia. Tale disciplina di secondo ordine deve disciplinare le modalità e i termini per la convocazione delle assemblee "*durante il periodo dell'offerta*", confermando così l'intento di limitare l'autorizzazione, proveniente dagli azionisti, ad una fase ben definita.

Praeterea, è necessario considerare che, le decisioni dell'assemblea devono essere prese con un *quorum* del 30% del capitale sociale, non solo in seconda convocazione, bensì anche in terza. Tale prescrizione appare autonoma rispetto alle modifiche introdotte dal Decreto del 1998, riguardanti i *quorum* deliberativi dell'assemblea straordinaria, i quali fanno riferimento non all'intero capitale sociale bensì alla parte di esso effettivamente rappresentato nell'adunanza¹⁶².

¹⁶¹ Così WEIGMANN, R., "*La nuova disciplina delle opa*", in La riforma delle società quotate, Atti del Convegno di Santa Margherita Ligure 13-14 giugno 1998, a cura di AA.VV., Milano, 1998, p. 201.

¹⁶² Questa differenza risulta significativa, in quanto agevola l'autorizzazione delle delibere assemblee straordinarie, prendendo in considerazione solo il capitale effettivamente presente e rappresentato al momento della riunione. Questo approccio semplifica l'ottenimento delle approvazioni per modifiche statutarie o decisioni straordinarie, rispetto al consenso basato sull'intero capitale sociale. Sul punto si veda

Ai sensi dell'art. 126, comma 4, "l'assemblea straordinaria può deliberare con la maggioranza di due terzi del capitale presente, salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo". In questo contesto, si è sviluppata una significativa controversia dottrinale riguardante il rapporto tra l'art. 104 e l'art. 126 del TUF. Secondo un primo orientamento¹⁶³, che si fonda sul principio di specialità, l'art. 104, in quanto norma derogatoria, non sarebbe soggetto alle disposizioni generali dell'art. 126. Questo approccio sostiene che il *quorum* del 30%, previsto dall'art. 104 t.u.f. per le delibere difensive, sia autonomo e sufficiente per la validità delle decisioni. Quindi, non sarebbe necessario applicare i *quorum* più elevati e le procedure complesse, previste per le delibere straordinarie ai sensi dell'art. 126.

Tale punto di vista riflette una visione che privilegia l'efficacia e la rapidità delle decisioni difensive, riconoscendo l'art. 104 come una norma speciale che si applica in maniera prevalente rispetto alle regole generali sull'assemblea straordinaria.

Al contrario, un'altra interpretazione¹⁶⁴ ritiene che una lettura combinata delle due disposizioni sia più coerente con le finalità complessive del testo unico e con i principi ispiratori della delega legislativa. Questa prospettiva suggerisce che i due artt. sopracitati perseguano obiettivi distinti, ma non necessariamente incompatibili. L'art. 104 TUF, infatti, mira a garantire una base minima di consenso per l'autorizzazione delle delibere difensive, assicurando che possano essere adottate anche con un *quorum* inferiore rispetto a quello generalmente richiesto per altre deliberazioni. Tuttavia, l'art. 126 TUF, in quanto prevede *quorum* più elevati ed un sistema di blocco a favore delle minoranze, è orientato a garantire un maggiore coinvolgimento delle stesse nei processi decisionali, prevenendo

COTTINO, G., ABRIANI, N., CAVALIERE, T., SARALE, M., CALLEGARI, M., & DESANA, *op. ult. cit.*, p. 1001.

¹⁶³ Coerentemente con il primo orientamento si cita MARCHETTI, P., "D. Lgs. 58/1998. L'incidenza sulla disciplina delle assemblee: primi commenti", in *Le società*, vol. 17, n. 5, 1998, p. 560; MONTALENTI, P., "Opa: la nuova disciplina", in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, p. 159; PICONE, L.G., *op. ult. cit.*, p. 133; CHIAPPETTA, F., *op. ult. cit.*, p. 969.

¹⁶⁴ In linea con la seconda interpretazione si rimanda alla nota 163; RORDORF, R., "I poteri degli azionisti di minoranza nel testo unico sui mercati finanziari", in *Scritti di diritto societario in onore di Vincenzo Salafia*, Milano, 1998, p. 156; LENER, R., *op. ult. cit.*, p. 254. Per ulteriori approfondimenti si cita anche a GATTI, M., "La società target in pendenza di offerta pubblica d'acquisto", in *Giurisprudenza Commerciale*, vol. 4, 2000, p. 599. Quest'ultimo afferma che "la norma si riferisca a una base minima di consenso e non definisca un vero e proprio quorum, il quale potrebbe essere anche suggerito dal fatto che il legislatore abbia utilizzato l'avverbio "almeno" nel domandare una percentuale del 30%, il quale suggerisce un concetto di requisito preliminare, di un minimo indispensabile richiesto, ferma restando la restante disciplina di quorum. Viene, tuttavia, insegnato di diffidare dell'autonomo valore ermeneutico dell'argomento letterale e, pertanto, si valuteranno ulteriori dati".

le pressioni indebite sul gruppo di comando. In sintesi, questo secondo orientamento, ritenuto prevalente dalla maggior parte degli esperti, sostiene che la combinazione delle due normative risponde ad esigenze diverse, ma complementari.

Nondimeno, alcuni studiosi¹⁶⁵ hanno sottolineato che la scelta di far coincidere i *quorum* deliberativi con la soglia di rilevanza stabilita dall'art. 106, primo comma, potrebbe agevolare l'adozione di strategie difensive da parte del gruppo di comando, piuttosto che promuovere un autentico confronto competitivo o scongiurare eventuali pressioni indebite sull'offerente.

Un ulteriore aspetto, che merita particolare attenzione, è la comparazione tra la formulazione originaria e quella successiva dell'art. 104 del Testo Unico, da cui emerge un significativo potenziamento delle tutele per gli interessi degli azionisti e delle misure volte a garantire la trasparenza del mercato durante un *takeover*. Oltre a ciò, mentre il Decreto n. 149 del 1992 (art. 16) introduceva un divieto di attuazione di tecniche difensive, che si attivava solo dopo la pubblicazione del prospetto informativo e si manteneva per tutta la durata dell'offerta. Tuttavia, questo lasciava spazio a potenziali manovre elusive nel periodo antecedente, criticità che il nuovo art. 104 del TUF, in vigore dal 2018, ha superato. Invece, quest'ultimo disposto citato, vigente dal 1998 fino al 2004, nulla dettava in merito alla "durata" del divieto.

La normativa del 1992, infatti, consentiva che, durante i quindici giorni tra la comunicazione alla Consob dell'intenzione di lanciare un'OPA e la successiva pubblicazione dell'offerta, la società bersaglio potesse adottare misure difensive, vanificando così il divieto successivamente previsto.

Questo vuoto legislativo permetteva fughe di notizie e strategie volte a contrastare la *tender offer*, compromettendo la *ratio legis* che mirava a prevenire tali comportamenti.

Al fine di colmare queste lacune, l'attuale art. 104 TUF introduce un regime normativo più stringente. Il divieto, più volte preso in considerazione, si applica sin dalla prima comunicazione dell'offerente al mercato, alla Consob e alla società emittente; un obbligo che deve essere adempiuto tempestivamente e al di fuori dell'orario di contrattazione.

Inoltre, non solo elimina le incertezze temporali della disciplina precedente, bensì stabilisce che l'onere di astensione si applichi dalla comunicazione di cui all'art. 102, comma 1, fino alla chiusura dell'offerta o fino a quando la stessa non decada.

¹⁶⁵ In tal senso, LISANTI, M., *op. ult. cit.*, p. 468.

È stato altresì introdotto l'obbligo di ottenere l'autorizzazione assembleare per l'attuazione di decisioni prese "prima dell'inizio del periodo di offerta", se non ancora interamente eseguite, che potrebbero contrastare il conseguimento degli obiettivi prefissati. D'altro canto, un'analisi approfondita dell'art. 104 del TUF, in vigore dal 1998 al 2004, conduce alla medesima conclusione oggi esplicitamente sancita nella versione attuale del medesimo. È opportuno osservare che, sebbene il testo dell'allora disposizione non definisse in modo dichiarato la "durata del divieto" di adozione di tali tecniche, rimaneva una lacuna normativa. Tale vuoto è stato colmato dal Regolamento attuativo, previsto al comma 2 di detto articolo¹⁶⁶, mediante disposizioni interpretative di rilevante importanza. In particolare, il combinato disposto dell'art. 3, lett. c) del Reg. Att., il quale definisce il periodo di offerta come "l'intervallo temporale compreso tra la data della prima comunicazione al mercato e la data del pagamento del corrispettivo", e dell'art. 5, comma 1¹⁶⁷, chiariva che il divieto, di cui all'art. 104, dovesse entrare in vigore a partire dalla prima comunicazione dell'offerente, rivolta simultaneamente al mercato, alla Consob ed alla società emittente.

Pertanto, si può concludere che, sebbene la normativa previgente non fornisse una definizione esplicita del periodo di applicazione del divieto, il Reg. forniva già una base interpretativa, anticipando la soluzione oggi chiaramente delineata nel disposto vigente.

Per concludere questo paragrafo, è opportuno esaminare il contesto normativo delineato dalla Consob, la quale ha ricoperto un ruolo cruciale nella formulazione delle disposizioni secondarie, al fine di conferire maggiore certezza e prevedibilità al quadro applicativo di riferimento. In tale ambito, l'intervento dell'Autorità ha rappresentato un contributo di notevole rilevanza chiarificatrice; un elemento essenziale della disciplina in questione che, tuttora, mantiene la sua rilevanza.

In risposta ad un quesito specifico, formulato da uno Studio Legale per conto di una determinata società, la Commissione, con la Comunicazione Consob del 19 novembre 1999, n. DIS/99085578, ha fornito chiarimenti di sostanziale importanza in merito all'interpretazione dell'art. 104 del D.Lgs. n. 58/98 (TUF). Tuttavia, prima di procedere

¹⁶⁶ Si rinvia alla nota 129.

¹⁶⁷ Si riporta un estratto parziale dell'art. 5, comma 1 del Reg. Att., secondo cui "*colui che intende procedere ad una offerta pubblica comunica senza indugio, fuori dall'orario di contrattazione, contestualmente al mercato, all'emittente e alla Consob gli elementi essenziali, le finalità dell'operazione e i nomi degli eventuali consulenti*".

all'esame della citata determinazione, appare opportuno menzionare taluni interventi, precedenti, della Consob in materia, affinché si possa inquadrare correttamente l'evoluzione interpretativa e l'orientamento consolidato, risultante fino ad oggi.

In *primis*, con le Comunicazioni n. DIS/99013832 del 27 febbraio 1999 e n. DIS/99071599 del 2 ottobre 1999, la Commissione aveva individuato il momento, a partire dal quale, la *passivity rule* produce effetto, coincidente con la data in cui viene resa pubblica la "comunicazione preventiva dell'intenzione di promuovere l'offerta", in conformità a quanto disposto dall'art. 37, comma 1, del Regolamento Consob n. 11971/99¹⁶⁸. Codesta interpretazione, tuttavia, è stata oggetto di contestazioni in sede giurisdizionale, con conseguente sospensione dell'efficacia della Comunicazione Consob del 2 ottobre 1999 da parte del TAR Lazio e del Consiglio di Stato¹⁶⁹, che hanno altresì sospeso, nella parte pertinente, l'art. 35, lett. c), del Reg. citato.

Questi sviluppi hanno lasciato un vuoto normativo in merito al momento esatto in cui si verificava l'efficacia del divieto di porre in essere atti in contrasto con l'offerta, ai sensi dell'art. 104 del TUF, creando una situazione di incertezza giuridica per le società coinvolte. L'attuale disciplina, per colmare tale lacuna, prevede che il divieto in questione scatti, diventando vincolante, sin dalla prima comunicazione dell'offerente al mercato finanziario e rimanga in vigore, fino alla chiusura dell'offerta. Vengono così eliminate le precedenti incertezze temporali¹⁷⁰.

¹⁶⁸ "L'interpretazione della Commissione trae origine, tra l'altro, dalla previsione normativa delineata nell'art. 35, lett. c) del Regolamento Consob n. 11971/99. Questa disposizione assume un rilievo fondamentale, in quanto definisce il concetto di "periodo di offerta" come il lasso temporale che inizia dal momento in cui viene effettuata la prima comunicazione all'Autorità di Vigilanza, al mercato e all'emittente dell'intenzione di promuovere un'OPA o OPS, conformemente a quanto stabilito dall'art. 37, comma 1, dello stesso regolamento". Così si esprime PICONE, L., "Applicabilità della "passivity rule" alle operazioni in corso", in *Le Società*, v. 3, 2000, p. 358.

¹⁶⁹ In relazione alla decisione del TAR Lazio, si deve fare riferimento all'Ordinanza n. 2964 del 21 ottobre 1999. Per quanto concerne il provvedimento del Consiglio di Stato, si cita l'Ordinanza n. 1924 del 29 ottobre 1999. Entrambi sono ordinanze cautelari, adottate in via d'urgenza.

¹⁷⁰ Cfr. *infra*, il paragrafo 3.3.1. Il momento saliente in questione è rappresentato dal deposito del documento d'offerta, completo degli allegati, presso la Consob, ai sensi dell'art. 102 T.U.F. e dell'art. 37, comma 2, del Regolamento Consob n. 11971/99. Nonostante la chiarezza normativa riguardo alla decorrenza del termine, le decisioni del TAR e del Consiglio di Stato su questa materia sono state emesse senza una motivazione esplicativa esaustiva. In particolare, la Corte Amministrativa Suprema, nell'ambito della propria valutazione cautelare, ha dichiarato che, alla luce degli atti disponibili e nei limiti della cognizione attuale, non si può considerare infondata la pretesa avanzata dall'Ina, di considerare come momento di decorrenza, l'effettiva ricezione da parte della Autorità di vigilanza del documento d'offerta, comprensivo degli allegati richiesti, piuttosto che la semplice comunicazione di cui all'art. 37, comma 1, del Regolamento Consob. Questa posizione implica una distinzione rilevante nella tempistica applicativa delle norme: mentre l'art. 37, comma 1, stabilisce il momento in cui l'offerente deve comunicare l'intenzione di promuovere l'offerta, l'art. 102 T.U.F. e l'art. 37, comma 2, del Regolamento definiscono che, il termine di 15 giorni per la richiesta di integrazioni, decorre solo dal momento in cui la Commissione di vigilanza riceve il

Oltre a ciò, vi è una differenza sostanziale tra la “*comunicazione preventiva dell'intenzione di promuovere un'offerta*” e la “*decisione comunicata alla Consob prevista dall'art. 102, comma 1*”. La prima riguarda un annuncio preliminare di propositi ed eventuali condizioni. Invece, la seconda rappresenta un obbligo formale e giuridicamente vincolante, il quale consiste nel comunicare, in maniera tempestiva e senza ritardo, al pubblico e agli organi competenti la decisione di procedere con essa.

Parallelamente, considerando la Comunicazione n. DIS/99015931 del 9 marzo 1999, l'Autorità di vigilanza del mercato ha affrontato un'altra questione, la quale si può dedurre come rilevante. Difatti, viene specificato che la riduzione dei termini per la convocazione delle assemblee sociali durante un'OPA, come stabilito dal Regolamento emanato dal Ministero della Giustizia. Ciò non può derogare, in alcun modo, agli obblighi di trasparenza previsti dalla normativa vigente¹⁷¹. In aggiunta, viene chiarito che, nonostante il decreto ministeriale avesse previsto una tale contrazione fino a un termine di quindici giorni, essa non può prevalere, in ogni caso su altri doveri informativi, che sono previsti dalle norme primarie. In particolare, viene stabilito che rimangono invariati i termini di trenta giorni per la pubblicità degli atti previsti dall'art. 2501-sexies c.c. e dalla normativa regolamentare in materia di fusioni e scissioni¹⁷². Allo stesso modo, restano inalterati i termini per la comunicazione all'Autorità delle proposte relative a modifiche dell'atto costitutivo. Inoltre, viene sottolineato l'obbligo di trasmettere immediatamente un comunicato a quest'ultima ed al mercato, come previsto dal Reg. n. 11971/99, nel caso in cui la decisione, relativa alla convocazione dell'assemblea, possa influenzare il prezzo dei titoli azionari. Un tale intervento, della medesima Consob, ha avuto come principale effetto, quello di limitare la riduzione del termine di convocazione delle adunanze dei soci a quindici giorni, esclusivamente ai casi in cui non sussistano obblighi di trasparenza che richiedano una maggiore anticipazione nella comunicazione. Tali oneri, ad esempio, si applicano alle adunanze ordinarie che trattano materie di competenza degli

documento di offerta completo. Questo approccio garantisce una tutela maggiore per l'offerente e per il mercato, assicurando che tutte le informazioni necessarie siano fornite e valutate in modo esaustivo, prima dell'inizio del periodo d'offerta. In tal senso, si veda la tesi conforme di PICONE, L., *op. ult. cit.*, p. 91.

¹⁷¹ In questo contesto, il D.M. 5 novembre 1998, all'art. 2, recita: “*le assemblee da tenersi in pendenza di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, a norma dell'art. 104 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, sono convocate mediante avviso, contenente le indicazioni prescritte dall'art. 2366, primo comma, del 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*”.

¹⁷² Art. 70, Regolamento Emittenti, Consob n. 11971/1999.

amministratori. Di conseguenza, l'effettiva compressione del termine di convocazione si applica solo in quelle circostanze in cui, mantenendo l'esigenza di rapidità, non viene compromesso il dovere di trasparenza e corretta informazione del mercato.

Con la Comunicazione n. DAL/99039392 del 18 maggio 1999, la Consob ha fornito una interpretazione cruciale, riguardante l'ambito di applicazione del divieto di cui all'art. 104 del TUF. In particolare, la determinazione si riferisce ad "atti od operazioni" che, per essere oggetto di divieto, devono rispondere a criteri di rilevanza giuridica e di idoneità a "contrastare l'obiettivo dell'offerta".

Nel contesto normativo in questione, è fondamentale chiarire il significato giuridico di "atti od operazioni". La norma fa riferimento "non agli amministratori in quanto persone fisiche", ma alla società in quanto entità giuridica¹⁷³. Di conseguenza, non rientrano nel veto comportamenti che, pur essendo rilevanti sul piano pratico, non producono effetti giuridici significativi, come dichiarazioni di scienza o espressioni di giudizi privi di rilevanza legale. La distinzione è netta tra atti legali, che sono caratterizzati dalla presenza di risvolti legali determinati dall'ordinamento, e atti privi di tale caratterizzazione. Il termine "atti" deve essere interpretato in conformità con la dottrina giuridica¹⁷⁴, indicando documenti che creano o modificano situazioni giuridiche. Il concetto di "operazioni", a sua volta, può essere inteso come una categoria che include non solo singoli atti, bensì anche una serie di essi coordinati per raggiungere un obiettivo specifico. La portata di tale teoria potrebbe non essere evidente, nel caso in cui si analizzano i singoli elementi in

¹⁷³ Pertanto, per rientrare sotto l'ambito di applicazione del divieto, gli "atti od operazioni" devono essere riconducibili direttamente alla persona giuridica e realizzati nel contesto delle sue competenze e attribuzioni. La Consob aggiunge che *"non sembra inoltre che possano essere presi in considerazione comportamenti che l'ordinamento non qualifichi già di per sé come "fatti giuridici"*". D'altro canto, essi devono configurarsi come comportamenti che, pur essendo attribuibili alla società tramite i suoi rappresentanti legali o organi sociali, sono giuridicamente rilevanti. Questo implica che *"le azioni considerate devono avere effetti legali concreti, sia essi costitutivi, modificativi, estintivi di situazioni giuridiche o effetti immediati, sottoposti a condizioni, termini o modi"*. Così come enunciato dalla Commissione di vigilanza, nella comunicazione in esame.

¹⁷⁴ Pur essendo presenti divergenze su aspetti secondari, quali la rilevanza attribuita all'elemento psicologico della volontà nella formazione dell'atto giuridico, la dottrina converge su una serie di principi fondamentali. In particolare, vi è un consenso, pressoché unanime, nel ritenere che l'impiego del termine "atti" debba essere interpretato, salvo contrarie indicazioni, in conformità alla definizione tradizionalmente accolta dalla teoria generale del diritto. Secondo questa definizione, gli "atti giuridici" si distinguono per essere quei fatti caratterizzati dalla presenza di un comportamento umano, per cui l'ordinamento giuridico ricollega specifiche implicazioni legali. Questa interpretazione, adottata dalla Consob nella sua Comunicazione e basata su contributi dottrinali, trova riscontro in autori come SANTORO PASSARELLI, F., *"Atto giuridico"* (voce), in Enc. dir., v. IV, Milano, 1959, pp. 203 e ss., e FALZEA, A., *"Fatto giuridico"* (voce), in Enc. dir., v. XVI, Milano, 1967, pp. 941 e ss. La Commissione, infatti, richiama esplicitamente tali autorevoli voci dottrinali per fondare e giustificare la propria interpretazione normativa.

modo isolato.

Per quanto riguarda la seconda questione, ossia se tali “atti od operazioni” possano “contrastare gli obiettivi dell’offerta”, è essenziale comprendere cosa s’intenda per “obiettivi dell’offerta”. L’acquisto di una quota significativa del capitale sociale della società emittente ad un prezzo definito è solitamente il fine primario di un’OPA. Ulteriori obiettivi, da prendere in considerazione, possono includere, a titolo esemplificativo, l’acquisizione della quota di controllo dell’impresa target, nonché il controllo sul patrimonio di essa, il quale può includere beni materiali, immateriali e, infine, l’avviamento d’impresa. Pertanto, gli “atti od operazioni” devono essere valutati ed esaminati non solo in termini di effetti immediati che ne possono derivare, altresì rispetto alla capacità di ostacolare il raggiungimento di tali obiettivi. Nella comunicazione in oggetto, viene chiarito che l’autorizzazione assembleare è necessaria soltanto per quegli atti ed operazioni, che hanno un impatto diretto e tangibile sulla capacità dell’offerente, al fine di raggiungere il quantitativo di adesioni desiderato. Questo approccio interpretativo si basa su un criterio teleologico, come affermato più volte *infra* nel presente elaborato.

Nel contesto di tale normativa, vengono definite chiaramente tre categorie principali di “atti e operazioni” che, se non debitamente autorizzati dal *board of shareholders*, possono essere considerati come ostacoli diretti al buon esito dell’OPA.

La prima comprende gli atti volti ad aumentare il costo per l’offerente, come gli aumenti di capitale, la conversione di obbligazioni o azioni di risparmio in azioni ordinarie, e l’acquisto di azioni proprie. Tali operazioni possono diluire il controllo del *bidder* o complicare la raccolta del capitale necessario, modificando significativamente le condizioni dell’offerta.

La seconda categoria include comportamenti che alterano le caratteristiche patrimoniali e societari della società target¹⁷⁵. Ad esempio, vi sono le cessioni di *asset* dell’impresa target significativi, operazioni di fusione o scissione, e modifiche alle politiche industriali o commerciali dell’impresa¹⁷⁶. Questi atti possono modificare in modo sostanziale la

¹⁷⁵ Precisamente, si tratta di “*comportamenti volti a mutare, anche con effetto differito, le caratteristiche patrimoniali della società oggetto di acquisto*”, come indicato dalla Consob.

¹⁷⁶ In quest’ultimo caso, l’Autorità di vigilanza sottolinea che si considerano rilevanti anche, ed in particolare, le operazioni riguardanti l’aumento del livello di indebitamento finanziario e l’implementazione di strategie di acquisizione. Nel dettaglio, un incremento significativo del *deficit* può verificarsi attraverso l’emissione di nuove obbligazioni, prestiti bancari o altre forme di finanziamento che comportano un

struttura e il valore dell'impresa bersaglio.

La terza categoria riguarda i “comportamenti di disturbo”, che includono azioni come un'OPA ostile sulle azioni dell'offerente o l'acquisizione di nuovi *business*, in quanto complicano l'approvazione da parte delle autorità antitrust¹⁷⁷. Tali manovre difensive non si limitano a complicare l'OPA stessa, bensì possono avere l'effetto di rendere estremamente oneroso, per il nuovo controllante, esercitare le proprie prerogative di socio di controllo, una volta conclusa con successo l'acquisizione. Ad esempio, possono essere stipulati accordi particolari, conferendo agli amministratori in carica diritti particolari in caso di loro sostituzione, come la previsione di indennità elevate oppure altre forme di compensazione economica straordinaria, comunemente note come “paracadute d'oro” (*golden parachute*). Tale ultimo aspetto verrà approfondito nel capitolo successivo.

Tuttavia, la Consob ha altresì chiarito che non sono necessarie autorizzazioni assembleari per quegli atti che, sebbene possano avere un effetto indiretto sulla competizione dell'OPA, non rappresentano un ostacolo immediato e diretto. Tra questi, si annoverano le campagne pubblicitarie critiche e le azioni legali contro l'offerente, che possono influenzare l'opinione pubblica e la percezione degli investitori, ma non alterano direttamente le condizioni dell'offerta.

Un altro esempio pertinente riguarda la ricerca di un “*white knight*” e i piani di comunicazione strategici. La Commissione ha sottolineato che tale ricerca non necessita

aumento del passivo e, conseguentemente, una crescita del rischio finanziario. Tale “*aumento dell'indebitamento*” può compromettere la solvibilità dell'impresa, influenzando negativamente il valore per gli azionisti e la sostenibilità dell'offerta. Questo fenomeno è regolato anche dall'art. 2427-bis c.c., che richiede la trasparenza nella comunicazione dei debiti e delle operazioni finanziarie significative. Quest'ultimo articolo prescrive che, nella nota integrativa sia indicato il *fair value* degli strumenti finanziari derivati e le informazioni riguardanti la loro entità, natura, e le condizioni significative che possono influenzare i flussi finanziari futuri. Inoltre, se il “giusto valore” non è determinato attraverso evidenze di mercato, devono essere forniti dettagli sugli assunti fondamentali dei modelli di valutazione utilizzati. La comunicazione al mercato o alla Consob delle variazioni di valore, sia quelle imputate al conto economico che quelle relative alle riserve di patrimonio netto, è cruciale per garantire una completa visibilità sulle implicazioni finanziarie delle operazioni, durante la pendenza di un'OPA. Quando una società aumenta la propria passività, l'art. 2427-bis richiede di riflettere questa attività nel bilancio, attraverso una chiara esposizione dei debiti e dei relativi oneri. In sostanza, il disposto non si limita solo ai derivati o alle immobilizzazioni finanziarie, invero implica una supervisione complessiva delle informazioni patrimoniali, comprese le strategie di acquisizione e le operazioni di finanziamento, le quali possono alterare il *fair value* delle attività e delle passività.

Invece, le acquisizioni possono comportare una ristrutturazione significativa, un ampliamento del perimetro operativo o un cambiamento nelle dinamiche di mercato che influiscono sulla capacità dell'offerente di raggiungere gli obiettivi prefissati. Di conseguenza, l'integrazione di nuove entità può generare oneri aggiuntivi, complicare la gestione e la consolidazione dei bilanci, e modificare le aspettative di crescita e rendimento.

¹⁷⁷ Così PICONE, L., *op. ult. cit.*, p. 358.

di approvazione assembleare, poiché non modifica le condizioni dell'offerta stessa e non crea ostacoli immediati per l'offerente¹⁷⁸. In ogni caso, devono comunque essere gestite nel rispetto delle normative generali riguardanti la trasparenza e la correttezza, garantendo che l'interesse sociale e la buona fede nel comportamento degli amministratori siano sempre rispettati.

La visione della Consob, quindi, si fonda su una precisa distinzione tra azioni dirette e indirette, riflettendo un intento di evitare misure di blocco eccessive, mentre si preservano le opportunità per una gestione diligente e strategica delle situazioni di OPA.

Per proseguire con l'analisi e terminare questo paragrafo, è fondamentale concentrarsi sul caso specifico, il quale ha determinato l'intervento della Consob attraverso la

¹⁷⁸ In questo contesto, secondo il *City Code*, la *rule* 20.2 stabilisce che, “qualora gli amministratori forniscano informazioni ad un offerente amichevole, le stesse devono essere rese disponibili anche ad un bidder meno gradito”. Questa norma, sebbene non limiti esplicitamente la possibilità di cercare nuove offerte, ne presuppone l'ammissione. Tale facoltà è altresì confermata dall'art. 3, comma 3, del Reg. COB n. 89/03 (esso si riferisce ad una normativa emessa dalla *Commission des Opérations de Bourse* (COB), l'autorità di regolamentazione dei mercati finanziari in Francia, prima della sua fusione con la *Commissione Bancaire e l'Autorité des Marchés Financiers* (AMF) nel 2003). Ciò incoraggia la competizione attraverso “il libero gioco delle offerte e dei loro rilanci”, evidenziando come la ricerca di alternative sia un aspetto fondamentale per garantire la miglior tutela degli interessi degli azionisti. Codesto orientamento esprime la convinzione che tra i compiti imprescindibili degli amministratori vi sia l'obbligo di individuare, nell'interesse primario degli azionisti, le soluzioni societarie più vantaggiose. Sottolinea, inoltre, la difficoltà di giustificare la necessità di un onere di autorizzazione assembleare, per l'esercizio di tale funzione strategica. La promozione della *bid*, pur limitando in parte l'autonomia dell'organo gestionale, non elimina il rapporto di fiducia con i proprietari, lasciando all'organo gestionale il compito di tutelare gli interessi degli stessi. Ciò può avvenire, ad esempio, attraverso la ricerca o l'individuazione di alternative all'offerta in corso. Tuttavia, i gestori non possono intraprendere atti di gestione che abbiano l'obiettivo di ostacolare l'offerta esistente, poiché la decisione finale su di essa deve rimanere nelle mani dei soci.

La prassi dimostra che, non è realistico limitare l'attività del *board of directors* alla semplice ricerca di alternative, come possibili offerenti concorrenti, senza consentirgli di collaborare attivamente alla definizione di esse. Tentare di stabilire una linea chiara tra le azioni consentite e vietate agli amministratori sarebbe inefficace, poiché tale distinzione risulta difficile da applicare e facilmente eludibile. Pertanto, qualsiasi iniziativa svolta dal *management*, che non comporta cambiamenti significativi nella situazione finanziaria della società, nella sua politica o nella struttura del capitale, tale da contrastare direttamente gli obiettivi dell'offerente, non viola la cosiddetta “*passivity rule*”.

È fondamentale, tuttavia, che qualsiasi attività intrapresa dal *board* rispetti le regole generali sulla loro imputabilità verso gli azionisti e la società. Nel contesto dell'ordinamento italiano, ciò implica l'osservanza delle disposizioni dell'art. 2392 c.c., il quale regola la responsabilità degli amministratori per la mancata diligenza nell'esercizio del loro mandato. Inoltre, tali attività devono garantire il rispetto degli *standard* di correttezza e trasparenza previsti dalla regolamentazione del mercato finanziario, assicurando così che gli interessi degli azionisti siano adeguatamente tutelati, durante l'intero *iter* della *bid*.

Su quest'ultimo punto, si tornerà nel secondo capitolo; al momento, è opportuno evidenziare che la legittimità della ricerca di un *white knight* dipende da un attento bilanciamento tra la protezione degli interessi degli azionisti e il principio, secondo cui, le azioni degli amministratori devono evitare di ostacolare il fine perseguito della *tender offer*. L'art. 2392 c.c. impone severi obblighi di diligenza, trasparenza e correttezza, rappresentando il fondamento di una condotta etica e responsabile. Esso consente di bilanciare la libertà d'azione del Consiglio di amministrazione con il dovere di tutelare gli interessi dei soci, senza pregiudicare l'obiettivo dell'offerta in corso. Tale considerazione risulta in piena sintonia con l'interpretazione fornita dalla Consob, nella comunicazione n. DAL/99039392 del 18 maggio 1999.

comunicazione del 19 novembre 1999, n. DIS/99085578. Questo episodio, di particolare interesse, trae origine da un quesito formulato da uno Studio Legale, agendo per conto di una società, con l'obiettivo di ottenere chiarimenti sull'interpretazione dell'art. 104 TUF. È opportuno sottolineare che, prima di arrivare a questa determinazione, sono stati analizzati gli orientamenti precedenti dell'Organo amministrativo indipendente in questione, in quanto hanno fornito un quadro normativo ed interpretativo essenziale per la comprensione del contesto. Questi contributi hanno gettato le basi per il chiarimento offerto dalla decisione del 19 novembre 1999.

Di seguito, verranno analizzati sia il quesito specifico che la risposta della Consob, la quale ha apportato una regolamentazione più trasparente e precisa. Codesta illustrazione ha avuto un impatto significativo, influenzando le pratiche future e garantendo una maggiore certezza operativa nel contesto delle OPA.

Nel quadro generale delineato, è richiesta una delucidazione specifica sull'applicazione della "*passivity rule*", relativamente alla facoltà degli amministratori della società target di "avviare o proseguire con atti od operazioni esecutive, durante il periodo di pendenza di un'OPA". In particolare, l'istanza si articola su due questioni principali: 1) la legittimità della prosecuzione di impegni "già formalmente assunti" dai competenti organi sociali, prima dell'inizio di una *tender offer*; 2) la possibilità di continuare con "programmi avviati", precedentemente all'offerta.

Nello specifico, lo Studio Legale ha sollecitato un intervento interpretativo della Commissione, riguardo alla possibilità, per la società obiettivo, di avviare o proseguire con operazioni di acquisizione o dismissione di cespiti, durante il periodo di un'OPA. Tali attività, pur potendo comportare significative modifiche alle caratteristiche patrimoniali della società, rientrano nell'ambito delle competenze ordinarie, rivestendo un'importanza strategica cruciale per lo sviluppo della società e la creazione di valore a favore degli azionisti. Le decisioni alla base delle sopracitate sono state adottate dal *management e/o* dagli organi sociali della compagine sociale, prima dell'inizio del periodo di offerta, basandosi su trattative già in corso. Il quesito solleva un rilevante interrogativo, in merito all'interpretazione dell'art. 104. Da quest'ultimo si evince che, durante un'OPA, la società bersaglio dovrebbe astenersi dal compiere operazioni suscettibili di modificare significativamente il proprio stato patrimoniale, senza la preventiva approvazione dell'assemblea degli azionisti. Tuttavia, lo Studio Legale sottolinea che un'applicazione

rigida di tale norma potrebbe ostacolare la società target nel proseguimento di “atti od operazioni”. Quest’ultime risultano essenziali per il normale esercizio dell’attività societaria e per l’attuazione di strategie già programmate.

L’accoglimento di un’interpretazione restrittiva potrebbe conferire all’offerente un potere di blocco sostanziale sulle operazioni poste in essere, per un periodo di tempo non definito da disposizioni normative o regolamentari, bensì determinabile arbitrariamente fino alla formale promozione dell’offerta stessa. Pertanto, sarebbe opportuno valutare se le operazioni di acquisizione o dismissione già avviate, e fondate su impegni preesistenti, non debbano essere soggette ai medesimi vincoli di approvazione assembleare, richiesti per le operazioni straordinarie non pianificate. Questa distinzione appare giustificata, in quanto le operazioni già avviate, necessarie al regolare svolgimento dell’attività societaria, non dovrebbero essere paralizzate dalla mera eventualità di un’OPA, garantendo così la continuità dell’impresa.

Dunque, la nota della Consob del 18 maggio 1999, n. DAL/99039392, precedentemente descritta, rappresenta una fondamentale interpretazione dell’art. 104 del Testo Unico¹⁷⁹. In tale contesto, è essenziale notare che il disposto non si applica agli atti meramente esecutivi di obbligazioni preesistenti. Quest’ultime devono essere rispettate, al fine di non compromettere la stabilità della società e la sicurezza degli investitori. Inoltre, decisioni di cessione o acquisizione che, pur modificando il patrimonio societario, derivano da programmi deliberati ed avviati prima dell’OPA, non rientrano sotto l’ambito dell’articolo 104, purché non comportino scelte discrezionali ulteriori da parte degli amministratori, durante l’offerta.

È, tuttavia, fondamentale che tali iniziative non richiedano significativi cambiamenti nel loro corso di attuazione. Se esse hanno bisogno di modifiche rilevanti, nei tempi o nei modi, devono essere approvate assemblearmente. Inoltre, è necessario che i programmi sostanziali siano stati resi noti o almeno conoscibili pubblicamente prima dell’OPA, per

¹⁷⁹ In tale comunicazione, la Consob chiarisce come la norma possa estendersi ad operazioni modificanti, significativamente, le caratteristiche patrimoniali della società target. Esempi di esse, includono: cessioni di beni, fusioni, scissioni, e cambiamenti rilevanti nel livello di indebitamento o nelle politiche di acquisizione. Questi atti, alterando sostanzialmente la struttura e la situazione economica della società, possono ostacolare gli obiettivi della *tender offer*, la quale è finalizzata all’acquisizione del controllo di una società, con specifiche caratteristiche strutturali e patrimoniali. Tuttavia, la stessa nota precisa che, l’obbligo di astensione, non si estende a “*comportamenti privi di effetti giuridici concreti oppure a decisioni, le quali non determinano modifiche significative alla situazione societaria*”.

Per ulteriori dettagli, si rimanda alla nota 178 *infra*.

garantire che le loro implicazioni fossero già parte della strategia gestionale della società al momento dell'offerta. Pertanto, gli aspetti da considerare includono i documenti contabili, informativi ed i comunicati ex art. 114 del TUF, i quali forniscono un quadro chiaro della situazione *pre-bid*.

Alla luce di quanto esposto¹⁸⁰, risulta opportuno trattare separatamente la risposta della Consob rispetto ai due quesiti, precedentemente suddivisi.

Riguardo al primo, si chiarisce che “il divieto previsto ex art. 104 TUF, non si applica agli atti meramente esecutivi di obbligazioni già assunte con terzi, prima dell'inizio del periodo di offerta”¹⁸¹. Questa posizione è giuridicamente fondata, poiché i contratti hanno forza di legge tra le parti firmatarie. Non è giustificabile che una *tender offer* promossa da un soggetto esterno possa invalidare un contratto vincolante. Salvaguardare l'adempimento degli obblighi contrattuali già stabiliti è fondamentale per garantire la stabilità e la certezza giuridica degli accordi. Pertanto, gli oneri assunti prima dell'OPA devono essere rispettati secondo le condizioni originariamente concordate, assicurando che i diritti dei contraenti non vengano compromessi dall'ingresso di un nuovo offerente¹⁸².

In relazione al secondo quesito, la Consob ha affermato la possibilità per gli amministratori di portare a termine “programmi” già deliberati o avviati, prima dell'inizio del periodo di offerta. Solo a determinate condizioni, tali atti non rientrano nel divieto

¹⁸⁰ Cfr. il documento relativo alla Comunicazione del 19 novembre 1999, n. DIS/99085578.

¹⁸¹ In tal senso si esprime PICONE, L., *op. ult. cit.*, p. 358. In altre parole, tali atti possono essere effettuati, senza necessità di una preventiva approvazione da parte dell'assemblea degli azionisti. Questa interpretazione si basa sul principio secondo cui il divieto legislativo, non possedendo effetto retroattivo sui contratti già in essere prima della comunicazione dell'OPA, non impedisce la loro esecuzione. Per illustrare l'assunto, si consideri il caso di atti con esecuzione differita o accordi preliminari. Se un'offerta pubblica di acquisto viene lanciata tra il momento della stipulazione di un contratto e quello della sua attuazione, o della conclusione del contratto definitivo, la protezione dell'interesse del terzo contraente deve prevalere sul dettato dell'art. 104. Di conseguenza, l'atto giuridico deve essere eseguito come originariamente concordato, senza richiedere un'ulteriore approvazione assembleare.

¹⁸² Questa interpretazione è sostenuta da LISANTI, M., *op. ult. cit.*, p. 466, dove si sottolinea che le disposizioni normative non devono alterare la validità e l'efficacia degli accordi contrattuali stipulati prima dell'inizio del periodo di offerta. Lisanti chiarisce che i sopracitati devono essere rispettati, evitando che modifiche legislative, imposte successivamente, possano compromettere la loro esecuzione.

In sintonia con questa riflessione, anche MONTALENTI, P., “*La legge italiana sulle offerte pubbliche: prime riflessioni*”, in *Giur. Comm.*, 1992, fasc. 1, p. 874, nella sua analisi della normativa preesistente, ha sostenuto che l'efficacia retroattiva del divieto legislativo sarebbe contraria ai principi fondamentali del diritto contrattuale, che impongono il rispetto degli obblighi già assunti verso terzi. Ulteriormente, è interessante notare come il *City Code* del Regno Unito, come evidenziato da Lisanti, *op. ult. cit.*, adotti una posizione analoga. Il codice britannico prevede espressamente che, sebbene gli amministratori non possano intraprendere azioni considerate “*frustrating actions*”, le quali potrebbero compromettere l'OPA, “*i contratti già firmati devono essere rispettati ed onorati*”.

previsto dall'art. 104 TUF¹⁸³. I requisiti, per cui tali operazioni non siano assoggettate al divieto, sono due: in primo luogo, l'esecuzione di esse non deve comportare un significativo margine di discrezionalità per il *board*, nemmeno in relazione al momento della loro attuazione. Questo principio mira ad evitare il "blocco strumentale" di decisioni già prese, durante un'OPA. In secondo luogo, in linea di massima, le decisioni devono essere già state comunicate al mercato o, almeno, rese accessibili al pubblico degli investitori¹⁸⁴. L'interpretazione offerta dalla Consob, pur rappresentando un compromesso che potrebbe non risultare pienamente conforme al dettato normativo¹⁸⁵, risponde ad una concreta esigenza pratica: evitare che un soggetto esterno alla società target, pur essendo a conoscenza dei suoi programmi futuri, possa strumentalizzare l'ampia portata dell'art. 104.

In contrapposizione alla determinazione posta in essere dalla Consob, secondo un'opinione autorevole della dottrina¹⁸⁶, *"il disposto in questione legittima le misure*

¹⁸³ Nello specifico, l'autorità regolatoria ha sottolineato che, *"qualora si tratti di operazioni pianificate in un momento antecedente all'offerta, gli amministratori possono procedere con l'esecuzione senza necessitare di una nuova autorizzazione assembleare, anche in assenza di un'obbligazione verso terzi"*.

¹⁸⁴ La *ratio* di tale requisito risiede nell'esigenza di garantire trasparenza e certezza, affinché l'offerente possa tener conto, al momento del lancio dell'offerta, delle operazioni già programmate dalla società target.

¹⁸⁵ L'interpretazione avanzata dalla Consob merita una valutazione critica, poiché la lettera e la razionale della norma sembrano portare a conclusioni divergenti da quelle proposte dalla Commissione stessa. Come evidenziato da esperti giuristi, ad esempio PICONE, L., *op. ult. cit.*, p. 358. In particolare, l'A. giunge alla conclusione, in base alla quale *"l'affermazione della Consob (laddove afferma che operazioni programmate prima dell'offerta non possono essere intese come manifestazione della volontà di contrastare l'esito dell'offerta stessa) contrasta con il disposto dell'art. 104"*. Infatti, la norma, in base alla sua formulazione letterale, *"vieta, salvo approvazione assembleare, il compimento di qualsiasi atto od operazione che, di fatto, contrasti con il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, indipendentemente dalla volontà dell'organo competente a contrastare la stessa mediante tale atto"*. Di conseguenza, l'interpretazione dell'autorità amministrativa, sembra sottovalutare il principio fondamentale sancito dall'art. 104, in quanto mira a garantire la protezione degli obiettivi dell'OPA, attraverso un divieto generale e preventivo. La normativa pare avere una portata più ampia di quanto riconosciuto dalla Commissione, poiché l'elemento determinante per l'applicabilità del disposto sopracitato è l'effetto oggettivo delle operazioni e non la loro motivazione soggettiva. Ad esempio, atti come aumenti di capitale, acquisto di azioni proprie, conversione di azioni di risparmio o obbligazioni convertibili, nonché la compravendita di partecipazioni, possono avere un impatto negativo sugli obiettivi della *bid*. Codeste azioni, se effettuate durante il periodo di offerta, possono introdurre oneri aggiuntivi per l'offerente, nel senso di *"modificare l'oggetto dell'offerta o creare rischi operativi come quello di un'offerta a cascata o l'acquisto di una società "svuotata" di beni essenziali"*. Nonostante ciò, la Consob chiarisce che, se le operazioni soddisfano due requisiti specifici, si possono eseguire durante un'OPA senza violare l'art.104 TUF, anche se hanno conseguenze oggettive. Al contrario, nello stesso senso di L. Picone, secondo un autorevole contributo dottrinale, l'articolo in questione deve essere interpretato come *"un principio di astensione"*. Come osserva MOSCA, C., *op. ult. cit.*, p. 302., *"la norma in commento esprime il diritto di astensione in termini ampi ed oggettivi, coinvolgendo tutte le azioni ed operazioni che di fatto possono ostacolare l'offerta"*, indipendentemente dalle intenzioni degli amministratori. In particolare, si sottolinea che l'elemento soggettivo, ovvero la volontà di contrastare l'esito dell'offerta, non riveste rilevanza ai fini della sua applicazione.

¹⁸⁶ *Ibidem*.

difensive, a condizione che la loro adozione sia deliberata dagli azionisti nel momento in cui sia ad essi garantita la piena cognizione delle contrapposte esigenze rappresentate; da un lato, dalle caratteristiche e dagli obiettivi dell'offerta e, dall'altro lato, dall'indipendenza della società target"¹⁸⁷. In questo senso, la competenza assembleare si rivela essenziale in ragione dell'elemento di novità introdotto dall'OPA. Questo principio giustifica la necessità di sottoporre all'adunanza dei soci anche gli atti gestionali già programmati o deliberati, ma non ancora eseguiti, prima dell'inizio dell'offerta.

In linea con quanto detto, la *ratio* della normativa in esame si articola in due principali obiettivi. Da un lato, la disposizione intende prevenire e minimizzare il rischio di conflitti di interesse e di decisioni unilaterali da parte degli amministratori. Dall'altro lato, la norma conferisce ai proprietari della società target un diritto esclusivo e primario di autorizzare tutte le operazioni, le quali possano incidere negativamente sull'esito dell'offerta. Questo approccio si fonda sull'idea che l'OPA, in quanto evento straordinario e determinante, comporti una ridefinizione delle dinamiche decisionali societarie. Pertanto, coerentemente con la logica dell'art. 104 e l'offerta pubblica di acquisto, tutto "viene rimesso in gioco"¹⁸⁸, permettendo ai soci di intraprendere nuovi atti non deliberati o riconsiderare quelli già approvati per contrastare la *bid*.

3.3.2 La Direttiva 2004/25/CE e la sua attuazione in Italia: un'analisi critica della Legge di recepimento e delle novità introdotte nel TUF

La Direttiva OPA¹⁸⁹, dopo un lungo e complesso percorso legislativo, era stata emanata, ove il Parlamento Europeo fu impegnato e dedito per un periodo di quasi venti anni. Tale normativa europea è la risultante di un dibattito alquanto intenso, il quale ha coinvolto i principali profili legislativi, relative alle acquisizioni societarie, previsti nei diversi Stati membri dell'UE. La sua adozione finale è stata raggiunta mediante un provvedimento, il quale ha privilegiato, sostanzialmente, l'enunciazione di alcuni principi generali, anziché priorizzare l'imposizione di obblighi specifici. Questa scelta ha creato un "*framework*

¹⁸⁷ Così, come espressamente affermato da MOSCA, C., *op. ult. cit.*, p. 302. Si veda *ibidem* per ulteriori dettagli sulla *ratio* e sull'applicabilità dell'art. 104 TUF.

¹⁸⁸ Così, letteralmente PICONE, L., *op. ult. cit.*, p. 358.

¹⁸⁹ La Direttiva 24/2005/CE, la quale è stata approvata il 21 aprile del 2004 dal Parlamento Europeo.

directive”, la cui anima risulta caratterizzata da opzioni facoltative, (invece di prescrizioni vincolanti), lasciate alla discrezionalità di ciascun Stato membro.

Così facendo, la Direttiva non è stata considerata, solamente, come un *corpus* legislativo rivolto unicamente al mercato mobiliare, bensì è stata finalizzata all’armonizzazione del diritto societario nell’Unione. Essa trova la sua base giuridica nell’art. 50, par. 2, lett. (g) del TFUE. Per questo motivo, la Direttiva si applica esclusivamente alle OPA finalizzate ad ottenere il controllo di una società¹⁹⁰. In contrasto, il diritto italiano adotta una disciplina generale di portata più ampia, non limitandosi semplicemente alle operazioni finalizzate al dominio di società quotate. In particolare, l’art. 1, comma 1, lett. v) del TUF estende la regolamentazione a tutte le offerte pubbliche d’acquisto, indipendentemente dalla loro finalità. Questo approccio del legislatore italiano, rispetto alla normativa europea, riflette una concezione della protezione del mercato e degli investitori che è più pervasiva e completa, garantendo una tutela uniforme¹⁹¹.

La struttura flessibile della Direttiva OPA ha rappresentato il compromesso essenziale, al fine di superare le resistenze e le divergenze esistenti tra i diversi ordinamenti nazionali. In tal modo, sono state poste le basi per un’armonizzazione “*soft*” in materia di acquisizioni societarie. Da un lato, tale impostazione, aveva consentito di superare l’*impasse* politico, che, per lungo tempo, aveva impedito l’adozione di una legge comune ed equilibrata. Però, dall’altro, aveva posto una serie di interrogativi, circa l’effettiva efficacia degli scopi perseguiti da questa disciplina sovranazionale, menzionata più volte. Appare opportuno, sulla scorta delle considerazioni ivi esposte, svolgere una premessa,

¹⁹⁰ In particolare, essa intende per “offerte pubbliche d’acquisto” o “offerta” “*solo quelle destinate ai titolari di titoli con l’intento di acquisire, in tutto o in parte, tali titoli, purché tale acquisizione sia successiva o strumentale all’acquisizione del controllo secondo il diritto nazionale della società emittente*”. Questa specifica delimitazione, sancita dall’art. 2, lettera a) della Direttiva, chiarisce l’ambito di applicazione, riflettendo l’intento del legislatore europeo di circoscrivere la disciplina alle operazioni, che alterano effettivamente la struttura di controllo delle società.

¹⁹¹ Come osserva MUCCIARELLI, F., “*L’attuazione della Direttiva opa nell’ordinamento italiano*”, in *Giur. Comm.*, fasc. 3, 2008, p. 450. L’A. si esprime affermando: “*in pratica, il TUF limita alle opa, per il controllo, l’ambito di applicazione delle disposizioni maggiormente influenzate dalla Direttiva opa*”. Tuttavia, proseguendo nella sua analisi, Mucciarelli sottolinea che, a differenza della Direttiva europea, la normativa italiana adotta un ambito di applicazione più ampio, estendendo la regolamentazione anche alle offerte relative a titoli non negoziati in mercati regolamentati. Questa estensione non è solo formale, bensì risponde ad una precisa scelta del legislatore, volta a garantire una tutela più vasta e incisiva per gli investitori e per il mercato. Infatti, le disposizioni anti-difesa, previste dal TUF, si applicano anche alle offerte pubbliche riguardanti titoli emessi da società italiane che siano quotati in un mercato normato dell’Unione Europea, come stabilito dall’art. 101-bis, comma 3 del TUF. Significativamente, non è necessario che gli strumenti finanziari oggetto dell’OPA siano gli stessi ammessi alla negoziazione, il che amplia ulteriormente il campo d’azione delle norme.

soprattutto in relazione al contesto accademico, al fine di comprendere meglio il percorso che ha condotto all'emanazione di questo provvedimento europeo. Non a caso, sono emerse, durante il processo di gestazione di quest'ultimo e, per tal motivo, hanno influenzato il testo finale. Oltretutto, è possibile cogliere le *ratio* sottese alla direttiva quadro solo mediante un'approfondita analisi delle difficoltà incontrate.

La complessità e la frammentazione, crescente nel tempo, delle leggi nazionali in materia di OPA avevano spinto, sin dal 1974, l'Unione Europea a riconoscere come uno degli obiettivi principali, da raggiungere, fosse la necessità di sviluppare uno schema giuridico, uniforme, tra tutti gli Stati membri¹⁹². Al fine di dirimere questa problematica, la Commissione Europea affidò il compito di analizzare lo stato delle legislazioni nazionali in materia di OPA al Prof. Pennington, cosicché avrebbe potuto preparare un terreno fertile per emanare un'eventuale direttiva, la quale avrebbe allineato le diverse normative statali¹⁹³.

Nel 1985, il Libro Bianco, sul completamento del mercato interno dell'Unione, esponeva un piano ambizioso, al fine di ottenere una generale ed efficace armonizzazione¹⁹⁴. In seguito, la Commissione Europea, nel 1989, presentò una prima proposta, denominata "*Tredicesima Direttiva in materia di diritto delle società*", la quale era focalizzata specificamente sulle OPA¹⁹⁵. Il testo proposto rifletteva una visione ottimistica del contesto economico, il quale si avvaleva di un clima finanziario favorevole. Tuttavia, le dinamiche di mercato e la situazione internazionale cambiarono notevolmente con il

¹⁹² Il primo documento progettuale della Commissione risale al 1974 e riguarda le acquisizioni e le offerte di acquisto, riportato nel *Report on takeovers and other bids*, COM doc. XI/56/74.

¹⁹³ Cfr. PENNINGTON, R.R., "*Relazione sulle offerte pubbliche di acquisto di titoli a fine di controllo e sulle altre offerte pubbliche*", in Riv. soc., 1975, pp. 730 e ss. Questo incarico, volto a promuovere l'integrazione del mercato del controllo societario, mirava a creare le condizioni necessarie per la ristrutturazione e il consolidamento delle imprese europee, consentendo loro di raggiungere una dimensione pan-europea. La direttiva che ne sarebbe scaturita avrebbe dovuto garantire che le operazioni di OPA fossero condotte secondo principi comuni, rafforzando così la trasparenza, la tutela degli investitori e l'equità delle transazioni su scala continentale. Il processo di armonizzazione legislativa, avviato negli anni '70, si inserisce in un contesto più ampio di evoluzione storica delle OPA, come descritto nel documento "*Report on takeover and other bids*". Inizialmente concepite come uno strumento alternativo alle fusioni tradizionali, tali offerte si sono rapidamente diffuse negli Stati Uniti e nel Regno Unito, portando con sé nuove sfide giuridiche e la necessità di regolamentazioni specifiche. Tuttavia, l'assenza di una disciplina uniforme a livello europeo ha generato un mosaico di normative nazionali, spesso disomogenee, che rischiavano di compromettere l'efficienza del mercato e la protezione degli operatori economici.

¹⁹⁴ Questo documento, che rappresentava una pietra miliare nella strategia di integrazione economica dell'Unione, prevedeva l'introduzione di una direttiva che avrebbe dovuto armonizzare le normative relative alle OPA tra gli Stati membri. L'idea alla base di tale proposta era quella di garantire una maggiore coerenza e prevedibilità nel mercato delle acquisizioni, facilitando così le transazioni transnazionali e promuovendo un ambiente di investimento più stabile e trasparente.

¹⁹⁵ COM doc. 16 febbraio 1989, in GUCE C64/8 del 14 marzo 1989, p. 8.

tempo. Ciò aveva influenzato, sostanzialmente, e reso difficile la ricezione e l'accoglimento della menzionata iniziativa, derivante dalla CE. In particolare, ci furono diverse resistenze significative provenienti da alcuni Stati membri, in quanto erano dovute a talune preoccupazioni, riguardanti, principalmente, l'impatto dell'eventuale emanazione di una direttiva sulle proprie borse valori nazionali e sulla competitività delle loro imprese. La crescente opposizione da parte di alcuni governi nazionali rifletteva le difficoltà nel raggiungere un consenso su una normativa così influente e complessa.

A seguito di un ciclo di consultazioni tra i paesi aderenti, nel 1996 fu avanzata una nuova proposta di direttiva¹⁹⁶. Quest'ultima mirava a stabilire esclusivamente i principi fondamentali delle OPA, delegando alle normative nazionali la responsabilità di sviluppare le disposizioni dettagliate. Tuttavia, nonostante il raggiungimento di un accordo preliminare tra gli Stati membri riguardo a tale proposta, il Parlamento europeo, in seduta plenaria, respinse il testo con una votazione equilibrata di 273 favorevoli e 273 contrari¹⁹⁷. Mancava solo un voto per l'approvazione¹⁹⁸. Un gruppo di rappresentanti del potere legislativo tedesco, in particolare, si oppose fermamente, sostenendo la necessità di una "reciprocità nelle OPA" e richiedendo la possibilità di utilizzare difese post-offerta. Questo dissenso era alimentato dal fatto che alcune nazioni avevano imposto restrizioni,

¹⁹⁶ COM doc. 2 luglio 1996, in GUCE 378/10. Per una disamina approfondita del progetto della direttiva comunitaria, si rinvia ai seguenti contributi: ANNUNZIATA, F., "*Verso una nuova proposta di direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche d'acquisto*", in *Rivista del Diritto Societario*, 1996, pp. 337 e ss.; DI MARCO, G., "*La nuova proposta di disciplina delle OPA nell'Unione Europea*", in *Società*, 1996, pp. 137 e ss.

¹⁹⁷ Cfr. IP/01/943, disponibile sul sito www.europa.eu.int. Le motivazioni alla base della decisione del Parlamento europeo erano principalmente di natura politica e concernenti tre aspetti critici. In primo luogo, vi era una netta opposizione al principio che imponeva ai dirigenti di una società target di ottenere un'autorizzazione preventiva dagli azionisti, prima di adottare qualsiasi misura di difesa contro un'offerta. Codesto assunto era ritenuto problematico poiché, in assenza di un "*level playing field*", ossia di condizioni e regole uniformi, per tutte le società europee, le misure difensive avrebbero potuto risultare inadeguate e insufficienti a garantire una competizione equa. In secondo luogo, il potere legislativo espresse preoccupazione per la protezione inadeguata dei diritti dei dipendenti delle società coinvolte in un'OPA. La proposta non forniva sufficienti garanzie per salvaguardare gli interessi dei lavoratori, un aspetto di crescente importanza nell'ambito delle ristrutturazioni aziendali, che seguono le acquisizioni. Inoltre, il testo fu criticato per la sua incapacità di assicurare una parità di condizioni con il mercato statunitense. L'assenza di una regolamentazione uniforme e comparabile a quella degli Stati Uniti sollevava timori circa il potenziale svantaggio competitivo delle imprese europee, esponendole ad una possibile acquisizione non equa da parte di investitori americani. Infine, il progetto mancava di una chiara definizione del prezzo "equo" per le offerte obbligatorie e non prevedeva adeguatamente le fattispecie di cessione obbligatoria (ossia il diritto dell'azionista di vendere le proprie azioni, quando un investitore raggiunge una quota di controllo) e di riscatto obbligatorio (ossia consente al nuovo azionista di acquisire le azioni rimanenti). Queste lacune tecniche compromettevano la capacità della proposta di offrire una protezione completa e bilanciata per tutti i soci.

¹⁹⁸ Per una disamina più approfondita in merito si veda VENTORUZZO, M., "*Respinta dal Parlamento Europeo la Tredicesima direttiva sull'opa*", in *Riv. Soc.*, 2000, p. 955.

le quali non erano uniformemente applicate, creando così uno squilibrio competitivo tra le società degli Stati membri. La posizione tedesca era ulteriormente radicata in una motivazione politica: la recente introduzione del “*Control and Transparency Law*” (KonTraG) in Germania aveva eliminato gran parte delle difese preventive, facilitando così l’acquisizione ostile di *Mannesmann* da parte di *Vodafone*¹⁹⁹. Tale legge tedesca aveva evidenziato una vulnerabilità, in base alla quale il gruppo di membri del Parlamento tentava di mitigare.

In risposta alla situazione di stallo che si era venuta a creare, la Commissione Europea decise di convocare un “gruppo di esperti di alto livello in diritto societario” sotto la presidenza di Jaap Winter, incaricando tale *Panel* di proporre una soluzione tecnica al complesso tema della reciprocità nelle OPA²⁰⁰. Il risultato fu l’invenzione e la concretizzazione della cd. “*regola di breakthrough*”, che era un mezzo giuridico ispirato alla legislazione italiana, in materia di privatizzazioni e avvalorato, su più fronti, dalla raccomandazione della *Commission des Opérations de Bourse*, organo di vigilanza francese. La presente regola stabiliva che un offerente, il quale fosse riuscito ad acquisire il 75% del “capitale a rischio” di una società target, sarebbe stato legittimato a superare tutte le difese statutarie preesistenti, che erano state predisposte contro le OPA²⁰¹. Sebbene questa misura mirasse a ridurre le barriere per le acquisizioni, non offriva una soluzione completa alla questione della contestabilità del controllo. In risposta a questa *impasse*, il Portogallo avanzò una proposta di compromesso, prevedendo un sistema di adesione facoltativa ad un regime di reciprocità per l’applicazione della regola di

¹⁹⁹ Cfr. GORDON J.N., “*An American Perspective on the New German Anti-Takeover Law*”, in *Die Aktiengesellschaft*, v. 12, 2002, available at <http://ssrn.com/abstract=336420>.

²⁰⁰ Cfr. il Rapporto *Winter*, 2002, IP/02/24, disponibile sul sito www.europa.eu.int.

²⁰¹ Sebbene le proposte del Gruppo Winter non offrirono una piena reciprocità, la cosiddetta “*regola di breakthrough*” riuscì comunque a indebolire significativamente alcune difese preesistenti, in particolare quelle relative alle strutture azionarie a doppia classe, adottate da numerose società. Tuttavia, il vivace dibattito politico che ne seguì, accompagnato da un’intensa attività di *lobbying* da parte di diversi Stati membri e delle imprese interessate a mantenere tali strutture, indusse la Commissione Europea a non recepire in modo integrale il citato principio nella sua proposta legislativa conclusiva (COM (2002) 534 final). Nonostante ciò, il relatore del Parlamento Europeo, con il documento COM (2002) 534 - C5-0481/2002 - 2000/0240 (COD), datato 11 marzo 2003, ripristinò la proposta originale, introducendo la regola “un’azione-un voto” per l’attuazione del medesimo assunto ed imponendo l’obbligo di sottoporre al voto degli azionisti le difese post-offerta. In tale contesto, il redattore incluse anche alcune esenzioni esplicite dalla regola di *breakthrough* per settori ritenuti strategici, come quello delle compagnie aeree, delle banche centrali e delle società di recente quotazione tramite IPO. Inoltre, fu introdotto un nuovo articolo volto a disciplinare la reciprocità “internazionale” e “intra-europea”. Nello specifico, riguardo ai vari emendamenti promossi dal Parlamento europeo, si veda BECHT, M., “*Reciprocity in Takeovers*”, in *Law Working Paper No. 14/2003* (October 2003), ECARES, Université Libre de Bruxelles & ECGI, pp. 5-6.

breakthrough, articolato in due opzioni distinte. Le società potevano scegliere di aderire (opzione A) al cosiddetto “*club breakthrough*” o di non parteciparvi (opzione B). Le imprese aderenti all’intesa avrebbero consentito ad altre di avvalersi di questa regola, nel caso di OPA ostili rivolte contro di esse, e, in cambio, avrebbero avuto la possibilità di applicare il medesimo principio nelle proprie offerte, verso altre società facenti parte del *club*. Coloro che decidevano di non aderire, al contrario, non sarebbero stati in grado di utilizzare la regola di *breakthrough*, né subire la sua esecuzione, in caso di un’offerta ostile diretta contro di esse²⁰². Tuttavia, questo schema non risolveva completamente il problema della contestabilità del controllo, poiché non garantiva che le società con strutture di supervisione, particolarmente protettive, partecipassero effettivamente al regime di reciprocità. Di conseguenza, il sistema uscente risultava imperfetto. Infatti, mentre l’accesso al regime di reciprocità rimaneva limitato, d’altro canto le imprese, con blocchi di controllo stabili, potevano continuare ad evitare offerte ostili²⁰³. L’organo esecutivo dell’UE, a seguito della pubblicazione del Rapporto Winter, iniziò a intraprendere la via del compromesso, avvalendosi del supporto tecnico fornito dal *Panel*. Questo processo fu ulteriormente arricchito dalle proposte avanzate, prima dalla Presidenza portoghese e successivamente da quella italiana, permettendo infine di superare le controversie emerse durante il lungo *iter* di negoziazione²⁰⁴. Tale soluzione, frutto di un intenso lavoro di mediazione²⁰⁵, condusse alla formulazione della versione

²⁰² Analogamente, la presidenza italiana ha introdotto una bozza normativa, la quale prevede la possibilità per gli Stati membri di derogare al principio di neutralità del Consiglio di amministrazione (articolo 9) e/o alla regola di *breakthrough* (articolo 11), offrendo, altresì, alle imprese situate in Stati, che hanno esercitato tale opzione di deroga, la facoltà di aderire comunque a tali disposizioni. Questo approccio, sebbene apparentemente flessibile, si basa su una concezione di reciprocità circoscritta, per cui risulta applicabile esclusivamente alla neutralità dell’organo di gestione, e solo a condizione che la società target abbia esplicitamente scelto di conformarsi a tale regime.

²⁰³ Per maggiori dettagli sulla questione degli *stakeholders* tedeschi e riguardo la proposta di compromesso del Portogallo, si osserva BECHT, M., *op. ult. cit.*, pp. 3 e ss.

²⁰⁴ Il compromesso elaborato rappresentava una svolta cruciale, poiché introduceva la possibilità per ciascuno Stato membro di decidere autonomamente se adottare o meno la regola di *breakthrough* e la *board neutrality rule*, rendendole così strumenti meramente opzionali. Questo approccio consentiva una maggiore flessibilità nella loro applicazione, permettendo agli Stati membri di preservare la propria sovranità legislativa, in materia di *governance* societaria e di protezione degli interessi nazionali strategici. L’intesa portoghese-italiana non solo riconosceva le differenze strutturali e culturali tra i vari ordinamenti giuridici nazionali, bensì introduceva anche un elemento di reciprocità come condizione necessaria per l’attuazione di queste norme facoltative. Tale meccanismo aveva l’obiettivo di garantire un equilibrio tra le diverse esigenze dei paesi UE, evitando disparità competitive, per le quali avrebbero potuto compromettere l’efficacia complessiva della disciplina comunitaria sulle OPA. Oltre a quanto detto, si rinvia anche a GATTI, M., “*Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto*”, in Nuova giur. civ. comm., v. II, 2005, pp. 416 e ss.

²⁰⁵ Sul punto, con specifico riferimento al dibattito susseguitosi negli anni, è possibile richiamare DI MARCO, G., “*Opa comunitaria: un nuovo passo verso l’integrazione dei mercati finanziari*”, in Soc.,

definitiva della direttiva 2004/25/CE²⁰⁶. Quest'ultima, fu quindi sottoposta al Parlamento Europeo e ottenne l'approvazione il 21 aprile 2004.

Dopo aver delineato il percorso storico che ha condotto alla formazione della citata norma europea, è ora necessario esaminare dettagliatamente la normativa, focalizzandosi sugli aspetti di maggiore rilevanza per il presente elaborato.

I principali e annunciati scopi di essa sono chiaramente individuati nei primi due considerandi. Il primo stabilisce che, *“conformemente all'art. 44, paragrafo 2, lettera g) del TFUE, è necessario coordinare le garanzie richieste dagli Stati membri alle società la cui quotazione è ammessa su mercati regolamentati. Tale coordinamento ha come obiettivo quello di rendere equivalenti le norme applicabili in tutta la Comunità Europea, assicurando così che le misure di protezione per i soci e per i terzi siano uniformi e consistenti”*. Invece, il secondo sottolinea *“l'esigenza di tutelare gli interessi degli azionisti delle società soggette alle legislazioni nazionali, in particolare quando queste sono oggetto di una takeover o di un cambiamento nel controllo societario, e quando almeno una parte dei loro titoli è negoziata su un mercato regolamentato di uno Stato membro”*. In questo senso, il nono considerando riflette quest'intento dichiarato, enfatizzando *“la necessità per gli Stati membri di adottare misure che tutelino i possessori di titoli, in particolare quelli con partecipazioni di minoranza, quando viene acquisito il controllo delle loro società”*.

Gli stessi principi, nonché obiettivi, sono scritti e previsti nel *“Winter Report”*, un documento redatto nell'anno 2001 da un *“Gruppo di esperti”*, il quale è già stato citato²⁰⁷. Mi soffermo, brevemente, su un'ulteriore premessa, in merito al recepimento della normativa sovranazionale nell'ordinamento italiano, prima di riprendere e continuare con il discorso avviato. Il TUF, nel tentativo di allineare la normativa nazionale agli *standard* europei, ha subito una serie di modifiche significative nel corso del tempo. L'*iter* normativo di modifica e/o integrazione e/o correzione ha avuto inizio con l'approvazione

2004, pp. 1170 e ss. Per una dettagliata esposizione del processo storico che ha condotto all'emanazione della tredicesima direttiva sulle società, si veda MAGLIANO, R., *“I nodi irrisolti della tredicesima direttiva società: dall'armonizzazione alla concorrenza tra ordinamenti”*, in *Diritti Commerciali Internazionali*, 2005, pp. 283 e ss., con particolare riferimento alle pp. 283-288. Inoltre, è utile cfr. SCIPIONE, L., *“La direttiva europea in materia di OPA: profili generali e aspetti comparatistici”*, in *Riv. dir. impr.*, 2005, pp.163 e ss.; EDWARDS, V., *“The directive on Takeover Bids - Not Worth the Paper It's Written On?”*, in *European Company and Financial Law Review*, 2004, p. 416.

²⁰⁶ Pubblicata in GUCE L 142/12 del 30 aprile 2004 e disponibile sul sito www.europa.eu.int.

²⁰⁷ In tal senso si richiama ROSATI, E., *“La nuova disciplina delle tecniche di difesa nelle opa ostili”*, in *Soc.*, 2009, p. 569.

del D. Lgs. n. 229/2007²⁰⁸, in attuazione della delega conferita dalla L. n. 62/2005. Seppure in ritardo, quest'ultimo Decreto ha segnato il primo passo verso l'adeguamento del diritto nazionale, recependo le disposizioni contenute nella Direttiva OPA. In seguito, il Decreto-Legge 29/11/2008, n. 185²⁰⁹, che ha introdotto ulteriori modifiche ed integrazioni. Il processo di revisione non si è concluso con quest'ultima norma primaria. Infatti, il D. Lgs. 25/09/2009, n. 146 ha ulteriormente affinato ed integrato il precedente decreto legislativo n. 229 del 19/11/2007, introducendo disposizioni correttive e integrative.

Riprendendo il discorso principale, è doveroso rimarcare come il testo della Direttiva sovranazionale abbia fatto ricorso ad un meccanismo di opzionalità, nota come la regola dell' "opting-out". Da un lato, tale approccio, ha permesso di ribadire entrambi i principi fondamentali, contenuti nella norma europea²¹⁰. Dall'altro ha significativamente attenuato la portata vincolante del documento stesso, introducendo una certa flessibilità, la quale si è tradotta in una vera e propria "sterilizzazione"²¹¹, rispetto alla loro efficacia cogente. D'altronde, la Direttiva riconosce agli Stati membri un ampio margine discrezionale, consentendo loro di delegare, alle singole società interessate, la decisione se adottare o meno tali regole, considerate facoltative.

Considerando a livello specifico gli articoli, si sottolinea in *primis* l'art. 3, in quanto prevede i "principi generali". Innanzitutto, viene previsto il principio della "parità di trattamento tra tutti i possessori di titoli della medesima categoria". Tale assioma prevede un concetto molto importante, rivisto e rimarcato anche nel Cap. I, par. 2, per il

²⁰⁸ 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.

²⁰⁹ 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 del 29 novembre 2008.

²¹⁰ Si rinvia al primo e secondo considerando della normativa in questione, precedentemente citati.

²¹¹ In tal senso si esprime SFAMENI, P., "La nuova Direttiva europea sulle offerte pubbliche di acquisto", in Riv. Soc., 2004, p. 1002. In questo contesto, emerge il concetto di "armonizzazione parziale", come sottolineato da CAPPIELLO, S., "Le difese dalle offerte pubbliche di acquisto tra regolamentazione e autonomia statutaria", in AA. VV., in Profili attuali di diritto societario europeo, (a cura di) G. FERRI jr., M.S. RICHTER jr, Giuffrè, Torino, 2010, p. 121. L'A. evidenzia come questa soluzione di compromesso "sia il risultato diretto della complessità degli interessi in gioco e della diversità di vedute circa il grado di libertà da concedere agli offerenti (bidder) nell'ambito delle takeovers". Secondo il giurista, la scelta di un'armonizzazione solo parziale, riflette l'incapacità di trovare un consenso univoco su una regolamentazione uniforme a livello comunitario, dovendo invece bilanciare le esigenze di protezione degli azionisti con la necessità di garantire una certa autonomia normativa agli Stati membri.

Dunque, la Direttiva OPA, per quanto ambiziosa nel suo intento di creare un "level playing field" per le offerte pubbliche d'acquisto, ha dovuto fare i conti con la realtà di una Comunità Europea eterogenea, in cui il rispetto delle peculiarità nazionali ha prevalso su una completa omogeneizzazione normativa.

quale ogni titolare di quote sociali, indipendentemente dalla sua posizione o potere contrattuale, deve essere trattato in maniera equa, durante una qualsivoglia operazione di acquisizione. In particolare, il *focus* essenziale consiste nell'assicurare che i destinatari dell'offerta siano adeguatamente informati, nonché siano in grado di prendere decisioni consapevoli, autonomamente. A tal proposito, l'organo amministrativo dell'emittente è dotato di particolari e specifici obblighi di trasparenza, in quanto è tenuto a fornire un parere sulle conseguenze dell'offerta. Questa opinione deve essere formulata nell'interesse dell'intera compagine sociale, evitando che gli amministratori possano limitare la libertà decisionale degli azionisti rispetto all'offerta.

Il “divieto di creare mercati fittizi”, un principio sancito dalla Direttiva OPA, all'art. 3, lett. (d), costituisce un altro pilastro. Il suo principale scopo è di prevenire manipolazioni di mercato. Nondimeno, viene prevista una particolare attenzione, mediante la Direttiva in oggetto, verso la tutela del contesto economico derivante dall'uso improprio di talune informazioni, ciò include quei fenomeni di *insider trading*. In tale ambito, il dettato menzionato prevede sostanzialmente che, il *bidder* possa annunciare una *bid*, solamente, dopo essersi assicurato di poter soddisfare tutti gli obblighi finanziari derivanti dall'operazione. Specialmente, se essa prevede un corrispettivo in contanti. La solidità e la credibilità della stessa offerta derivano da questo requisito. Infine, vi è il postulato, enunciato dall'art. 3, lett. (f), il quale è dedito alla protezione della continuità operativa della società emittente, affinché quest'ultima non debba subire impedimenti, alle sue attività, per un periodo eccessivamente lungo, proprio a causa di un'offerta sulle sue quote sociali con diritto di voto. Ciò detto ha lo scopo di evitare che l'OPA, la quale sia stata lanciata pubblicamente, possa diventare un mezzo per bloccare e immobilizzare la gestione dell'impresa. Difatti, da questa eventuale circostanza ci possono essere potenziali danni, in relazione alla sua competitività ed alla sua posizione economica.

Anche se tutti questi assiomi rappresentano il nucleo essenziale della Direttiva, lasciano una certa discrezionalità agli Stati membri, cosicché possano introdurre dettami più rigorosi o, in alternativa, condizioni aggiuntive.

Al fine di comprendere appieno la portata e l'efficacia di tali precetti e alla luce di quanto sopra esposto, è imprescindibile esaminare, nel dettaglio, la normativa sovranazionale stessa, tra cui spicca d'importanza l'art. 9, in quanto prevede ed esplicita la cosiddetta “*passivity rule*”. Nel precisare i confini entro i quali il *management* può operare,

quest'ultima impone una chiara e rigorosa limitazione: “*il board of directors* è tenuto a non intraprendere azioni che possano ostacolare l'esito dell'offerta, se non previa autorizzazione dell'assemblea generale degli azionisti”. In questo contesto, la Direttiva riconosce una flessibilità limitata, solamente quando il consiglio di amministrazione s'impegna ad esplorare e individuare offerte alternative, privilegiando così la competizione, piuttosto che la difesa ad oltranza contro l'acquisizione. Dunque, viene nuovamente affermato, il principio, in linea con l'ordinamento italiano, vigente dal 1998, secondo il quale l'adozione di misure difensive deve essere legittimata dall'assemblea generale e non dall'organo amministrativo²¹². Tuttavia, è significativo notare che la norma non impone un'applicazione obbligatoria della *passivity rule*. Difatti, come detto, poc'anzi, viene lasciata agli Stati membri la sostanziale discrezionalità di decidere se rendere vincolante o meno tale regola.

Invece, ai sensi della Direttiva all'art. 6, par. 1, il periodo di attuazione della passività si estende dal momento in cui l'OPA viene formalmente e pubblicamente comunicata agli investitori, pubblicamente, fino a quando non vengano pubblicati i risultati dell'offerta stessa o fino alla decadenza di quest'ultima. La normativa impone, pertanto, che l'organo di gestione rediga e pubblichi un documento dettagliato contenente un parere motivato riguardo l'offerta. Tale atto deve includere una valutazione completa degli effetti sugli interessi generali della società, con particolare attenzione all'impatto sull'occupazione ed alle implicazioni dei piani strategici, presentati dall'offerente.

Invece, per quanto riguarda la regola di “neutralizzazione”, delineata all'art. 11 della Direttiva 24/2005/CE, risponde alla necessità di garantire la contendibilità e la fluidità del controllo societario nelle offerte di acquisizione. Essa supera i problemi legati a meccanismi giuridici che, in molte giurisdizioni, consentivano di mantenere la supervisione di una società, senza detenere la maggioranza assoluta delle azioni. La

²¹² Nella Relazione alla proposta di direttiva n. 2004/25/CE, datata 2 ottobre 2002 e pubblicata con il riferimento COM (2002)534 def., pag. 7, disponibile sul sito www.europa.eu.int, la Commissione Europea ha evidenziato la preferenza per un tipo di approccio, il quale ricalca quello adottato dall'ordinamento giuridico britannico. Infatti, nel Regno Unito, è consuetudine che gli azionisti della società target abbiano la responsabilità di valutare l'adeguatezza dell'OPA e di concedere l'autorizzazione agli amministratori per intraprendere azioni, in quanto possono contrastare l'offerta stessa. Dunque, questa prassi riconosce ai soci un ruolo centrale nelle decisioni sull'acquisizioni. In questo senso, si osserva GIOVANNA SARA RUSSO, G., “*La nuova direttiva n. 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto*”, in Altalex, 19 dicembre 2005. Inoltre, l'importanza di tale disposizione è stata ulteriormente sottolineata da SCIPIONE, L., “*La nuova disciplina dell'opa europea: un'ipotesi di regolamentazione minimale*”, in Diritto della banca e del mercato finanziario, 2005.

disposizione stabilisce che, a seguito della pubblicazione di una *tender offer*, determinate clausole statutarie e patti parasociali, le quali limitano la trasferibilità delle azioni o l'esercizio dei diritti di voto, devono essere neutralizzate, rendendo tali restrizioni inefficaci nei confronti dell'offerente²¹³. L'assioma sopracitato non implica una revoca generalizzata o una modifica dei limiti all'autonomia statutaria, fissati dai singoli ordinamenti nazionali. Piuttosto, si attiene a garantire che le clausole ed i contratti²¹⁴ potrebbero impedire l'efficace esecuzione dell'offerta. Essi vengono temporaneamente sospesi o considerati inapplicabili, durante il periodo di validità dell'OPA. In altre parole, la Direttiva non promuove un principio unificante come quello del "*one-share-one-vote*"²¹⁵. La scelta della Commissione di non adottare una misura più radicale, come il principio "un'azione-un voto", riflette la volontà di bilanciare la protezione degli interessi degli azionisti con la necessità di non compromettere la sovranità statutaria delle singole società.

L'organo esecutivo europeo, nella Relazione alla Proposta di Direttiva COM (2002)534 def., p. 9, ha rilevato che la rimozione delle restrizioni al diritto di voto e al trasferimento dei titoli, ai sensi dell'art. 11, paragrafo 3, rischia di sollevare questioni di legittimità costituzionale in alcuni ordinamenti giuridici. Ciò potrebbe configurarsi come una forma di espropriazione privata, contraria ai diritti umani. Per affrontare tali preoccupazioni, il legislatore comunitario ha previsto "l'obbligo di garantire un equo indennizzo, per le eventuali perdite subite dai titolari di diritti soggetti a vincoli. La determinazione delle condizioni e delle modalità di questa compensazione è rimessa agli Stati membri, che

²¹³ In riferimento all'art. 11, paragrafo 3. Nella prima parte, la norma stabilisce che le "*restrizioni al diritto di voto, contenute nello statuto della società emittente, cessano di avere effetto esclusivamente in relazione alle decisioni adottate dall'assemblea generale in merito alle misure di difesa contro l'OPA*". La seconda parte, si rivolge specificamente agli "accordi contrattuali che prevedono limitazioni al diritto di voto". In questo caso, la Direttiva recita che "*tali restrizioni, sia quelle stipulate tra la società emittente e i possessori di titoli, sia quelle tra i possessori di titoli stessi, divengano inefficaci*". In tal senso si veda DE GIOIA P. - CARBELLESE P., "*Commento agli artt. 104 e 104-bis TUF*", in AA.VV., Commentario all'offerta pubblica di acquisto, a cura di G. FAUCEGLIA, Giappichelli, Torino, 2010, p. 70.

²¹⁴ Cfr. DE GIOIA P. - CARBELLESE P., *Ibidem*. Nel dettaglio, la prima parte del paragrafo 2, art. 11, si occupa delle restrizioni di natura statutaria. Tali limitazioni, in presenza di un'OPA, "non sono applicabili", il che significa che qualsiasi disposizione statutaria, potendo ostacolare la possibilità dell'offerente di acquisire il controllo della società, deve essere considerata inefficace durante il periodo dell'offerta. Peraltro, la seconda parte si occupa dei vincoli di tipo contrattuale. In questo caso, le restrizioni contrattuali, come gli accordi di *lock-up* o altre clausole parasociali, le quali potrebbero impedire il trasferimento di azioni o limitare il diritto di voto durante l'OPA, vengono dichiarate "prive di effetto". Questo significa che tali limitazioni non producono alcuna conseguenza giuridica nei confronti dell'offerente, consentendo così una più fluida e incontestata acquisizione del controllo societario.

²¹⁵ In tal senso, si richiama FERRARINI, G., "*Un'azione-un voto*": un principio europeo?", (versione italiana), in Riv. soc., 2006, pp. 24 e ss.

devono assicurare un risarcimento adeguato”.

Le disposizioni ex art. 11 sono orientate a tutelare i diritti degli azionisti, assicurando che possano esercitare liberamente le loro prerogative di voto e di cessazione dei titoli durante un’OPA, indipendentemente dalle restrizioni statutarie o contrattuali preesistenti. A titolo esemplificativo, il sistema normativo italiano prevede meccanismi simili. L’art. 123 del TUF consente agli azionisti di recedere senza preavviso dai patti parasociali qualora intendano aderire ad un’OPA, con il recesso che diventa effettivo solo al termine del trasferimento delle azioni. Inoltre, l’art. 121 del TUF sospende temporaneamente i limiti alle partecipazioni reciproche, qualora una *tender offer* è rivolta ad ottenere almeno il 60% delle azioni ordinarie, eliminando le limitazioni in vigore per facilitare il completamento dell’offerta.

D’altronde, l’aspetto maggiormente interessante, nel contesto delle difese anti-scalata, si colloca nell’art. 12 della Direttiva. Esso introduce una modalità di flessibilità notevole, permettendo agli Stati di optare per l’applicazione dei precetti delineati negli artt. 9 e 11, riguardanti rispettivamente la regola di passività e quella di neutralizzazione, attraverso un meccanismo di “*opt-out*” statale. Questa facoltà consente ai paesi dell’Unione di “escludere l’obbligo di attuare tali disposizioni alle società con sede nel loro territorio, lasciando alle singole nazioni la possibilità di decidere se adottare queste regole nel proprio ordinamento giuridico”. Inoltre, è stabilito che, pur avendo la facoltà di escludere l’applicazione delle regole di passività e di neutralizzazione, resta il dovere di garantire alle società la possibilità di adottare volontariamente tali disposti, tramite un meccanismo statutario di “*opt-back in*”²¹⁶. Questa opzione è reversibile, permettendo di applicare le disposizioni quando ritenuto opportuno, rappresentando così una scelta strategica²¹⁷.

²¹⁶ Precisamente “*vi è peraltro la possibilità che qualche società virtuosa decida di applicare queste norme, benché il legislatore nazionale non lo imponga, e in tal caso le viene generosamente concesso di farlo, a condizione che una siffatta virtuosa decisione sia assunta*”, in particolare, “*con delibera assembleare a maggioranza qualificata, notificata a tutte le autorità di vigilanza degli Stati membri nei quali i suoi titoli siano quotati (art. 12, par. 2; opt-in statutario)*”. In tal senso, si esprime LENER, R., “*Basta passività, difendiamo l’italianità! L’OPA obbligatoria dinanzi alla crisi dei mercati*”, in *Analisi Giuridica dell’Economia*, Studi e discussioni sul diritto dell’impresa, 2009, pp. 53-66.

²¹⁷ Un’analisi approfondita del testo normativo rivela che l’uso del connettivo disgiuntivo “e/o” indica una separazione funzionale tra i due assiomi. Questa scelta, lungi dall’essere priva di significato, riflette l’intento del legislatore di consentire che la *passivity rule* la *breakthrough rule* possano essere adottate, in modo indipendente l’una dall’altra. In altri termini, uno Stato membro può decidere di applicare esclusivamente la regola di passività, senza dover necessariamente adottare quella di neutralizzazione, e viceversa. In tal modo si esprime a LENER, R., *op. ult. cit.*, p. 58. Nello stesso senso, ZOPPINI, A., “*L’Opa ostile: strumenti di difesa previsti dal Governo*”, dattil., dicembre 2008; DE GIOIA P. - CARABELLESE P., *op. ult. cit.*, p. 71. In particolare, quest’ultimo autore evidenzia come il quadro normativo delineato

In questo contesto, senza dubbio, la regola di “reciprocità” rappresenta un aspetto significativo della Direttiva 2004/25/CE, fungendo da contrappeso rispetto le precedenti enunciazioni. La clausola citata, formulata all’art. 12, paragrafo 3, prevede che “*gli Stati membri abbiano la facoltà di esonerare le società che adottano le regole di passività e/o neutralizzazione dalla loro applicazione, nel caso in cui queste ricevano un’offerta da una società che non adotta le stesse regole*”. In altre parole, se una società target si trova a fronteggiare un’offerta da parte di un *bidder*, il quale non applica le regole di passività e/o neutralizzazione, la clausola di reciprocità consente all’ente emittente di non considerare tali precetti, a condizione che l’assemblea di quella bersaglio abbia precedentemente autorizzato tali misure difensive. Oltre a ciò, il consenso, deliberato dal *board of shareholders*, deve avvenire non oltre i 18 mesi in relazione alla prima pubblicazione dell’offerta. Questo meccanismo di reciprocità è progettato al fine di mantenere un equilibrio competitivo tra le parti coinvolte, cercando di evitare il verificarsi di un importante vantaggio rispetto ad una specifica parte, mediante una regolamentazione favorevole, a discapito dell’altra. Di conseguenza, l’obiettivo principale consiste nel creare, tra il *bidder* e l’*issuer*, un “*level playing field*”, cioè un “livello di parità”, affinché la normativa applicabile non possa essere sfruttata in modo asimmetrico²¹⁸. In tale contesto, è previsto un doppio livello di *opt-in*²¹⁹: in primo luogo,

dall’art. 12, consente la creazione di numerose configurazioni legislative in ciascuno Stato membro. Questa legge si articola in quattro configurazioni principali: 1) l’applicazione della regola di passività, senza quella di neutralizzazione; 2) l’adozione della regola di neutralizzazione, senza quella di passività; 3) l’adozione simultanea di entrambe le regole; 4) l’assenza di entrambe le regole. L’adozione dell’*opt-in* statutario introduce ulteriori varianti per le strutture dei primi tre scenari, ampliando così il numero di combinazioni teoriche disponibili per ciascuno Stato. Queste opzioni variano in base all’adozione delle regole, in quanto possono essere applicate su base volontaria dalle società, anche se non obbligatoriamente imposte dagli Stati. Considerando che ciascuno di essi può adottare una delle composizioni sopra citate, il numero complessivo di configurazioni normative teoriche si moltiplica esponenzialmente, raggiungendo un totale di sette schemi per ciascuno dei 28 Paesi dell’UE. Dunque, questo schema normativo offre flessibilità, permettendo l’adattamento delle disposizioni alle esigenze nazionali, senza imporre una coerenza rigida tra le due regole.

²¹⁸ Per una trattazione più approfondita, è opportuno consultare studi come quello di MUCCIARELLI, F.M., “*Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull’opa*”, in *Giur. Comm.*, fasc. 6, 2005, pp. 830 e ss.; MALBERTI, C., “*The Italian Regulation of Tender Offers at 15: One Step Forward, but how Many Steps Back?*”, 2009, disponibile sul sito <http://www.ssrn.it>; RUSSI, L. - DELL’ANTONA, M., “*Offerte pubbliche d’acquisto: l’attuazione della direttiva 2004/25/CE da parte del legislatore delegato*”, 2008, disponibile sul sito <http://www.dircomm.it>.

²¹⁹ In tal senso si pronuncia LENER, R., *op. ult. cit.*, p. 58. Inoltre, appare di particolare rilievo l’osservazione avanzata dall’autore, il quale solleva una questione di non trascurabile importanza: “*E poi come funzionerebbe per la breakthrough rule lo sbandierato opt-in statutario?*”. L’interrogativo si radica nella complessa struttura normativa delineata dall’art. 12. Sebbene consenta alle società di adottare la regola di neutralizzazione tramite un meccanismo di “*opt-back in*” statutario, pone comunque un limite invalicabile. Secondo Lener, la previsione di tale assioma nello statuto sociale non può incidere sui patti

lo Stato membro è chiamato a decidere sull'introduzione della regola di reciprocità; successivamente, le singole società, con sede nel territorio di tale Stato, devono a loro volta stabilire se avvalersi di tale disposizione.

Dopo aver esaminato in dettaglio la normativa sovranazionale, è opportuno rivolgere l'attenzione all'ordinamento italiano e al suo approccio successivo all'entrata in vigore della Direttiva OPA. Innanzitutto, in fase di recepimento, il nostro legislatore, privo di criteri di delega specifici per l'attuazione, ha deciso di mantenere inalterato l'impianto normativo preesistente che regolava le *tender offers*, sin dalla promulgazione del Testo Unico nel 1998. Questo metodo conservativo rifletteva l'intento di preservare gli indirizzi normativi fondamentali, in quanto avevano guidato la disciplina delle OPA fino a quel momento. Tali principi ispiratori della normativa precedente erano concentrati sulla protezione degli azionisti di minoranza e sulla promozione della contendibilità del controllo societario²²⁰.

In dettaglio, il d.lgs. n. 229 del 19 novembre, del 2007 (attuato con la Legge delega n. 77 del 2007) aveva mantenuto l'obbligatorietà della regola della "*passivity rule*" (oppure "*board neutrality rule*"), la quale poteva essere superata solo con l'autorizzazione dell'assemblea. Il legislatore aveva deciso di mantenere il *quorum* del 30% per tale approvazione, nonostante la Direttiva non richiedesse esplicitamente tale previsione. Questa misura, generalmente, non solo conservava ma rafforzava la passività, poiché il consenso dei soci era necessario, anche per quelle già deliberate ma non ancora completamente attuate al momento dell'annuncio dell'OPA²²¹. Nondimeno, il Testo Unico, anche dopo l'attuazione della Direttiva, continuava a non prevedere alcunché rispetto agli "atti o operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta". Tuttavia, la Consob aveva integrato la previsione legislativa con indicazioni dettagliate già da tempo, attraverso una sua Comunicazione del 18 maggio 1999²²². Inoltre, l'art. 104, nella sua versione aggiornata, specifica che non hanno rilevanza le

parasociali, i quali, essendo esterni all'ambito statutario, restano immuni dall'applicazione delle norme interne. Pertanto, anche se un'impresa può scegliere di vincolarsi internamente alle regole di neutralizzazione, non può, tramite lo statuto, eliminare le disposizioni contenute nei patti parasociali, in quanto continuano a mantenere la loro efficacia.

²²⁰ In merito alla questione, si rinvia alla Relazione Illustrativa dello Schema di Decreto Legislativo di attuazione della Direttiva 2004/25/CE, presentata alle competenti Commissioni parlamentari il 18 settembre 2007 dal Ministro per i rapporti con il Parlamento e le riforme istituzionali.

²²¹ Art. 104 TUF, comma 1-ter (nuovo), introdotto con il d.lgs. del 2007. Si tratta della cosiddetta "*autorizzazione di conferma*".

²²² Si rinvia alla nota 175.

attività finalizzate alla ricerca di offerte concorrenti o ad altre operazioni alternative. D'altra parte, lo stesso d.lgs. n. 229 del 2007 ha introdotto l'art. 104-bis nel Testo Unico. Questo dettato normativo ha sancito l'implementazione della cosiddetta “*breakthrough rule*”, la quale si propone di limitare l'efficacia delle misure difensive preesistenti. Più precisamente, era previsto che, durante il periodo di offerta, le limitazioni al diritto di voto o al trasferimento delle azioni, stabilite nello statuto della società target²²³ o in patti parasociali, dovessero essere sospese. In pratica, il contenuto sostanziale era il medesimo rispetto a quello previsto ai sensi dell'art. 11, Dir. 2004/25/CE²²⁴. Inoltre, per le strategie adottate prima dell'assemblea successiva alla conclusione della *bid*, e purché l'offerente possedesse almeno il 75% delle azioni con prerogativa di voto, la regola estendeva l'inefficacia anche a vincoli al *voting right* e a diritti speciali eventualmente garantiti dallo statuto. Questo approccio ha rappresentato una netta deviazione dalle pratiche adottate da molti altri Stati dell'Unione. Questi ultimi, in virtù della facoltà concessa dalla Direttiva, hanno scelto di mantenere una maggiore discrezionalità nelle decisioni riguardanti le misure difensive, optando per una strategia di “*opt-out*” piuttosto che di “*opt-in*”²²⁵. Per di più, la disciplina preesistente già contemplava uno strumento simile ai sindacati di blocco, il quale prevedeva la facoltà di recesso per gli aderenti, in caso di OPA²²⁶. In aggiunta, il d.lgs. n. 229 del 2007 ha istituito l'art. 104-ter del Testo Unico, il quale ha introdotto la regola di reciprocità (cd. *reciprocity rule*)²²⁷. Ulteriormente, tale struttura

²²³ In questo contesto, si tratta di società italiane quotate, “*ad eccezione delle società cooperative*”.

²²⁴ Così SCIPIONE, L., “*La disciplina delle misure di contrasto all'Opa ostile, fra stabilità degli assetti azionari e contendibilità del controllo*”, in *Innovazione e Diritto*, 2008, pp. 18-35.

²²⁵ Cfr. Commission staff working document, “*Report on the implementation of Directive on Takeover Bid*”, Brussels, 2007, p. 268. In particolare, l'analisi rivela che, tra i Paesi ove hanno imposto la regola di passività come obbligatoria, figurano Austria, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Lettonia, Lituania, Malta, Portogallo, Regno Unito, Slovacchia, Slovenia, Svezia e Ungheria. Tutti questi hanno scelto di adottare una posizione rigida, assicurando che le limitazioni al diritto di voto e al trasferimento delle azioni non potessero essere alterate unilateralmente, durante il periodo di offerta. D'altro canto, Danimarca, Germania e Lussemburgo hanno optato per una maggiore flessibilità, delegando alle singole società la decisione circa l'applicazione del precetto appena citato. Questo approccio riflette una predisposizione verso una maggiore autonomia delle imprese, consentendo loro di adattare le misure difensive in base alle proprie esigenze strategiche. Per quanto riguarda la regola di neutralizzazione, Italia, Lettonia e Lituania hanno scelto di renderla obbligatoria. In contrasto, Austria, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Lussemburgo, Malta, Portogallo, Regno Unito, Svezia, Slovacchia, Slovenia e Ungheria hanno preferito rimandare la decisione alle imprese, permettendo loro di esercitare un'opzione di “*opt-in*”.

²²⁶ Si fa riferimento all'art. 123, comma 3, TUF, il quale recita: “*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*”. Per ulteriori dettagli, si rimanda al paragrafo successivo del presente scritto.

²²⁷ Art. 104-ter, comma 1, TUF, vigente dal 2007 fino al 28 novembre 2008: “*Le disposizioni di cui agli articoli 104 e 104-bis, commi 2 e 3, non si applicano in caso di offerta pubblica promossa da chi non sia*

normativa era consolidata dalla previsione per cui, nel caso di offerte pubbliche di acquisto dirette a società estere sottoposte alle disposizioni della Direttiva, non sarebbe stato possibile, in alcun modo, invocare la mancanza di reciprocità, poiché entrambi i precetti erano stati recepiti nell'ordinamento giuridico italiano²²⁸. Pertanto, il regime delle OPA, nel sistema italiano, appariva uno dei più trasparenti e meno protezionistici a livello europeo mediante il citato d.lgs. emanato nel 2007²²⁹.

In un contesto di crisi finanziaria globale, verso la fine del 2008, vengono drasticamente ridisegnate le priorità, a livello internazionale, sia economiche che normative. In tal senso, si assiste, da parte del legislatore italiano, a un deciso cambio di rotta²³⁰. Difatti, mediante il Decreto Legge n. 185/2008 (cd. Decreto Anti-Crisi), successivamente convertito con legge n. 2/2009, l'Italia ha modificato profondamente l'approccio fino ad allora adottato. Gli artt. 104, 104-bis e 104-ter del Testo Unico sono stati, in particolare, revisionati. Il legiferante, in linea con le scelte normative della maggior parte dei Paesi europei, ha deciso di abbandonare l'originario carattere imperativo relativo alle regole di passività e neutralizzazione, rendendole, al contrario e di fatto, facoltative. Questo *revirement* normativo ha così rappresentato un efficace allineamento in relazione alle esigenze di flessibilità previste nella prassi. Di conseguenza, le misure anti-scalata sarebbero state applicabili solo laddove l'emittente, mediante il proprio statuto, avesse esplicitamente previsto l'obbligo per i suoi amministratori di astenersi dal compiere talune operazioni, mirate a contrastare l'esito e l'obiettivo di una *tender offer*. Inoltre, solo in presenza di tale previsione statutaria, sarebbe stata garantita l'inefficacia delle restrizioni al trasferimento delle azioni o all'esercizio del diritto di voto²³¹.

Il TUF, mediante il nuovo testo previsto dall'art. 104, 1° comma, stabiliva che “*gli statuti*

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”.

²²⁸ In tal senso, si esprime ASSONIME, Comunicazione del 28 agosto 2007 in merito alla consultazione sullo Schema di Decreto Legislativo di Attuazione della Direttiva 2004/25/CE.

²²⁹ Si veda nota 227.

²³⁰ In base all'audizione del Presidente della Consob del 14 ottobre 2008 presso la sesta Commissione Finanze e Tesoro del Senato della Repubblica, “*La crisi finanziaria internazionale e i suoi riflessi sull'economia italiana*”, pag. 24, si assiste alla presa di posizione per cui, in tale periodo storico, molte società potevano essere vulnerabili agli attacchi ostili da parte di operatori stranieri, comunemente noti come “*raider*”.

²³¹ Sul punto si veda SHEARMAN & STERLING LLP, “*Società italiane quotate meno contendibili*”, 2008, pubblicato sul sito <http://www.shearman.com>; CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON LLP, “*Legge Opa - Il Governo rende opzionali la passivity rule e la breakthrough rule*”, 2008, pubblicato sul sito <http://www.cgsh.com>.

delle società italiane quotate possono prevedere che [...] si applichino le regole previste dai commi 1-bis e 1-ter”²³². Questa formulazione, soprattutto per quanto concerne la definizione di “società italiane quotate”, richiede un’attenta analisi, in quanto essa va interpretata alla luce dell’art. 101-bis, 1° comma, TUF²³³. Era evidente che il legislatore avesse inteso circoscrivere l’applicabilità di queste disposizioni esclusivamente alle società quotate in Italia, rafforzando il principio di territorialità nel contesto delle OPA. L’Autorità legislativa italiana aveva altresì rimosso la previsione del *quorum* qualificato del 30%, per le delibere volte ad approvare misure difensive in caso di *opt-in* statutario futuro. Questa decisione appariva coerente e giustificata dal nuovo contesto normativo, in quanto le complessità e le difficoltà associate al calcolo delle maggioranze, in una situazione caratterizzata da un mercato finanziario sempre più dinamico e fluido, rendevano tale previsione non più funzionale²³⁴. Un’altra modifica significativa riguardava la soppressione dell’obbligo di autorizzazione assembleare, per l’emissione di azioni con diritto di voto subordinato all’esecuzione di un’OPA²³⁵. Questo aggiornamento, il quale concerneva il vecchio comma 1-bis dell’art. 104 del TUF, si inseriva in un più ampio disegno normativo volto a semplificare e snellire le procedure societarie, riducendo gli oneri e le formalità richieste per l’adozione di tecniche difensive. La rimozione di queste disposizioni rispondeva alla necessità di offrire una maggiore libertà. Tale facoltà, sebbene potesse apparire come un allentamento delle tutele per gli azionisti di minoranza, d’altra parte era giustificata dalla volontà di rendere il mercato italiano più competitivo e attrattivo per gli investitori.

Per quanto attiene alle modifiche intervenute sulla *breakthrough rule* e sulla *reciprocity rule*, tali aspetti saranno oggetto di analisi nei paragrafi successivi.

La facoltà di modificare la disciplina delle misure difensive, introdotta con il decreto-legge 29 novembre 2008, n. 185, aveva sollevato una serie di preoccupazioni e critiche,

²³² Ovvero le cosiddette regole di passività.

²³³ Cfr. LENER, R., *op. ult. cit.*, p. 60.

²³⁴ L’eliminazione di tale requisito consente una maggiore agilità decisionale da parte delle società, in linea con l’obiettivo di facilitare la contendibilità del controllo societario. In questo senso, rileva GUACCERO, A., CIOCCA, N., *op. ult. cit.*, pp. 1317-1318. Secondo gli AA. “*mentre lo scopo originario della regola di passività era di intervenire sul funzionamento dell’assemblea chiamata a decidere sulle misure difensive, includendovi quelle che sono ordinariamente di competenza amministrativa, la funzione attuale è soltanto quest’ultima, cioè il solo spostamento delle decisioni amministrative in favore dell’assemblea*”. Ciò comporta “*una sostanziale contrazione della portata della regola*”.

²³⁵ Per ulteriori approfondimenti cfr. GATTI, M., “*Le azioni con voto subordinato all’effettuazione di un’opa e l’«autorizzazione di conferma»*”, in *Giur. comm.*, fasc. I, Giuffrè Editore, Milano, 2004, pp. 526 e ss.

spingendo ad una riflessione approfondita sulla necessità di un intervento normativo correttivo. Una parte della dottrina aveva osservato che la regola della passività, precedentemente considerata una protezione *standard* per gli azionisti, era stata ridotta ad una semplice eccezione (*passivity "exception"*)²³⁶, con un'evidente inversione di tendenza rispetto alla prassi consolidata. Un'altra voce critica aveva sottolineato di come la decisione di rendere opzionale la *passivity rule* rifletteva più una risposta emergenziale, piuttosto che una scelta ponderata²³⁷. L'azione legislativa, dunque, era stata contestata per la sua apparente inefficacia, nel bilanciare adeguatamente la protezione degli interessi delle imprese italiane, con quelli dei soci di minoranza. Nondimeno, il decreto in questione era stato giudicato come una misura eccessivamente rigida e, per alcuni aspetti, superflua, data la robustezza delle protezioni già in atto²³⁸.

In aggiunta a tutte queste osservazioni, nel luglio del 2009, durante l'esame parlamentare dello "schema di decreto legislativo recante disposizioni correttive al d.lgs. n. 229 del 2007", erano emersi dei pareri critici da parte della Commissione Finanze del Senato e Consob²³⁹. Quest'ultimi attori avevano sollecitato il Governo a riconsiderare il proprio intervento normativo. In primo luogo, la Commissione aveva invitato a ripristinare la disciplina previgente, in risposta alle preoccupazioni sollevate dalla comunità accademica e dagli operatori di mercato. In secondo luogo, vi era il rischio che il contesto italiano potesse perdere attrattiva per gli investitori internazionali. Tale esortazione è stata accolta dall'allora potere esecutivo italiano, il quale ha approvato il decreto legislativo n. 146 del 25 settembre 2009, noto come "Decreto Correttivo". Esso aveva stabilito l'efficacia delle

²³⁶ In tali termini, P. DE GIOIA - P. CARABELLESE, *op. ult. cit.*, pp. 78 e ss. Al contrario della dottrina maggioritaria, gli autori giudicano il decreto anti-crisi "lodevole". Per la relativa motivazione si rimanda al loro elaborato appena citato.

²³⁷ Così LENER, R., *op. ult. cit.*, p. 62. A tal proposito, l'A. ipotizza ulteriori critiche riguardo al decreto-legge 29 novembre 2008 n. 185. In *primis*, il legislatore, confrontandosi con l'isolamento crescente dell'Italia all'interno del panorama europeo per la sua posizione a favore della *passivity rule*, ha deciso di rivedere radicalmente il proprio approccio. Questo cambiamento di rotta potrebbe essere stato una reazione ad una possibile minaccia, percepita verso i nostri "campioni nazionali" dell'economia. Letteralmente, un'altra interpretazione critica suggerisce che "il legislatore abbia ritenuto opportuno, in un'ottica di *re-regulation tipica dei periodi di crisi*, "ingessare" il mercato per consentire poi interventi mirati e chirurgici su specifiche società quotate che necessitano di sostegno".

²³⁸ In questi termini CAPIELLO, S., *op. ult. cit.*, p. 233. Letteralmente, afferma che il decreto anti-crisi è stato "sostanzialmente superfluo", considerando il contesto fattuale in atto in quel momento. Infatti, l'A. completa la sua osservazione, sostenendo che "la significativa presenza nel caso italiano delle barriere difensive, rende alquanto esigua la possibilità di lancio e successo di un'o.p.a. ostile".

²³⁹ Cfr. il Resoconto sommario n. 102 del 29 luglio 2009 della VI Commissione permanente del Senato della Repubblica, disponibile sul sito ufficiale del Senato all'indirizzo <http://www.senato.it>. Per quanto riguarda la posizione dell'organo di vigilanza, si fa riferimento all' "Incontro annuale con il mercato finanziario", Discorso del Presidente Lamberto Cardia, Milano, 13 luglio 2009, p. 19.

nuove disposizioni a partire dal 1° luglio 2010, per consentire alle società di adeguare i propri statuti alle normative introdotte.

La disciplina della neutralizzazione è rimasta opzionale, mentre la regola dell'astensione dal contrasto all'OPA è stata ripristinata come norma di *default*, pur con la possibilità per i soci di optare per una deroga ("*opt-out*") parziale o totale. Questa scelta legislativa ha previsto una varietà di possibilità per le società quotate²⁴⁰, le quali ora devono decidere se mantenere la protezione legale (il cd. "modello legale") della passività oppure orientarsi per soluzioni diverse, comunicando le proprie decisioni alla Consob, agli altri organismi di vigilanza dei mercati europei ed al pubblico²⁴¹.

Questo complesso quadro normativo rappresenta, in larga misura, la disciplina vigente in materia di tecniche difensive anti-scalata. Tuttavia, è importante considerare alcune modifiche e proposte intervenute *medio tempore*. Tra queste, merita menzione il D.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, il quale, pur non alterando significativamente la sostanza della regola di passività, ha apportato una modifica al comma 2, art. 104 del TUF²⁴².

Di conseguenza, la normativa attualmente in vigore, comprensiva di questi recenti aggiornamenti, sarà considerata nei successivi paragrafi per spiegare ulteriori concetti.

3.3.3 Le difese preventive e la regola di neutralizzazione nella rinnovata prospettiva post-crisi

Fino a questo momento, l'analisi si è prevalentemente concentrata sull'esame delle difese "successive", cioè quelle messe in atto dalle società successivamente alla manifestazione di una *takeover* ostile, con particolare riguardo alla *passivity rule*. Questo principio è fondamentale nel contesto delle *post-bid defenses*, poiché garantisce che le decisioni prese in risposta a un'OPA siano validate e legittimate dalla volontà collettiva dei soci²⁴³.

²⁴⁰ Così VENTORUZZO, M., "*Un nuovo giro di giostra per la passivity rule*", 2009, pubblicato sul sito Internet <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1001316.html>. Si veda il suo commento.

²⁴¹ Questa soluzione è stata accolta dalla dottrina dominante. Ad esempio, ENRIQUES, L., "*La disciplina delle difese contro le OPA (e le non-OPA)*", in Riv. Dir. Soc., 2014, p. 136 considera la scelta adottata, come la più "ottimale" nel contesto attuale. Si consultino anche le argomentazioni di GILSON R.J., PACCES A.M., "*The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)*", in Harvard Business Law Review, 2014, pp. 85 e ss., per ulteriori approfondimenti sulla questione.

²⁴² Si stabilisce che "*l'avviso di convocazione relativo alle assemblee di cui al presente articolo è pubblicato con le modalità di cui all'articolo 125-bis entro il quindicesimo giorno precedente la data fissata per l'assemblea*".

²⁴³ Per esempio, una misura difensiva successiva tipica potrebbe essere l'adozione di un programma di

Tuttavia, il presente paragrafo si propone di trasferire il focus dell'indagine sulle difese di natura "preventiva", ossia quelle strategie adottate anticipatamente, prima ancora che si manifesti concretamente una minaccia di OPA ostile.

In tale contesto, un ruolo di primaria importanza è rivestito dalla regola di neutralizzazione, introdotta come meccanismo legislativo volto a limitare l'efficacia di determinate barriere "preventive" statutarie. Tali ostacoli, solitamente istituiti per consolidare il potere dell'azionista di maggioranza o del *board*, possono costituire un impedimento sostanziale alla riuscita di un'offerta di acquisto, compromettendo così la contendibilità del controllo societario. Queste tipologie di difese devono essere interpretate non solo come misure passive, ma come strumenti giuridici proattivi, con cui le società cercano di tutelarsi da tentativi di scalata ostile. Un esempio classico è rappresentato dall'adozione di clausole statutarie, le quali consolidano il potere dei soci di controllo, limitando i diritti di voto dei soci di minoranza o aumentando i *quorum* deliberativi per le decisioni più rilevanti. In quest'ottica, la *breakthrough rule* si pone come un argine normativo, impedendo l'uso indiscriminato di tali barriere, e imponendo la loro disattivazione in presenza di un'OPA. Questo meccanismo non solo tutela i diritti degli azionisti minoritari, bensì preserva anche l'integrità del mercato, cosicché le difese preventive non si traducano in un inaccettabile ostacolo alla libera circolazione del capitale.

Premesso ciò, è fondamentale sottolineare che una panoramica generale e i tratti essenziali relativi all'art.104-bis, introdotto con il decreto legislativo n. 229 del 2007, sono stati ampiamente trattati nel paragrafo precedente. L'analisi si era interrotta al momento dell'emanazione del decreto anti-crisi. In questa sezione, si esaminerà la regola di neutralizzazione, evidenziando gli sviluppi legislativi e le relative implicazioni.

In principio, in contrasto con la prassi prevalente in altri Stati membri dell'Unione Europea²⁴⁴, era stata introdotta come norma imperativa. La scelta di tale impiego si era rivelata controversa, poiché non aveva permesso di raggiungere l'obiettivo auspicato di rendere le società europee più contendibili, limitando, anzi, la capacità di adattamento

riacquisto di azioni. Dopo l'annuncio di un'OPA ostile, il *management* di una società potrebbe proporre un riscatto significativo dei propri titoli azionari sul mercato, al fine di ridurre la percentuale di capitale azionario in circolazione. Tuttavia, secondo la *passivity rule*, tale decisione non può essere implementata unilateralmente dal *board*.

²⁴⁴ Si rinvia alla nota 227.

della normativa alle esigenze di mercato²⁴⁵.

Tuttavia, il d.l. n.185 del 2008 e il successivo d.lgs. 146 del 2009 avevano rovesciato il quadro normativo, confermando la limitazione del precetto *ut supra* solo quando esplicitamente previsto dallo statuto²⁴⁶. Dunque, mentre il Decreto Correttivo del 2009 ha stabilito l'applicazione automatica della passività a tutte le società italiane quotate, salvo deroga statutaria; il principio ex art.104-bis, TUF, continua a richiedere una specifica disposizione dell'atto costitutivo per la sua attuazione, mantenendo così una regolamentazione più restrittiva rispetto alla prima. Questa limitazione ha alimentato il dibattito su quanto la regola di neutralizzazione possa effettivamente contrastare le barriere anti-scalata²⁴⁷, soprattutto considerando che i patti parasociali, sebbene vincolanti tra i soci, non influenzano direttamente le disposizioni statutarie²⁴⁸.

È utile rilevare che, se un ordinamento, come l'Italia fino al luglio 2010, avesse scelto di non applicare l'assioma in questione, avrebbe dovuto garantire alle clausole statutarie di neutralizzazione un'efficacia estesa, cioè un'operatività anche in contesti più ampi.

²⁴⁵ In questo senso, si rimanda a STELLA RICHTER, M. jr., *“A proposito della direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche di acquisto e dei suoi interpreti”*, in *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di G. FERRI jr e M. STELLA RICHTER jr, Milano, 2010, p. 6; MAGLIANO, R., *“La regola di neutralizzazione e le deviazioni dal principio di proporzionalità tra rischio e potere: ancora dubbi sulla compatibilità comunitaria della legislazione italiana sui poteri speciali”*, in *Dir. comm. internaz.*, fasc.1, 2010, p. 61.

²⁴⁶ La regola in esame è stata “statutarizzata”, in quanto la sua applicazione è subordinata all’inserimento nello statuto di una clausola espressamente prevista a tal fine. In tali termini si esprime MORELLO, A., *“Scalate ostili e misure difensive: dalla direttiva Opa al decreto 146/09”*, in *Soc.*, 2010, p. 158. Infatti, nell’art.104-bis della normativa previgente, in attuazione della Direttiva OPA, si legge: *“le disposizioni del presente articolo si applicano quando è promossa [...]”*. Al contrario, nella formulazione attuale, l’articolo recita: *“gli statuti delle società italiane quotate, diverse dalle società cooperative, possono prevedere che [...]”*. La scelta lessicale “possono prevedere” è cruciale in questo contesto.

²⁴⁷ Anzi, secondo una parte della dottrina, ad esempio ANGELILLIS A. - MOSCA, C., *“Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della commissione europea”*, in *Riv. Soc.*, 2007, p. 1162, l’adozione della regola ex art. 104-bis del TUF ha comportato *“un abbassamento della qualità della disciplina vigente in Italia anteriormente al recepimento della direttiva”*. In altre parole, Angelillis e Mosca sostengono che il legislatore italiano, con la sua scelta, abbia perso l’opportunità di elevare la qualità della normativa. Optando per un approccio più rigido e meno flessibile, ha invece rischiato di innescare un fenomeno di *“race to the bottom”*, in cui gli standard normativi si riducono, rendendo le regole meno efficaci e più vulnerabili a manipolazioni da parte di chi cerca di eluderle.

²⁴⁸ La scelta legislativa in oggetto, mantenendo la regola di neutralizzazione, ha risolto un complesso problema giuridico: se essa fosse stata applicata in modo universale, si sarebbe potuto verificare un conflitto con le restrizioni previste dai patti parasociali. Quest’ultimi, infatti, possiedono un valore extra-associativo e vincolano esclusivamente i soci che li sottoscrivono. Al contrario, una clausola statutaria di *breakthrough rule*, sebbene influenzi direttamente gli assetti societari, si applica solo ai soci che l’hanno accettata. Pertanto, limitando l’efficacia del principio alla previsione statutaria, si evita che essa possa annullare le limitazioni stabilite dai patti parasociali, garantendo così che queste continuino a vincolare le parti interessate. Questa osservazione risolve il problema di una potenziale sovrapposizione normativa. Sul punto si veda OPROMOLLA, G., *“La nuova normativa italiana sulle opa e le misure difensive contro le Opa ostili. Cosa cambia?”*, in *Soc.*, 2007, p. 1441.

La disciplina in esame trova applicazione esclusivamente nel contesto delle OPA e OPS, aventi ad oggetto titoli emessi da società italiane quotate, escludendo pertanto le società cooperative²⁴⁹. La norma distingue chiaramente tra le misure di neutralizzazione applicabili durante il periodo di offerta e quelle efficaci successivamente alla conclusione di tale lasso di tempo. Nel primo caso²⁵⁰, le restrizioni statutarie al trasferimento dei titoli, come le clausole di prelazione o di gradimento, sono dichiarate inefficaci nei confronti dell'offerente (comma 2, art. 104-bis TUF)²⁵¹. È importante notare che il regolamento di Borsa Italiana impedisce l'ammissione a quotazione di titoli non liberamente cedibili. Pertanto, la neutralizzazione prevista si applica prevalentemente a titoli non quotati di società comunque quotate²⁵². Inoltre, nel contesto dell'assemblea convocata per adottare

²⁴⁹ L'esclusione riguarda, sostanzialmente, le banche popolari quotate. Quindi le banche cooperative e quelle del credito cooperativo.

²⁵⁰ Il secondo comma dell'art. 104-bis del Testo Unico recita: *"nel periodo di adesione all'offerta [...]"*.

²⁵¹ Per quanto riguarda la clausola di prelazione, si veda, in merito, la Circolare Assonime n. 28 del 1985, pubblicata in Riv. Soc. 1985, pag. 324, in quanto specifica come *"non possono ritenersi liberamente trasferibili le azioni di un società il cui statuto contenga clausole per effetto delle quali l'azionista, che intenda alienare le sue azioni, debba offrirle agli altri soci e possa venderle ad altri soltanto in mancanza di tempestivo esercizio del diritto di preferenza a quelli attribuito"*.

Invece, la riflessione sulla circolazione delle azioni e sul ruolo delle clausole di gradimento nella normativa italiana ha subito significative evoluzioni nel tempo, come evidenziato dalla dottrina e dalla giurisprudenza. La questione centrale ruota attorno alla compatibilità e all'efficacia di esse, rispetto alle modifiche legislative introdotte dalla legge e dalle riforme successive. In origine, la legge n. 281 del 1985, all'art. 22, dichiarava inefficaci tali disposizioni di mero gradimento, considerando che esse potessero realizzare l'interesse del gruppo di controllo, ostacolando tentativi di scalata a discapito della libertà di trasferimento delle azioni da parte dei singoli soci. Tuttavia, la giurisprudenza non aveva una posizione uniforme sul tema. Diverse decisioni, le quali formano l'orientamento maggioritario, come quelle della Cass. 15 maggio 1978, n. 2365, in Giur. Comm. 1978, II, p. 639; Cass. 25 ottobre 1982, n. 5567, in Giur. Comm. 1983, II, p. 153; Cass. 20 luglio 1995 n.7890, in Soc. 1996, p.155 avevano confermato la validità di clausole che subordinavano la vendita delle azioni al gradimento degli organi sociali, purché fosse previsto un obbligo per la società di trovare altri acquirenti graditi. Questi giudizi, in particolare la Cass. 20 luglio 1995 n.7890, affermavano che *"le clausole di gradimento servivano a proteggere l'interesse sociale, impedendo l'ingresso di individui o gruppi potenzialmente dannosi per la società"*. Sul punto si osserva MAGLIANO, R., *op. ult. cit.*, p. 61. Nondimeno, la legge di riforma del 2003 ha apportato modifiche significative. In particolare, l'art. 2355-bis del c.c., come modificato dal Decreto Legislativo n. 6/2003, ha ampliato lo spazio per l'autonomia statutaria, consentendo alle imprese di adottare clausole di gradimento, le quali prevedono l'obbligo di acquisto da parte della società o di altri soci, qualora un socio desideri trasferire le sue azioni. Tuttavia, nonostante l'apertura normativa, la normativa pre-esistente ed i principi giurisprudenziali hanno continuato a influenzare la regolamentazione di queste clausole. In effetti, le modifiche hanno mirato a garantire una protezione adeguata agli interessi dei soci, evitando che tali prescrizioni possano essere utilizzate per bloccare arbitrariamente la circolazione delle azioni o per realizzare interessi di controllo non giustificati. Per ulteriori riflessioni si rimanda ad ANGELICI, C., *"La circolazione della partecipazione azionaria"*, in Trattato Colombo - Portale, Torino, 1991, p. 186; LIBONATI, B., *"Clausola di gradimento e appello al risparmio diffuso"*, in Riv. Dir. Comm., 1983, p. 232; COTTINO, G., *"Circolazione delle azioni e clausola di gradimento nel progetto di riforma delle società di capitali"*, in Riv. Soc., 1966, p. 344. Consultare, inoltre, la Relazione al decreto legislativo n. 6 del 2003, in quanto illustra le motivazioni alla base delle modifiche apportate all'art. 2355-bis, evidenziando l'intento legislativo di ampliare la libertà statutaria, e garantendo adeguate tutele sia per i soci che per i terzi.

²⁵² In tal senso, letteralmente, FERRARA, F., CORSI, F., *"Gli imprenditori e le società"*, Giuffrè Editore, Milano, 2009, p. 898.

strategie di difesa contro una *tender offer*, le eventuali restrizioni al diritto di voto, sia quelle previste nello statuto societario sia quelle contenute in patti parasociali, stipulate dopo l'entrata in vigore del decreto legislativo n. 229 del 2007, sono dichiarate inefficaci nei confronti dell'offerente. Questa disposizione normativa mira a garantire che gli azionisti possano esprimere liberamente la loro preferenza, senza essere vincolati da limitazioni che influenzino la loro decisione sull'offerta in corso²⁵³.

La questione sollevata dal disposto ha stimolato un ampio dibattito dottrinale, sui vincoli e le implicazioni della creazione di categorie speciali di azioni, secondo quanto previsto ai sensi dell'art. 2351 del c.c.²⁵⁴. Queste tipologie, in quanto potenzialmente dotate di una funzione antiscalata, potrebbero influenzare significativamente le dinamiche di controllo ed acquisizione delle società quotate. La riforma del diritto societario, con particolare riferimento al Decreto Legislativo n. 37/2004, ha ampliato le possibilità di emissione di tali titoli, anche nelle imprese a capitale diffuso²⁵⁵. Questo non implica necessariamente un divieto della loro creazione, piuttosto comporta una regolamentazione mirata, il quale tenta di armonizzare questi strumenti all'interno di un quadro giuridico specifico²⁵⁶.

Nel secondo caso, ovvero successivamente alla conclusione dell'offerta, entra in gioco il terzo comma dell'art.104-bis del TUF. Quest'ultimo stabilisce che, qualora l'offerente, "al termine della *bid*", raggiunga una partecipazione pari ad almeno il 75% del capitale con diritto di voto, le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto od imposte da patti parasociali, così come i diritti speciali riguardanti la nomina o la revoca degli

²⁵³ In particolare, come osservato da ROSATI, E., *op. ult. cit.*, p. 567, la regola di neutralizzazione consente un trasferimento di controllo, il quale non si basa esclusivamente sull'acquisizione di una partecipazione significativa da parte dell'offerente. In tal senso, emerge dall'A. una riflessione lungimirante e di grande impatto. Si potrebbe infatti argomentare, con decisione, che l'adozione di tale norma permette, infatti, di realizzare un cambiamento di controllo anche attraverso la modifica forzata dello statuto della società e la conseguente inefficacia degli accordi preesistenti tra soci o tra soci e società.

²⁵⁴ Per un'analisi di tale dibattito, cfr. GATTI, M., "*Opa e struttura del mercato del controllo societario*", in *Giur. comm.*, Giuffrè Editore, Milano, 2004, p. 337; TOMBARI, U., "*Le categorie speciali di azioni nella società quotata*", in *Quaderni Cesifin, La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio*, a cura di U. Tombari, Torino, 2007, p. 77.

²⁵⁵ In particolare, sono rilevanti gli artt. 104, comma 1-bis; 105, commi 2 e 3; 106, comma 2; 107, comma 1; e 108, comma 2.

²⁵⁶ È importante notare che, secondo l'art. 104, comma 1-bis del Testo Unico, le azioni assegnate a soggetti strettamente legati all'azionista di controllo possono comportare una significativa diluizione per un potenziale offerente. Questo avviene, soprattutto, se il diritto di voto di tali azioni dipende da eventi collegati al cambiamento della *governance* societaria. Di conseguenza, l'offerta pubblica potrebbe essere meno vantaggiosa. In tal contesto, l'art. 104-bis si applica al fine di neutralizzare l'effetto di tali categorie speciali di azioni. Tuttavia, una volta conclusa la *bid*, tali particolari azioni possono continuare ad esercitare una funzione di protezione per la supervisione esistente.

amministratori o dei componenti del consiglio di sorveglianza²⁵⁷, diventano inefficaci nella prima assemblea generale successiva alla conclusione dell'offerta. Ciò permette al *bidder*, ora in possesso di una partecipazione maggioritaria, di avere la facoltà di designare nuovi membri del *board of directors* e di modificare lo statuto sociale dell'emittente. L'intento della norma è di facilitare la transizione di controllo dopo l'acquisizione, evitando che gli strumenti statutari e parasociali possano ostacolare il processo di integrazione e ristrutturazione societaria^{258 (259)}.

Ai sensi del quinto comma dell'art. 104-bis del TUF, è prevista una compensazione pecuniaria per i soci che subiscono un pregiudizio patrimoniale a seguito dell'applicazione della *breakthrough rule*. Dunque, se la neutralizzazione impedisce l'esercizio di diritti preesistenti e riconosciuti come validi "prima della comunicazione dell'intenzione di lanciare l'offerta", l'offerente è obbligato a corrispondere un equo indennizzo. Ad esempio, se un socio detiene un diritto speciale di nominare la maggioranza degli amministratori ed esso viene bloccato dalle disposizioni di neutralizzazione, il *bidder* dovrà compensare il socio per il danno patrimoniale subito.

²⁵⁷ È importante specificare che, nel sistema dualistico, diversamente da quanto potrebbe sembrare da una lettura superficiale del terzo comma dell'art. 104-bis, la nomina dei componenti del consiglio di gestione non spetta all'assemblea, bensì al consiglio di sorveglianza. Tale disposizione è chiaramente sancita dall'art. 2409-novies c.c., il quale recita: "*fatta eccezione per i primi componenti, che sono nominati nell'atto costitutivo, e salvo quanto disposto dagli artt. 2351, 2449 e 2450, la nomina dei componenti del consiglio di gestione spetta al consiglio di sorveglianza, previa determinazione del loro numero nei limiti stabiliti dallo statuto*". Dunque, si ribadisce che, nel modello duale, il potere di designazione e revoca dei componenti del consiglio di gestione è esclusivamente attribuito all'organo di supervisione, a conferma della netta separazione tra le funzioni di gestione e controllo. Pertanto, ogni riferimento normativo che attribuisca tale prerogativa ai soci risulta privo di fondamento giuridico e rappresenta, come osservato in dottrina, un evidente "*lapsus legislativo*". Così FERRARA, F., CORSI, F., *op. ult. cit.*, p. 899, nota n. 7. Tale svista legislativa, se non adeguatamente compresa e corretta, potrebbe generare ambiguità applicative e compromettere la coerenza del sistema dualistico di *governance* societaria. Pertanto, in sede interpretativa, è indispensabile adottare un approccio rigoroso, conforme alla *ratio legis*, per assicurare il rispetto e la corretta attuazione della struttura organizzativa, delineata sia dallo statuto societario che dalla legge.

²⁵⁸ La protezione normativa offerta dalla disciplina è limitata e condizionata: "*se l'offerente non raggiunge il 75% del capitale con diritto di voto, le restrizioni statutarie e parasociali rimangono in vigore, permettendo al socio di maggioranza di mantenere il controllo con una partecipazione superiore al 25%*". V. ANGELILLIS A., MOSCA, C., *op. ult. cit.*, pp. 1106 e ss.

²⁵⁹ Per fornire un'adeguata contestualizzazione normativa, è utile precisare che, in virtù del comma 3 dell'art. 3 del d.l. n. 332/1994, convertito dalla Legge 30 luglio 1994, n. 474, modificato dal d.l. n. 229/2007, le clausole statutarie, le quali stabiliscono limiti al possesso azionario, decadono. Questo avviene se, a seguito di un'OPA, l'offerente raggiunge una partecipazione pari almeno al 75% del capitale con diritto di voto. In generale, al primo comma, l'art. 3 del d.l. 332/1994 consente "*alle società operanti in settori strategici come difesa, sicurezza nazionale, energia, trasporti, comunicazioni e pubblici servizi, nonché alle banche e imprese assicurative controllate dallo Stato o da enti pubblici, di introdurre limiti statuari al possesso azionario, con un massimo del 5% per singolo socio o gruppo di appartenenza*". In questa ottica, il legislatore ha inteso bilanciare gli interessi degli azionisti pubblici e privati, permettendo una maggiore flessibilità nei processi di acquisizione delle società privatizzate, invero solo al verificarsi di determinate condizioni. In questo senso cfr. MAGLIANO, R., *op. ult. cit.*, p. 61.

Tuttavia, la normativa non specifica i criteri per determinare il pregiudizio subito, demandando tale valutazione alle parti coinvolte. In caso di mancato accordo, l'avente diritto potrà ricorrere in giudizio per la quantificazione del danno, ove il giudice è chiamato a determinare l'indennizzo "in via equitativa"²⁶⁰. Di conseguenza, questa scelta riflette la convinzione che le controparti coinvolte siano meglio equipaggiate, al fine di comprendere l'effettiva entità della perdita finanziaria patita. Ciò evita di stabilire criteri rigidi e predeterminati, i quali potrebbero non adattarsi alle diverse circostanze concrete. Tale flessibilità è considerata necessaria, in considerazione della varietà di circostanze che possono emergere nel contesto delle OPA e delle particolari dinamiche societarie²⁶¹.

Infine, il principio di compensazione trova diretta applicazione nei meccanismi di ristrutturazione d'impresa. In questo contesto, si stabilisce che ogni modifica dei termini di esercizio dei diritti dei soci e dei creditori, che non si limiti a un mero riallineamento tra forma e sostanza, bensì comporti una significativa alterazione qualitativa degli stessi, debba essere accompagnata da un adeguato risarcimento.

Ad esempio, in caso di ristrutturazione, l'assegnazione coattiva di partecipazioni sociali ai titolari dei crediti in sostituzione degli stessi o l'esclusione dei soci dalla compagine sociale devono rispettare il principio dell'invarianza economica. Se essa non viene rispettata, si configura una violazione del diritto di proprietà, la quale richiede una compensazione economica, al fine di ristabilire l'equilibrio patrimoniale. In entrambi i casi, sia nell'applicazione della regola di neutralizzazione che nelle operazioni di riorganizzazione, l'ordinamento giuridico tutela il possesso legale, non nella sua forma qualitativa, ma nella sua sostanza economica²⁶².

²⁶⁰ In base a quanto previsto dal comma quinto dell'art. 104-bis del Testo Unico, si dispone che: "*in mancanza di accordo, l'ammontare dell'indennizzo eventualmente dovuto è fissato dal giudice 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*".

²⁶¹ Così, ANGELILLIS, A., MOSCA, C., *op. ult. cit.*, pp. 1106 e ss.

²⁶² Per ulteriori approfondimenti, in merito alla salvaguardia del diritto di proprietà nelle situazioni di crisi d'impresa, si rimanda a DONATI, I., "*Crisi d'impresa e diritto di proprietà. Dalla responsabilità patrimoniale all'assenza di pregiudizio*", in *Rivista delle Società*, fasc. 1, 2020, p. 164; ENRIQUES, L., ZORZI, A., "*Spunti in tema di rimedi risarcitori contro l'invalidità delle deliberazioni assembleari*", in *Riv. dir. comm.*, 2006, p. 1; ANGELICI, C., "*La società per azioni*", in *Principi e problemi*, Milano, 2012, p. 73.

3.3.4 La reciprocità come strumento di resistenza nelle manovre difensive contro le OPA

La clausola di reciprocità, concepita per riequilibrare le asimmetrie normative tra giurisdizioni diverse, garantisce un terreno di giuoco equo. Essa permette alle società target di adottare misure difensive contro offerte provenienti da entità non soggette alle stesse disposizioni, come la “*passivity rule*” e la “*breakthrough rule*”. Tale strumento si integra così in un quadro normativo più ampio, collaborando con altre disposizioni e clausole contrattuali per una protezione complessiva.

Innanzitutto, come delineato nei paragrafi precedenti, la regola in questione è stata introdotta per recepire la Direttiva OPA, in particolare l’art. 12, paragrafo 3. Come risultato, è stata inserita nel TUF la nuova disposizione dell’art. 104-ter, a partire dal 28 dicembre 2007, attraverso il decreto legislativo n. 229 del 19 novembre 2007. In seguito, il dettato normativo è stato successivamente aggiornato: inizialmente con l’art. 13 del decreto-legge n. 185 del 2008, convertito nella legge n. 2 del 28 gennaio 2009, e successivamente, con effetto dal 1° luglio 2010, dall’art. 1 del decreto legislativo n. 146 del 25 settembre 2009. Il dettato sovranazionale in esame consente agli Stati membri di derogare all’applicazione di alcune disposizioni. In particolare, tale facoltà riguarda le norme relative al principio di neutralità e alla regola di neutralizzazione per le società aventi sede nel loro territorio. Facendo riferimento alle osservazioni emerse in sede eurocomunitaria, risultava di particolare rilievo considerare quelle espresse dalla Commissione Europea. Quest’ultima, pur riconoscendo l’importanza del progetto comunitario, aveva espresso riserve e formulato critiche in merito all’adozione della clausola di reciprocità. Tuttavia, la sua implementazione era stata stabilita come condizione necessaria (*conditio sine qua non*) dagli Stati membri e dal Parlamento Europeo per l’approvazione complessiva della Direttiva, poiché uno degli obiettivi principali era la protezione delle società nel contesto delle OPA transfrontaliere. Nonostante ciò, la citata Legge attribuiva una notevole flessibilità a questi paesi, i quali potevano decidere se applicare la reciprocità e, in caso affermativo, se permettere alle imprese di avvalersene (*opt-in* statutario)²⁶³. In particolare, a quest’ultime, situate negli

²⁶³ Questo “*duplici livello di libertà*” consente una personalizzazione delle norme, a seconda delle specifiche esigenze nazionali e delle strategie societarie locali. Tale espressione la ritroviamo nello scritto

Stati dell'UE che non applicano le norme anti-difesa, veniva concessa la facoltà di adottare tali misure mediante apposite disposizioni statutarie. Tale possibilità era volta a garantire loro una posizione competitiva nelle operazioni di acquisizione. Ciò implicava che una società, avente sede in un paese che non avesse adottato gli strumenti di protezione previsti dalla Direttiva, potesse comunque introdurre clausole di reciprocità nel proprio statuto. In tal modo, essa garantiva la facoltà di difendersi da eventuali offerte ostili. Tali disposizioni dell'atto costitutivo potevano includere strategie come l'adozione di diritti di voto speciali, l'implementazione di meccanismi di protezione per i dirigenti o la creazione di piani di *stock option*, con condizioni particolarmente favorevoli in caso di *takeover*. D'altro canto, un'impresa che avesse inteso partecipare come offerente e acquisire credibilità per future operazioni di scalata, doveva prestare particolare attenzione alle normative anti-difesa vigenti. Era essenziale che tenesse in considerazione le disposizioni del paese in cui la società target aveva la propria sede.

Qualora l'ordinamento della società offerente non preveda misure di protezione comparabili, questa potrebbe trovarsi in una posizione di svantaggio. Tale situazione risulterebbe particolarmente critica rispetto ai concorrenti che beneficiano di normative più favorevoli. In tal senso, il *bidder* deve garantire che il proprio sistema regolatorio contempli dispositivi di tutela idonei, al fine di evitare gli effetti delle eventuali clausole difensive adottate dalle società target²⁶⁴. L'allineamento delle normative, tra le parti coinvolte in un'operazione di *takeover*, evidenzia la rilevanza di una pianificazione strategica accurata. Di conseguenza, ricorrendo ad una consulenza giuridica approfondita, si possono navigare le complessità delle regolazioni anti-OPA, ottimizzando così la posizione competitiva nel mercato.

Dunque, la *reciprocity rule* si configura come uno strumento fondamentale nelle attività di acquisizione transfrontaliere, poiché consente alle società di proteggersi da offerte ostili provenienti da ordinamenti privi delle stesse norme di protezione.

Inoltre, va sottolineato che la clausola di reciprocità non si applica esclusivamente alle operazioni transfrontaliere, bensì rileva anche nelle acquisizioni tra società appartenenti al medesimo Stato, specialmente laddove quest'ultimo abbia deciso di non adottare le

di MUCCIARELLI, F., "Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'OPA", in *Giurisprudenza commerciale*, fasc. 6, 2005, pp. 830-845.

²⁶⁴ Sul punto cfr. BECHT, M., "Reciprocity in takeovers", in *Reforming company and takeover law in Europe*, a cura di Ferrarini-Hopt-Winter-Wymeersch, Oxford, 2004, p. 661.

norme anti-difesa²⁶⁵. In tali circostanze, un'impresa ha facoltà di introdurre nel proprio statuto clausole che replicano le previsioni di protezione, fornendo una tutela interna in linea con le disposizioni di ordinamenti più favorevoli.

Guardando più nel dettaglio la normativa presente nel Testo Unico, al primo comma, art. 104-ter, si legge *“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”*²⁶⁶. Secondo tale dettato normativo, viene introdotto un regime “opzionale” riguardo all’applicazione degli artt. 104 e 104-bis del Testo Unico²⁶⁷. In altre parole, se l’offerente o una società controllante non sono soggetti alle stesse norme di protezione applicabili all’emittente, quest’ultimo può escludere l’osservanza delle disposizioni sulla passività e neutralizzazione, normalmente applicabili. Ciò consente al primo attore di procedere con l’acquisizione senza le usuali limitazioni delle misure difensive, purché egli non sia vincolato da regolamenti di protezione equivalenti.

Dal punto di vista sistematico, la configurazione comunitaria proposta non differiva sostanzialmente da una situazione priva di regolamentazione armonizzata, giacché non imponeva un’applicazione uniforme delle disposizioni tra i vari Stati membri. Dunque, il principio organizzativo predominante sarebbe stato caratterizzato da una significativa autonomia statutaria, lasciando agli ordinamenti nazionali una larga libertà nel determinare le proprie norme interne riguardanti le OPA²⁶⁸.

Le modifiche normative, introdotte dal Decreto anti-crisi, hanno inciso significativamente

²⁶⁵ Per ulteriori approfondimenti v. MUCCIARELLI, F., *op. ult. cit.*, pp. 830-845.

²⁶⁶ Deve essere precisato che, relativamente alla formulazione del primo comma dell’art. 104-ter del TUF *“ovvero da una società o ente da questi controllata”*, *“se l’offerta proviene da una società non quotata, non si può invocare il principio di reciprocità a meno che l’offerente non sia, a sua volta, controllato da entità quotate”* (così SCIPIONE, L., *“La disciplina delle misure di contrasto all’Opa ostile, fra stabilità degli assetti azionari e contendibilità del controllo”*, in *Innovazione e Diritto*, 2008, pp. 18-35).

²⁶⁷ Rispettivamente la *passivity rule* e la *breakthrough rule*.

²⁶⁸ Questa impostazione è stata criticata severamente da BECHT, M., *op. ult. cit.*, pp. 647 e ss. Inoltre, questa soluzione europea emerge come un risultato di compromesso politico, sancito nel documento del Consiglio del 28 novembre 2003, dal titolo *“Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on takeover bids - General Approach”*, (Interinstitutional File 2002/0240 COD). Sul tema della configurazione adottata a livello comunitario, si consulti SCIPIONE, L., *op. ult. cit.*, pp. 18-35, nota 24. In tale studio, l’Autore osserva che *“la soluzione adottata nella stesura finale della Direttiva promuove inequivocabilmente atteggiamenti protezionistici e le conseguenti ritorsioni. Questo assetto si discosta nettamente dalle necessità di “reciprocità” e di “simmetria” tra i diversi ordinamenti nazionali”*.

sulla disciplina del principio di reciprocità. Rispetto alla versione originaria del disposto in questione, è stato abrogato il secondo comma dell'art. 104-ter, il quale estendeva l'applicazione di tale clausola anche alle regole per l'approvazione delle delibere assembleari²⁶⁹. In questo contesto, l'emittente poteva deliberare tecniche anti-takeover secondo i *quorum* ordinari previsti dal Codice civile (in particolare gli artt. 2368 e 2369 c.c.) per le assemblee ordinarie e straordinarie, senza disapplicare l'art. 104. Questo cambiamento si inserisce in un ambito più ampio di semplificazione normativa e di adeguamento alla disciplina europea, il quale ha visto, tra l'altro, l'eliminazione del *quorum* del 30% in tema di *passivity rule*. In aggiunta, le modifiche hanno rimosso la necessità di una delibera assembleare "straordinaria" specifica per l'autorizzazione delle misure difensive. È ora possibile adottare tali misure tramite "una delibera assembleare generica, purché emanata almeno diciotto mesi prima della comunicazione dell'intenzione di promuovere l'offerta, ai sensi dell'art. 102, comma 1, TUF" (art. 104-ter, comma 4)²⁷⁰. Tuttavia, quest'ultima disposizione continua a prevedere, sebbene in termini meno espliciti, che tali strategie siano espressamente autorizzate dal *board of shareholders* entro un termine specifico²⁷¹, al fine di garantire la trasparenza e la prevedibilità nelle operazioni societarie. Di conseguenza, l'eliminazione del requisito del *quorum* del 30% e la conseguente abrogazione del secondo comma dell'art. 104-ter sembrano, dunque, orientate a semplificare il quadro normativo, riducendo gli ostacoli formali per l'adozione di misure difensive da parte delle società emittenti. Peraltro, questa razionalizzazione non deve far trascurare le conseguenze pratiche di tale assetto, il quale potrebbe potenzialmente favorire l'adozione di strategie in un contesto meno trasparente e meno rigidamente regolato, con possibili implicazioni sul piano della contendibilità del

²⁶⁹ Il previgente secondo comma dell'art. 104-ter del TUF regolava il caso di "equivalenza parziale" nell'applicazione della *passivity rule*. Tale situazione si verificava quando l'offerente, pur applicando la regola, faceva deliberare la propria assemblea con *quorum* meno rigorosi, rispetto a quelli previsti dall'art. 104, comma 1, TUF. In questi termini, si osserva SCIPIONE, L., *op. ult. cit.*, pp. 18-35.

²⁷⁰ Cfr. IOCCA M.G., FERRETTI R., "Le offerte pubbliche di acquisto a venti anni dal Testo Unico della Finanza (*Tender Offers in Italy Twenty Years After the Unified Finance Law*)", in CEFIN Working Papers, n. 82, gennaio 2021, p. 10; MUCCIARELLI, F., *op. ult. cit.*, pp. 830-845.

²⁷¹ In questo senso, si legga la critica di ANNUNZIATA, F., "La disciplina del mercato mobiliare", Torino, 2017, pp. 400-401. In tale scritto si evidenzia come il dettato normativo rimanga oscuro, riguardo alla tipologia di assemblea da convocare, ai sensi del quarto comma dell'art. 104-ter del TUF. Considerando, tra l'altro, l'incertezza accentuata dal medesimo comma, in quanto stabilisce che "l'autorizzazione prevista dal presente comma è tempestivamente comunicata al mercato secondo le modalità previste dalla Consob con regolamento". Tuttavia, senza specificare in modo chiaro le modalità o i requisiti procedurali necessari per tale comunicazione.

controllo societario²⁷².

Praeterea, la disposizione esaminata introduce una significativa specificazione al terzo comma, recitando che “*la Consob, su istanza dell’offerente o della società emittente ed entro venti giorni dalla presentazione di questa, determina se le disposizioni applicabili ai soggetti di cui al comma 1 siano equivalenti a quelle cui è soggetta la società emittente. La Consob stabilisce con regolamento i contenuti e le modalità di presentazione di tale istanza*”. Dunque, la verifica della conformità delle disposizioni cui è soggetto l’offerente, qualora venga richiesta, è di competenza esclusiva della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. Tale valutazione riveste un’importanza cruciale nel contesto normativo vigente, poiché essa determina se il *bidder* possa legittimamente avvalersi della disapplicazione delle norme di protezione previste. Restano, tuttavia, dubbi significativi riguardo al tipo di giudizio di equivalenza che l’Autorità di vigilanza è chiamata ad emettere. In altre parole, vi è incertezza se tale analisi debba essere di natura strettamente “letterale”, limitandosi ad un’interpretazione formale e testuale delle disposizioni applicabili. Oppure, potrebbe risultare più appropriato adottare un approccio di tipo “sostanziale”, comportando un apprezzamento approfondito e contestuale del contenuto e degli effetti delle misure in esame²⁷³. Nel primo senso, la lettura si concentra sulla corrispondenza superficiale tra le disposizioni del diritto estero e quelle nazionali, senza considerare il contesto operativo e le reali implicazioni degli interventi. Questo percorso metodologico potrebbe risultare inadeguato, qualora le disposizioni normative estere presentassero differenze sostanziali rispetto a quelle italiane, non rilevabili attraverso una mera lettura formale. D’altro canto, un esame “sostanziale” implica una valutazione che va oltre il testo dei precetti, considerando l’efficacia pratica e l’impatto reale delle misure protettive²⁷⁴. Il dubbio, circa quale metodo adottare, riflette la necessità

²⁷² La nuova disposizione solleva questioni interpretative complesse e, come suggerisce LAMANDINI, l’introduzione della clausola di reciprocità potrebbe rappresentare una sorta di “illusione ottica”, destinata a dissolversi in caso di contenzioso giudiziale o procedura di infrazione comunitaria. Si veda in proposito: LAMANDINI, M., “*Legiferare “per illusione ottica”?* OPA e reciprocità italiana”, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2008, pp. 240-244. In senso contrario, nella Relazione Illustrativa allo schema del Decreto Legislativo n. 229 del 19 novembre 2007, è esplicitamente indicato che la disposizione in questione riveste un’importanza cruciale, garantendo una regolazione uniforme e coerente in un contesto caratterizzato da variabilità normativa internazionale. In particolare, si sottolinea come tale misura sia “*fondamentale per risolvere le problematiche, derivanti dalle differenze nel grado di contendibilità delle società, tra diversi ordinamenti giuridici*”.

²⁷³ È di questa opinione SCIPIONE, L., *op. ult. cit.*, pp. 18-35.

²⁷⁴ Questo approccio richiede una valutazione dettagliata, in merito alla funzionalità ed alle implicazioni delle disposizioni, in relazione agli obiettivi di protezione degli investitori e all’equilibrio competitivo del mercato.

che le decisioni della Consob rispettino sia i requisiti formali che sostanziali delle disposizioni, al fine di garantire una regolamentazione funzionale e mantenere la fiducia del mercato.

Infine, il quarto comma dell'art. 104-ter del TUF chiarisce che la clausola di reciprocità non è automatica. Essa richiede, invece, una specifica autorizzazione da parte dell'assemblea degli azionisti, per poter adottare, in risposta a un'OPA, iniziative difensive. Questo comma specifica che, per adottare tali tecniche, ogni decisione dell'organo amministrativo dell'emittente deve ricevere un'approvazione esplicita da parte dei soci²⁷⁵.

La norma non lascia spazio ad interpretazioni ambigue, riguardo al diritto degli azionisti di influenzare le decisioni in merito all'offerta pubblica. Difatti, la Direttiva del 2004 prevede esplicitamente che le misure difensive, adottate in risposta ad una *bid*, siano esclusivamente quelle autorizzate e formalizzate, attraverso una deliberazione assembleare avvenuta nei 18 mesi antecedenti l'offerta stessa. Questo garantisce non solo la giustificazione e la pianificazione adeguata delle manovre, bensì richiede una deliberazione assembleare, che ne definisca in dettaglio le specificità da adottare²⁷⁶.

Un'ultima questione da affrontare, in merito all'innovativo principio in oggetto, del tutto estraneo all'ordinamento italiano²⁷⁷, concerne gli effetti della reciprocità. In primo luogo, permette alle società di proteggere il loro assetto proprietario contro tentativi di scalata esterni, a condizione che lo Stato d'origine dell'offerente non disponga di norme anti-difesa equivalenti²⁷⁸. Le imprese, che ricorrono al precetto del presente paragrafo, devono accettare, infatti, una maggiore difficoltà nella realizzazione di acquisizioni strategiche da parte di terzi. Questo schema di "*reciprocity*" configura una sorta di scambio tra sicurezza e opportunità, in cui la garanzia di intangibilità dei controlli societari è

²⁷⁵ A tal proposito, e in continuità con le disposizioni del comma 4, si rinvia a quanto detto in riferimento al comma 2 del medesimo articolo. In particolare, v. nota 272-273.

²⁷⁶ Adotto con convinzione la posizione sostenuta, da tempo, da una parte della dottrina. Così si sbilancia MUCCIARELLI, F., "*L'attuazione della direttiva opa nell'ordinamento italiano*", in *Giur. comm.*, fasc. 3, v. I, 2008, p. 469. In senso conforme si cita anche SCIPIONE, L., *op. ult. cit.*, pp. 18-35.

²⁷⁷ Questa innovazione normativa si distingue nettamente dalla disciplina precedente, come evidenziato dalla persistenza delle norme riguardanti la passività degli amministratori (art. 104 del Testo Unico) e la neutralizzazione (art. 104-bis), entrambe derivate da principi già consolidati nel sistema normativo italiano. In particolare, la prima era parte integrante della legislazione anteriore. Invece, la seconda rifletteva la *ratio* dell'art. 123, TUF, riguardante i patti parasociali. Si faccia riferimento, in tal senso, all'articolo di BRUNETTA, R., PRETO, A., "*La reciprocità dirigista del modello italiano*", sul quotidiano *Il Sole 24 Ore*, pubblicato il 1° marzo 2006.

²⁷⁸ Nello stesso senso v. MUCCIARELLI, F., "*Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'OPA*", in *Giurisprudenza commerciale*, fasc. 6, 2005, pp. 830-845.

bilanciata da una minore facilità di espansione internazionale. Tuttavia, l'effetto di tale meccanismo merita una riflessione critica. La reciprocità, pur apparendo come un tentativo di "livellare il campo" tra i diversi ordinamenti giuridici all'interno dell'UE²⁷⁹, rischia di cristallizzare eccessivamente i rapporti proprietari. Sebbene questa norma sia stata concepita per prevenire asimmetrie e distorsioni nel mercato, di fatto riduce il numero di potenziali acquirenti. Il suo effetto restringe il campo agli attori economici privi di meccanismi difensivi e alle società, le quali applicano rigorosamente la *passivity rule*. Peraltro, da un lato, tale assunto offre una protezione efficace contro acquisizioni indesiderate; dall'altro, esso inibisce le opportunità di espansione e l'ingresso di capitali esteri. Gli investitori esterni, infatti, potrebbero contribuire con valore aggiunto e favorire la competitività del settore.

Per concludere, l'introduzione della clausola di reciprocità ha lo scopo dichiarato²⁸⁰ di proteggere le società europee dalle acquisizioni ostili provenienti da giurisdizioni estere, le quali permettono misure difensive preventive o successive. Il precetto, dunque, si prefigge di stabilire un equilibrio tra la difesa delle società nazionali e la necessità di mantenere un mercato equo e aperto, armonizzando così le dinamiche di *takeover* con le pratiche internazionali.

²⁷⁹ In tali termini, si esprime BECHT, M., *op. ult. cit.*, p. 661.

²⁸⁰ V. nota 272.

CAPITOLO II

Analisi critica e classificazione delle difese anti-OPA: esplorazione delle strategie, abuso di maggioranza, conflitto di interessi e i relativi meccanismi di tutela per gli azionisti di minoranza

1. il significato di “equilibrio azionario” e la sua rilevanza

Prima di procedere con l'analisi contenuta in questo capitolo, ritengo opportuno soffermarmi brevemente sul significato del titolo scelto per il mio elaborato. Questo passaggio introduttivo mira a delineare il quadro generale, precisando gli obiettivi che intendo perseguire nel corso della tesi.

L'intitolazione della presente dissertazione, *“Equilibrio azionario e protezione degli investimenti: analisi della tutela degli azionisti di minoranza e delle strategie anti-OPA nel contesto legale internazionale”* comporta un'analisi particolare e, in talune casistiche, complessa. Difatti, si focalizza sull'interazione e la correlazione tra la salvaguardia dei diritti dei soci minoritari e le dinamiche delle *tender offers*, tendendo in considerazione il quadro giuridico internazionale.

Il concetto di *“equilibrio azionario”* è centrale in questa disamina, dato che rappresenta la condizione ideale in cui le prerogative e gli interessi di tutti gli azionisti, sia di maggioranza o di minoranza, devono essere bilanciate, mediante un adeguato ed equo temperamento, all'interno della struttura societaria.

Questa armonia è fondamentale per garantire una *governance* societaria equa e giusta, specialmente in contesti in cui sono in gioco operazioni straordinarie di M&A.

Nell'ambito delle OPA, il concetto *ut supra* è strettamente correlato alle problematiche dell'abuso di maggioranza e del conflitto di interessi. La prima circostanza, si verifica quando i soci di maggioranza, data la loro posizione dominante all'interno del contesto societario, adottano talune decisioni che possano avvantaggiare esclusivamente i propri interessi, a discapito di quelli di minoranza. Questo scenario evidenziato rappresenta una

minaccia diretta verso la “parità azionaria”, poiché distorce la struttura di *governance* e compromette, a livello teorico, la fiducia degli investitori. Analogamente, la seconda circostanza, cioè il caso di conflitto di interessi, che si manifesta quando le decisioni degli amministratori sono condizionate da interessi personali oppure, in alternativa, da quelli di un gruppo ristretto di azionisti, mina l’imparzialità gestionale. Ovvero, tale situazione pregiudica l’equilibrio esistente, considerato in relazione alle diverse posizioni dei soci. D’altro canto, uno degli obiettivi preminenti della presente tesi è di esaminare se, nell’ambito di un’adozione di una difesa anti-takeover, possano concretamente manifestarsi due situazioni, l’“abuso di maggioranza” e/o “conflitto di interessi”, e se sia possibile evitare tali distorsioni del potere azionario, mediante meccanismi di bilanciamento messi in atto. Tale *propositum* si colloca nell’alveo di una riflessione più ampia che riguarda il concetto di “equilibrio azionario”, inteso come “il necessario ed equo bilanciamento fra i diritti degli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza”. Laddove vengano adottate misure difensive, senza considerare adeguatamente la necessaria armonia tra le varie componenti azionarie, si corre il rischio di compromettere le prerogative dei soci di minoranza. Ciò potrebbe generare uno squilibrio nel potere decisionale, sfociando in una lesione degli interessi di questi ultimi. Questo scenario solleva una delicata questione, di particolare rilevanza giuridica, relativa alla preminenza dell’interesse sociale rispetto all’interesse/i in capo agli azionisti minoritari. Difatti, al centro del dibattito dottrinale e giurisprudenziale in materia di diritto societario, si pone, appunto, tale tematica.

“L’interesse sociale”, inteso come “utilità della società, considerata nella sua interezza”, è sovente invocato al fine di giustificare l’adozione di strategie difensive contro operazioni di *takeover*, supposte come ostili. Questo presupposto si basa sul fatto che tali interventi potrebbero non essere in linea con un piano a lungo termine dell’impresa, né con la tutela dei suoi *stakeholder*. Tuttavia, la legittimità di tali contromisure difensive non può prescindere dal rispetto derivante dal principio dell’equilibrio azionario, il quale impone, sostanzialmente, che le difese implementate non si traducano in una “prevaricazione” degli interessi in capo agli azionisti di minoranza. Quest’ultimi, pur detenendo una partecipazione minoritaria, svolgono un ruolo essenziale e fondamentale. Infatti, assicurano, per quanto possibile, un controllo democratico in relazione alle decisioni societarie, il cui venir meno di tale supervisione potrebbe compromettere la

trasparenza e l'equità della *governance* della compagine sociale, presa in considerazione. Inoltre, sussiste il rischio per cui, in assenza di un adeguato bilanciamento, l'interesse sociale possa essere strumentalizzato dalla maggioranza per perseguire fini personali o di gruppo, a discapito degli interessi legittimi di cui i soci minoritari ne sono titolari.

In questo senso, un'analisi approfondita delle dinamiche sottese e correlate all'adozione di difese anti-OPA risulta essenziale, al fine di verificare se, e in quale misura, tali strategie possano essere attuate senza incorrere nelle due fattispecie sopra delineate, quali l'abuso di maggioranza o il conflitto di interessi. Infatti, qualora tali circostanze si concretizzassero, sarebbe necessario interrogarsi sulla possibilità di estendere e applicare i rimedi giuridici previsti, come il risarcimento del danno, ai casi in cui la difesa anti-takeover implementata si riveli lesiva dei diritti degli azionisti di minoranza, dunque illegittima. Questa prospettiva giuridica, la quale mira a evidenziare i confini e i limiti entro i quali l'interesse sociale può prevalere, legittimamente, sull'interesse in capo ai singoli azionisti, rappresenta un punto nodale, al fine di comprendere il concetto di "equilibrio azionario" e, al contempo, tutelare tale principio astratto.

È fondamentale garantire che la difesa dell'interesse sociale non diventi uno strumento di abuso, a danno dei soci minoritari. Al contrario, essa deve contribuire al mantenimento di una parità azionaria, la quale rifletta i principi di equità, giustizia e tutela degli investimenti nel mercato finanziario.

Un altro aspetto cruciale della mia disamina riguarda la protezione degli impieghi di capitale e la salvaguardia degli azionisti di minoranza nel caso di mancata OPA obbligatoria, un ambito in cui la giurisprudenza della Cassazione ha ormai consolidato un orientamento favorevole al risarcimento del danno per i soci lesi²⁸¹. La mia dissertazione si propone di esplorare se sia possibile estendere questa *prudentia juris* ai casi in cui vi sia abuso di maggioranza, o conflitto di interessi, nell'adozione di barriere anti-scalata.

Questa tematica rappresenta un terreno inesplorato, poiché, al momento, non esiste un orientamento giurisprudenziale univoco o predominante, il quale riconosca una compensazione pecuniaria in tali contesti.

Se dovessi riuscire a dimostrare la possibilità di estendere il principio di risarcimento del

²⁸¹ Questo principio di diritto, stabilito dalla Cassazione in base alla sua funzione nomofilattica, prevede che gli azionisti di minoranza abbiano il diritto a essere risarciti per i danni subiti, a causa della mancata OPA obbligatoria (art.106, TUF), poiché è stata violata la loro aspettativa di partecipazione equa all'eventuale acquisizione.

danno, riconosciuto in occasione alla violazione dell'art. 106 del TUF, per le due situazioni sopracitate negli interventi anti-scalata, ciò rappresenterebbe un passo significativo verso il consolidamento dell'equilibrio azionario.

Infatti, la possibilità di ottenere una *restitutio pecuniaria*, in simili circostanze, potrebbe dissuadere comportamenti abusivi da parte dei soci di maggioranza, garantendo così una maggiore protezione verso i diritti degli azionisti di minoranza. Ciò contribuirebbe a rafforzare il sistema di tutele giuridiche a favore di tutti gli investitori, preservando al contempo l'integrità della *governance* societaria.

In definitiva, la mia tesi si prefigge di rispondere ad un quesito fondamentale: fino a che punto l'interesse sociale può prevalere su quello dei soci minoritari, e in quali circostanze questo equilibrio deve essere ridefinito, al fine di garantire una giusta protezione a tutti gli investitori? La risposta a codesta domanda non solo chiarisce i confini del concetto dell'"equilibrio azionario", bensì contribuisce anche a delineare i limiti entro cui le difese anti-OPA possono essere legittimamente adottate, senza che vengano violati i diritti fondamentali degli azionisti di minoranza. Al contempo, il presente lavoro ha l'obiettivo di illustrare un dettagliato ragionamento, colmando così tale lacuna interpretativa pertinente a questo specifico ambito giuridico. Pertanto, viene proposta l'estensione della giurisprudenza consolidata, in materia di mancata OPA obbligatoria, ai casi in cui tali contromisure siano utilizzate in modo improprio, dunque, illegittimo.

2. Differenza tra difese successive e preventive: concetti fondamentali e considerazioni generali su abuso di maggioranza e conflitto di interesse

Il presente paragrafo si propone di fornire un'analisi dettagliata avendo riguardo alle differenze esistenti tra difese anti-OPA successive e preventive, esaminando le relative implicazioni, in relazione ai casi di abuso di maggioranza e di conflitto di interessi. Per di più, è imprescindibile presupporre una solida comprensione delle nozioni fondamentali e dei principi normativi che regolano tali misure difensive, al fine di delineare, per quanto possibile, un quadro generale e astratto.

Questa premessa risulta essenziale, affinché si possano affrontare, in modo approfondito, le problematiche relative ai meccanismi e ai rimedi di tutela in capo agli azionisti di minoranza.

Le difese, appena citate, si suddividono in due principali categorie: quelle preventive (*pre-bid*) e successive (*post-bid*). Difatti, le prime vengono adottate in anticipo rispetto alla formale presentazione di una *tender offer*. Esse possono includere alcune tra le misure più comunemente utilizzate, quali l'emissione di nuove azioni, l'introduzione di clausole di gradimento o la modifica della struttura relativa alla *governance* societaria, al fine di rendere più ostica e onerosa una potenziale acquisizione. Per quanto riguarda la loro funzione, queste strategie hanno il preciso obiettivo di impedire l'ingresso di un offerente ostile nel capitale sociale dell'impresa medesima, anticipando l'eventuale minaccia di un'OPA. Il principio di neutralizzazione, previsto in alcune giurisdizioni, è strettamente correlato a tali misure preventive. Esso stabilisce l'impossibilità di adottare quest'ultime, le quali potrebbero ostacolare o bloccare una *tender offer*, mantenendo così un equilibrio tra le diverse forze in gioco.

Le difese successive, d'altra parte, vengono adottate dopo la comunicazione di un'OPA. A titolo esemplificativo, possono includere particolari misure, quali l'emissione di nuove azioni, a favore degli azionisti esistenti, la cessione di *asset* strategici o altre manovre tese a scoraggiare l'acquisizione oppure a renderla meno vantaggiosa per il *bidder*. Orbene, la capacità dell'organo amministrativo di intraprendere, senza l'approvazione degli azionisti, talune azioni difensive, è limitata e circoscritta dalla *passivity rule*, la quale si applica in tale ambito.

Il raffronto fra le difese preventive e successive evidenzia conseguenze e implicazioni significative, sia pratiche che giuridiche, correlate a rischi o di conflitto di interessi e/oppure di abuso di maggioranza. Le prime, presentano un rischio maggiore di conflitto di interessi²⁸², principalmente perché tali misure sono spesso implementate senza

²⁸² In entrambe le giurisdizioni, italiana e nordamericana, il conflitto di interessi degli amministratori rappresenta il problema primario e predominante nella regolamentazione delle misure di difesa societaria. Questo aspetto riveste una centralità assoluta, poiché riguarda la questione fondamentale della lealtà fiduciaria e della trasparenza nella gestione societaria, soprattutto durante le fasi di operazioni straordinarie. Da questo punto di vista, si potrebbe ipotizzare, anche se in misura moderata, una certa affinità tra i presupposti giuridici di entrambi gli ordinamenti. Tuttavia, tale impressione viene rapidamente smentita, qualora si esamina più da vicino il fondamento dell'"interesse sociale" alla base dell'antinomia, in ciascun contesto normativo. In altre parole, mentre è possibile percepire una resistenza comune verso un generico interesse "sociale", le modalità e le motivazioni con cui tale frizione viene affrontata variano significativamente tra i due ambiti legislativi. In questo senso, per maggiori approfondimenti, si veda VENTORUZZO, M., "Takeover Regulation as a Wolf in Sheep Clothing: Taking U.K. Rules to Continental Europe", in U. Pa. J. Bus. & Emp. L., v. 11, 2008, p. 531.

Nel contesto italiano, la regolamentazione tende a focalizzarsi su una tutela rafforzata degli interessi degli azionisti di minoranza. A tal fine, vengono previste disposizioni volte a limitare il potere degli amministratori nell'adottare misure difensive, subordinandole a una preventiva e adeguata approvazione

necessità di autorizzazione assembleare. Questo scenario consente agli amministratori di prendere decisioni senza un controllo diretto degli azionisti. Di conseguenza, si crea un ambiente in cui le strategie anti-scalata potrebbero essere influenzate da interessi personali o da un gruppo ristretto di soci, piuttosto che dall'interesse collettivo della base azionaria.

Al contrario, le difese successive, generalmente richiedono un'approvazione dei soci per la maggior parte delle azioni difensive. Questo meccanismo, sebbene garantisca un controllo democratico, può comportare un'elevata vulnerabilità all'abuso di maggioranza²⁸³. Quando un'OPA viene annunciata, il segmento dominante degli azionisti potrebbe utilizzare il proprio potere, al fine di approvare difese, le quali avvantaggiano la loro posizione ed i loro interessi a scapito degli azionisti di minoranza. Dunque, l'autorizzazione dei titolari del capitale sociale, pur essendo un meccanismo di controllo, può essere manipolata dalla maggioranza stessa.

Nel presente capitolo della mia tesi, concentrerò l'analisi su due principali fattispecie, derivanti dall'art. 104 del TUF, con particolare riferimento alla "*passivity rule*". Questo postulato, il quale si applica di *default*, quando lo statuto societario non prevede nulla in merito, disciplina l'adozione delle difese anti-OPA. In tale situazione, non è possibile applicare la regola della neutralizzazione o il principio di reciprocità, se tali regole non sono previste dallo statuto. Non verranno considerate, pertanto, nella presente dissertazione, le circostanze in cui tali ultimi due meccanismi potrebbero trovare applicazione.

Il primo scenario approfondito riguarda i casi in cui è necessaria l'autorizzazione assembleare, per l'attuazione delle difese anti-scalata. Generalmente, ciò avviene nel contesto delle difese successive. Tuttavia, esistono eccezioni alla regola generale, in cui è richiesto il consenso dei soci anche per talune misure protettive preventive. Un esempio

assembleare. Questo approccio si basa sulla premessa per cui le decisioni del *management*, pur legittime, non debbano compromettere la possibilità di un'offerta equa da parte di terzi, la quale possa riflettere il valore reale della società.

D'altra parte, l'ordinamento nordamericano, pur condividendo l'attenzione al conflitto di interessi, manifesta una maggiore inclinazione verso la protezione degli interessi dei gestori e la loro discrezionalità, in caso di adozione di misure anti-scalata. Questa impostazione è spesso giustificata dalla necessità di garantire loro la facoltà di difendere la società, contro tentativi di acquisizione ostile. Tali interventi potrebbero non rispondere al migliore interesse a lungo termine della stessa. D'altronde, tale interpretazione trova ulteriore fondamento nella *business judgment rule*.

²⁸³ L'importanza di tale tematica è stata avallata, tra gli altri, da DESANA, E., "*Opa e tecniche di difesa. dalle misure difensive "successive" a quelle "preventive"*", in Quaderni di Giurisprudenza Commerciale n. 250, Giuffrè, Milano, 2003, pp. 187 e ss.

emblematico è rappresentato dalle fusioni, disciplinate dall'art. 2502 del c.c., il quale richiede l'autorizzazione dell'assemblea straordinaria dei soci, anche in assenza dell'annuncio di una *tender offer*²⁸⁴. Questo dettato normativo rende tale difesa preventiva subordinata al consenso dei soci. Un ulteriore caso può essere rintracciato nelle clausole di gradimento, le quali richiedono la loro approvazione, anche in mancanza di un'OPA²⁸⁵. Un altro esempio può essere rintracciato nell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, disciplinato dall'art. 2441, c.c.²⁸⁶. Quest'ultimo prevede una deliberazione dell'adunanza dei titolari delle azioni, poiché tale misura può avere un impatto significativo sulla struttura del capitale sociale e sui diritti degli azionisti esistenti. D'altronde, la ricapitalizzazione, soprattutto se volta a rafforzare la posizione della società di fronte ad una possibile *takeover*, rappresenta un'ulteriore difesa preventiva, la quale necessita del controllo assembleare.

Questa prima ipotesi, dunque, comprende quelle situazioni in cui gli atti adottati dagli amministratori richiedono la ratifica dell'assemblea ex art. 104 TUF, configurandosi principalmente nel contesto delle difese successive. Tuttavia, come dimostrato dagli esempi sopra menzionati, esistono casi eccezionali in cui anche le difese preventive richiedono tale autorizzazione. In tali scenari, sia nei casi di fattispecie principale sopra delineata, considerata come "regola generale", sia nelle situazioni che costituiscono "eccezioni" a tale regola, il rischio di abuso di maggioranza è concreto. Infatti, la maggioranza potrebbe sfruttare il proprio potere per approvare misure, le quali ledono gli azionisti di minoranza.

La seconda fattispecie, la quale verrà considerata in questo elaborato, riguarda gli atti compiuti dal *management* che, pur essendo considerati legittimi ai sensi dell'art. 104 TUF, non richiedono l'autorizzazione assembleare. Questa *circumstantia* è maggiormente rilevante nel contesto delle difese preventive, dove il *board of directors* gode di margini di manovra più ampi rispetto a quelli concessi nelle difese successive, soggette alla *passivity rule*. Un esempio significativo di tale dinamica è rappresentato dalla ricerca di

²⁸⁴ Questo articolo riguarda specificamente l'approvazione del progetto di fusione, non la disciplina complessiva.

²⁸⁵ Gli artt. in questione sono il 2355-bis e il 2357 c.c. Precisamente il primo recita: "*le clausole dello statuto che subordinano il trasferimento delle azioni al mero gradimento di organi sociali o di altri soci sono inefficaci se non prevedono, a carico della società o degli altri soci, un obbligo di acquisto oppure il diritto di recesso dell'alienante; resta ferma l'applicazione dell'articolo 2357*".

²⁸⁶ Si rinvia al comma 6, art. 2441, c.c.

“cavalieri bianchi”, un intervento di *post-bid* che, nella maggior parte dei casi, può essere legittimo anche senza l’approvazione dei soci, sempre in conformità con l’art. 104 TUF. Tra le ipotesi più rilevanti, si annovera “l’emissione di obbligazioni convertibili”, regolata dall’art. 2420-ter del c.c. La disposizione consente al *board* di procedere all’emissione di tali strumenti senza ulteriori autorizzazioni assembleari, purché abbiano ricevuto una delega specifica dallo statuto. Analogamente, l’aumento di capitale delegato, previsto ex art. 2443 c.c., conferisce agli amministratori il potere di incrementare il capitale sociale nei limiti fissati dalla legge e dallo stesso statuto. Inoltre, l’emissione di strumenti finanziari come i warrant, disciplinata dall’art. art. 2412, comma 5, c.c.²⁸⁷, possono essere uno strumento di difesa senza ulteriore consenso degli azionisti, qualora sia stata concessa una delega ai gestori. Infine, la vendita di *asset* strategici, se prevista e conferita dallo statuto o dall’assemblea, può essere realizzata dall’organo di gestione senza ulteriori assenti, in quanto lo *shareholder’ meeting* può aver preventivamente stabilito le condizioni per tali operazioni.

Tuttavia, l’assenza di un’autorizzazione assembleare, in tutte queste situazioni, comporta un rischio elevato di conflitto di interessi per gli amministratori. Questo pericolo si manifesta non solo nelle difese preventive, ma anche in quelle successive, specialmente quando vengono attuate senza il controllo degli azionisti. Il conflitto di interessi può sorgere quando il *board* adotta decisioni che, pur essendo formalmente legittime, privilegiano interessi personali o di gruppi ristretti a discapito della collettività dei soci. In questi casi, potrebbe configurarsi una violazione dell’art. 2391 c.c., il quale impone agli amministratori di agire nel rispetto dei doveri di diligenza e lealtà verso la società e tutta la compagine sociale.

²⁸⁷ Si veda Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 139, 28 ottobre 2014: “*Obbligazioni che danno diritto di acquisire o sottoscrivere azioni (art. 2412, comma 5, c.c.)*”. Disponibile su <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/139/>, consultato il 10/08/2024.

La massima chiarisce che l’esenzione dal limite quantitativo per l’emissione di obbligazioni, prevista dall’art. 2412, comma 5, secondo periodo, del c.c. (come modificato dall’art. 32 del d.l. 22 giugno 2012 n. 83, convertito in legge 7 agosto 2012 n. 134), si applica alle obbligazioni che conferiscono il diritto di acquisire o sottoscrivere azioni. Questa esenzione riguarda specificamente: 1) le obbligazioni convertibili, le quali permettono la conversione in azioni di nuova emissione o già esistenti, sia della stessa società emittente che di altre; 2) le obbligazioni *cum warrant*, le quali offrono il diritto di sottoscrivere nuove azioni o acquistare azioni già esistenti, sia della stessa società emittente che di altre, con il pagamento di un corrispettivo aggiuntivo; 3) le obbligazioni “*convertende*”, che danno diritto di convertire le obbligazioni in azioni o prevedono la conversione al verificarsi di determinati eventi, sia in azioni di nuova emissione che già esistenti, e sia della stessa società emittente che di altre società. In sostanza, il dettame conferma che “l’emissione di warrant” possono essere emessi senza le restrizioni normalmente previste per le obbligazioni, le quali conferiscono diritti su azioni.

Sebbene tale conflitto sia più frequente in assenza di autorizzazione da parte dei soci, vi sono casi, seppur rari, in cui può manifestarsi anche in presenza di una loro delibera. Tuttavia, queste situazioni “eccezionali”, in cui il controllo assembleare non è sufficiente a prevenire questa frizione, non saranno trattate in maniera approfondita nella mia tesi, in quanto sono di minore rilevanza rispetto alle circostanze principali analizzate.

In sintesi, è importante sottolineare come la regola generale preveda che l’abuso di maggioranza si verifichi in presenza di autorizzazione assembleare, in particolare per le difese successive. L’eccezione a tale regola è costituita dai casi che avvengono in contesti normativi differenti dall’art. 104 e per i quali possono includere anche le difese preventive. Per quanto riguarda il conflitto di interessi in capo agli amministratori, il criterio prevalente è che esso emerge in assenza di approvazione, applicandosi indistintamente a quelle *post-bid* e *pre-bid*.

Nel secondo capitolo del mio scritto, intendo esplorare le difese anti-OPA, suddividendole in sottocategorie strategiche, applicabili sia a quelle successive che preventive. In ciascuna di esse, analizzerò la misura protettiva più adeguata, considerando la struttura giuridica e le normative applicabili. Questo approccio mi permetterà di approfondire come i diversi modelli operativi possono essere implementati e valutati, in base al contesto specifico.

In relazione alla materia trattata, è fondamentale chiarire che, a seguito delle modifiche introdotte con il Decreto anti-crisi, citato nel capitolo precedente, la regola della *passivity rule* si applica di *default*, qualora lo statuto non preveda specificamente il contrario²⁸⁸.

D’altro canto, la regola della neutralizzazione non si applica automaticamente, bensì solo se espressamente prevista nello statuto, secondo quanto stabilito dal Decreto appena menzionato. Ciò implica che, per una comprensione accurata della normativa applicabile, è cruciale considerare solo i casi previsti direttamente dalla legge, evitando le complicazioni derivanti da regolamenti statutari opzionali, come la neutralizzazione e la reciprocità, le quali possono variare notevolmente da società a società.

Dunque, la scelta di focalizzarsi su un’applicazione diretta delle norme legislative, piuttosto che su opzioni statutarie, non è solo una questione di semplificazione metodologica. È una necessità per evitare le complessità aggiuntive, le quali sorgerebbero

²⁸⁸ In altre parole, se il Codice civile non è esplicitamente derogato dallo statuto societario, la regola della passività si applica automaticamente.

nel caso si dovessero considerare tutte le possibili variazioni, derivanti dalle scelte statutarie. Infatti, l'*opt-in* e l'*opt-out* statuario genererebbero una serie di scenari differenti, a seconda delle disposizioni specifiche adottate da ciascuna impresa²⁸⁹. Questa articolazione sarebbe ulteriormente accresciuta, qualora venisse applicata anche la regola della reciprocità²⁹⁰. Pertanto, la disamina si concentrerà sui casi in cui la legge stabilisce regole chiare ed obbligatorie, indipendentemente dalle previsioni statutarie.

Di conseguenza, per quanto riguarda le difese preventive, si presuppone, nel presente elaborato, la non applicazione del principio della neutralizzazione²⁹¹. D'altronde, il mio obiettivo consiste nello sviluppare la tesi seguendo l'applicazione diretta della normativa, concentrandomi sulle circostanze in cui le regole giuridiche, stabilite dal legislatore, prevalgono sulle possibili scelte statutarie.

In conclusione, la mia analisi si dedicherà, maggiormente nel dettaglio, su come le difese anti-OPA si strutturano in relazione alle necessità di autorizzazione assembleare, evidenziando le relative conseguenze in termini di rischio di abuso di maggioranza e conflitto di interessi. Farò particolare attenzione a come queste dinamiche influenzano la protezione degli azionisti di minoranza, e l'equilibrio di potere, all'interno della società.

A seguire, si presenta una tabella, la quale fornisce una panoramica delle difese anti-takeover, suddividendole in difese preventive e successive. Inoltre, la descrizione dettagliata delle sottocategorie evidenzia come ciascuna misura possa sollevare problematiche relative alle due ipotesi menzionate *ut supra*.

²⁸⁹ Meccanismi previsti con la direttiva OPA del 2004.

²⁹⁰ V. Cap. I.

²⁹¹ Questo approccio si fonda, come accennato precedentemente, sul fatto che la neutralizzazione è una regola facoltativa e non una norma di *default*; quindi, la sua applicazione dipende dalla specifica previsione statutaria.

Categoria e tipologie di difese anti-OPA	Sottocategorie	Abuso di Maggioranza	Conflitto di Interessi
Difese Preventive			
Clausole di gradimento; clausole di prelazione; azioni prive del diritto di voto; aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione; aumento di capitale non proporzionale; al possesso azionario; azioni a voto plurimo; diritti di voto differenziati (giorni di sindacato); gruppi piramidali (e “scatole cinesi”); aumento di capitale delegato; clausole di limitazione del diritto di voto e del possesso azionario	Strategie di difesa statutaria e di governance	X	
OPA obbligatoria; requisiti di disclosure (antitrust, frodi) ²⁹² ; regolamentazioni delle partecipazioni rilevanti; aumento di capitale nelle società in cui lo Stato detiene una partecipazione rilevante (poison pill normativa); golden share ²⁹³ ; incroci di partecipazioni ²⁹⁴ ; sindacati di blocco preventivi ²⁹⁵ .	Strategie legislative e regolamentari		
Acquisto di azioni proprie (buyback); emissione di obbligazioni convertibili; emissione di warrant preventiva; aumento di capitale; stock option; azioni di risparmio ²⁹⁶ ; acquisizione preventiva di azioni della controllante	Strategie finanziarie	X	X

²⁹² Ad esempio, gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti.

²⁹³ In situazioni specifiche, la Golden Share può essere esercitata **dopo** la comunicazione di un’offerta o quando una decisione aziendale è in procinto di essere attuata. In questi casi, anche se l’azione è intrapresa successivamente, si tratta comunque dell’esercizio di un potere stabilito in via preventiva.

²⁹⁴ Sono le medesime degli incroci azionari. V. art. 121, comma 5, TUF.

²⁹⁵ Consiste in una specifica sottocategoria dei patti parasociali.

²⁹⁶ Si tratta di un tipico esempio di “azioni prive del diritto di voto”, le quali sono state collocate nella categoria “strategie di difesa statutaria e di governance”.

Poison pill; azionariato dei dipendenti; Shark repellents: 1) staggered board amendments; 2) supermajority provisions; 3) fair price provisions.	Strategie di deterrenza		X
Golden parachutes; patti parasociali; clausole di controllo ²⁹⁷ ; incroci azionari; poison put	Strategie basate su accordi contrattuali e poteri di controllo		X
fusioni strategiche	Strategie di difesa avanzate e contromisure drastiche	X	X
Difese Successive			
Aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione; attuazione dell'aumento di capitale delegato; aumento di capitale; ricapitalizzazione difensiva	Strategie di controllo e manipolazione del capitale	X	X
Delisting (volontario); contenzioso;	Strategie legislative e regolamentari	X	
Aumento di capitale; acquisto di azioni proprie (buyback); conversione di obbligazioni in azioni; attuazione stock option; acquisizione reattiva di azioni della controllante; emissione di warrant reattiva.	Strategie finanziarie	X	X
Greenmail; pac-man defense; scorched earth policy.	Strategie di deterrenza	X	X
Sindacati di blocco successivi; standstill agreements	Strategie basate su accordi contrattuali e poteri di controllo	X	

²⁹⁷ Queste clausole sono strumenti preventivi inseriti in contratti esterni, come accordi di prestito o altri contratti commerciali. Si attivano in caso di cambio di controllo dell'azienda, spesso con l'effetto di rendere meno attraente o più onerosa l'acquisizione ostile, proteggendo così l'azienda da tentativi di OPA indesiderati. Mi permetto di inserire la presente tecnica all'interno delle difese preventive, in contrasto con l'opinione di FERRARINI G., *"Le difese contro le O.P.A. ostili: analisi economica e comparazione"*, in Riv. Soc., fascicolo 5, 2000, p. 737. La ragione di questa classificazione risiede nel fatto che la tecnica è concepita e implementata come misura anticipata, al fine di prevenire tentativi di acquisizione ostile, piuttosto che come risposta a un'OPA già in atto. Dunque, la sua applicazione mira a creare condizioni sfavorevoli per potenziali acquirenti, prima che possano presentare una proposta, agendo così come deterrente. Inoltre, poiché le clausole di controllo sono già inserite nei contratti prima di qualsiasi tentativo di acquisizione, esse sono progettate per prevenire la minaccia, piuttosto che reagire ad essa. Questo approccio preventivo si discosta dall'interpretazione di Ferrarini, che potrebbe collocare la tecnica tra le difese successive, poiché la misura è adottata come risposta e reazione ad una minaccia concreta.

White knight; vendita di asset strategici (crown jewel); ricapitalizzazione difensiva; indebitamento ²⁹⁸ ; delisting volontario; fusioni difensive; scissioni; trasformazione in società per accomandita per azioni; scioglimento della società	Strategie di difesa avanzate e contromisure drastiche		X
--	---	--	---

La presente tabella fornisce una panoramica generale delle difese anti-OPA adottabili dalle società per contrastare una *tender offer*. Tali modelli operativi sono suddivisi in due categorie principali: difese preventive e successive. Le prime comprendono una serie di misure, progettate al fine di prevenire la possibilità di acquisizione. Tra queste, le **strategie di difesa statutaria e di governance** includono clausole di gradimento, clausole di prelazione, azioni prive del diritto di voto, e altre tecniche come l'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione e l'adozione di azioni a voto plurimo. Tutte queste modificano lo statuto societario e la struttura societaria, con l'obiettivo di rendere più difficoltoso il controllo da parte di un potenziale acquirente. Le **strategie legislative e regolamentari** comprendono l'OPA obbligatoria, requisiti di *disclosure*, regolamentazioni delle partecipazioni rilevanti, *poison pill* normativa (aumento di capitale nelle società con partecipazione statale), e la *golden share*. Queste misure si basano su normative e regolamenti, con lo scopo di imporre obblighi di informazione e restrizioni legali agli acquirenti. Le **strategie finanziarie** includono l'acquisto di azioni proprie (*buyback*), emissione di obbligazioni convertibili, emissione di warrant preventiva, aumento di capitale, *stock option*, e acquisizione preventiva di azioni della controllante. Questi strumenti finanziari mirano a rendere l'acquisizione meno attrattiva o a rafforzare la posizione della società. Le **strategie di deterrenza** comprendono la *poison pill*, l'azionariato dei dipendenti, e gli *shark repellents*, come *staggered board amendments*, *supermajority provisions*, e *fair price provisions*, progettate per scoraggiare l'acquisizione attraverso la complicazione o l'aumento dei costi. Infine, le **strategie basate su accordi contrattuali e poteri di controllo** includono *golden parachutes*, patti parasociali, clausole di controllo, incroci azionari e *poison put*, le quali utilizzano accordi

²⁹⁸ Ad esempio, può avvenire grazie al riacquisto di azioni proprie.

per limitare le azioni degli acquirenti e proteggere la società target. Le **difese avanzate e le contromisure drastiche** comprendono fusioni strategiche, le quali rappresentano tecniche più aggressive adottate per modificare la struttura societaria.

Le difese successive includono **strategie di controllo e manipolazione del capitale**, come aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, attuazione dell'aumento di capitale delegato, e ricapitalizzazione difensiva, utilizzate per modificare la struttura del capitale. Le **strategie legislative e regolamentari** comprendono il *delisting* volontario e il contenzioso. Le **strategie finanziarie** successive comprendono aumento di capitale, acquisto di azioni proprie (*buyback*), conversione di obbligazioni in azioni, attuazione di *stock option*, acquisizione reattiva di azioni della controllante, ed emissione di warrant reattiva, tutte mirate a rafforzare la posizione finanziaria della società dopo la comunicazione di un'offerta. Le **strategie di deterrenza** includono *greenmail*, *pac-man defense* e *scorched earth policy*, le quali sono misure estreme e costose. Le **strategie basate su accordi contrattuali e poteri di controllo** comprendono sindacati di blocco successivi e *standstill agreements*. Infine, le **strategie di difesa avanzate e contromisure drastiche** riguardano il *white knight*, vendita di *asset* strategici (*crown jewel*), ricapitalizzazione difensiva, indebitamento, *delisting* volontario, fusioni difensive, scissioni, scioglimento della società, trasformazione in società per accomandita per azioni. La tabella, dunque, chiarisce come queste misure possano comportare problematiche relative all'abuso di maggioranza e al conflitto di interessi. Inoltre, mostra come le normative influenzino l'applicazione delle difese, distinguendo tra quelle che richiedono l'autorizzazione assembleare e quelle che possono essere adottate senza tale approvazione, salvo specifiche disposizioni.

In conclusione, la funzione principale del prospetto è, quindi, quella di offrire uno strumento di riferimento di valutazione, per determinare in che modo ciascuna misura incida sull'equilibrio tra la tutela dell'impresa e i diritti degli azionisti.

3. Difese preventive: una guida attraverso i sottogruppi generali e le sfide giuridiche emerse

3.1 Strategie di deterrenza

3.1.1 La *poison pill*

La “*poison pill*”, traducibile come “pillola avvelenata”, rappresenta una delle strategie difensive più intriganti nel panorama delle acquisizioni societarie ostili. La sua importanza emerge con evidenza quando si considera la sua capacità di proteggere una società dalle prese di controllo non desiderate, garantendo che eventuali tentativi di acquisizione riflettano un giusto valore per gli azionisti.

L’importanza storica di questa anti-takeover si è consolidata negli anni ‘80²⁹⁹, un periodo caratterizzato da un’ondata di tentativi di acquisizione aggressivi. Questa strategia è diventata, con il tempo, uno strumento essenziale per i consigli di amministrazione. Infatti, essi hanno cercato, con tale misura, di evitare acquisizioni ostili, per le quali avrebbero potuto destabilizzare, sostanzialmente, la gestione dell’impresa, alterando la visione strategica a lungo termine della società. Orbene, non solo viene permesso di salvaguardare l’autonomia societaria, bensì viene, sovente, garantito che gli azionisti possano ricevere offerte più elevate, così da rispecchiare al meglio il reale valore dell’emittente³⁰⁰.

In riferimento a quest’ultimo punto, il contributo della ricerca di J.P. Morgan alla comprensione delle *poison pills* evidenzia non solo l’efficacia di queste strategie difensive, ma anche il loro impatto tangibile sul valore per gli azionisti delle società

²⁹⁹ Cfr. GAUGHAN P.A., “*Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*”, N.Y., 1996, pp. 150 e ss. Inoltre, si veda il Cap. I, par. 3.2, per avere un quadro generale sulla nascita delle *poison pill*.

³⁰⁰ In questo senso, è utile rinviare alla medesima posizione adottata da GILSON R.J., “*The Political Ecology of Takeovers: Thoughts on Harmonizing the European Corporate Governance Environment*”, K.J. Hopt, H. Kanda, M.J. Roe, E. Wymeersch, S. Prigge (edited by), in *Comparative Corporate Governance - The State of Art and Emerging Research*, Oxford, 1998, pp. 49 e ss. Secondo quanto elaborato da Gilson, la distinzione tra i modelli di difesa degli emittenti è stata ampiamente evidenziata, enfatizzando come il modello europeo-continentale tenda a favorire l’uso di “barriere” per prevenire o minimizzare significativamente la possibilità di takeover ostili. In contrasto, il sistema americano è maggiormente orientato verso l’adozione di “strategie” difensive, con l’obiettivo di massimizzare il valore degli investimenti azionari nelle società bersaglio.

bersaglio. Dal 1997, le corporazioni miliardarie che hanno adottato questa difesa hanno ottenuto in media un premio del 4% al momento dell'acquisizione rispetto alle società che non avevano tali difese in atto. Questo dato sottolinea come la *poison pill* possa effettivamente proteggere e incrementare il valore per gli azionisti, in scenari di mercato caratterizzati da offerte ostili.

Nel 2001, come riportato da Harbert nel 2002, ben 283 società avevano implementato difese basate sulla *poison pill*, mostrando un significativo aumento rispetto alle 167 del 2000. Questo aumento poteva essere visto come una risposta diretta all'ambiente di mercato dell'epoca, caratterizzato da una frenetica attività di fusioni e acquisizioni, in particolare nel settore dei media e di Internet³⁰¹.

Dimostrata l'efficacia di questa misura attraverso ricerche empiriche, nel mio paragrafo spiego in dettaglio la natura della *poison pill*. In aggiunta, dal concetto iniziale di questa misura sono emerse varie "figure derivate", sviluppate per adeguarsi alle mutevoli esigenze del mercato.

In *primis*, la strategia di cui si discute appartiene al novero delle difese *pre-bid*, ovvero misure preventive *ante eventum*. L'attribuzione di tale qualifica, "preventiva", è sostenuta dalla proattività del meccanismo: si attiva non in risposta, ma in anticipazione di un'offerta pubblica di acquisto non sollecitata, con lo scopo preciso di complicare significativamente l'*iter* acquisitivo per l'entità proponente. In questo senso, la *poison pill*³⁰² funge da barriera giuridica e finanziaria configurata a tutela dell'integrità societaria, dissuadendo movimenti non concordati mediante la diluizione forzata della partecipazione azionaria dell'aggressore potenziale. Questa predisposizione strategica riflette una sofisticata comprensione del diritto societario, assicurando che la gestione e il controllo dell'entità rimangano ancorati agli interessi legittimi degli azionisti e del consiglio di amministrazione, preservando l'indipendenza societaria di fronte a tentativi

³⁰¹ Per un maggior approfondimento sul tema, si osserva PEARCE J., ROBINSON R.B., "*Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth*", in Business Horizons, vol. 47, no. 5, 2004, pp. 15-24. In particolare, viene citato il caso di "Yahoo!", il quale illustra emblematicamente come le società tecnologiche e di media americane abbiano utilizzato le *poison pills* per tutelare la propria autonomia in un periodo di grandi movimenti corporativi, come quelli segnati dalla fusione tra AOL e Time Warner. Yahoo!, spesso citata dagli analisti di Wall Street come potenziale obiettivo di takeover nel fervente contesto delle acquisizioni americane, ha scelto di adottare un piano di diritti degli azionisti basato su una disposizione di *poison pill*. Questa mossa ha efficacemente blindato l'indipendenza della target, permettendole di negoziare con una varietà di partner per contenuti e distribuzione, piuttosto che essere limitata a un singolo accordo esclusivo.

³⁰² Denominata anche "piano di attribuzione dei diritti agli azionisti".

di sovvertimento non graditi. La funzione principale della *poison pill*, la quale previene proattivamente le acquisizioni ostili, è stata approfondita dopo aver introdotto una secondaria, specifica per il contesto nordamericano³⁰³. Quest'ultima, menzionata per ragioni di esposizione logica, garantisce che le offerte ricevute dagli azionisti rispecchino il valore reale della società. Benché importante, questa rappresenta una funzionalità complementare rispetto alla capacità della *poison pill* di intervenire anticipatamente contro le tentate acquisizioni non concordate, per il quale rimane la sua caratteristica distintiva e predominante.

Proseguendo nell'analisi lasciata in sospeso, viene esaminata, fin da ora, la struttura operativa dei "piani di attribuzione dei diritti agli azionisti" (*shareholders' rights plans*), in quanto è correlata all'efficacia delle cd. pillole avvelenate³⁰⁴. Solitamente, questi meccanismi, i quali conferiscono taluni diritti privilegiati, si attivano automaticamente, qualora un determinato acquirente raggiunga una percentuale predeterminata, generalmente compresa tra il 10% e il 20%, di titoli azionari. Una volta che viene attuata una certa *poison pill*, essa permette a tutti gli azionisti, ad eccezione dell'acquirente ostile, di acquistare e, in seguito, detenere azioni aggiuntive, però a un prezzo scontato rispetto a quello potenzialmente fissato a condizioni normali di mercato³⁰⁵. Questo processo

³⁰³ Come autorevolmente ribadito dalla Court of Chancery: "the primary purpose of a poison pill is to enable the target board of directors to prevent the acquisition of a majority of the company's stock through an inadequate and/or coercive tender offer. The pill gives the board leverage to negotiate with a would-be acquirer so as to improve the offer as well as the breathing room to explore alternatives to and examine the merits of an unsolicited bid". In *Re Gaylord Container Corp.*, 753 A.2d 462, 481 (Del. Ch. Jan. 26, 2000).

³⁰⁴ "Gli *shareholders right plans*, che sono diventati estremamente popolari per le società bersaglio - ed hanno suscitato la protesta di potenziali bidders, azionisti ed alcuni accademici - generalmente puntano a distruggere la vitalità economica di un'acquisizione che non sia approvata dai preesistenti amministratori della target company". Così si esprime SBARBARO, F.M., "Appunti in tema di scalate e tattiche difensive nell'ordinamento statunitense", in Eurilink, Roma, 2012, pp. 58-59. L'inserimento di tale citazione consente di introdurre una prospettiva critica, prima di procedere all'analisi tecnica di questi piani, garantendo un equilibrio tra la descrizione operativa e le opinioni contrastanti in materia. Difatti, per un approfondimento di queste obiezioni, si veda il volume dell'autore citato *ut supra*.

³⁰⁵ Per ulteriori definizioni autorevoli della *poison pill*, si vedano SBARBARO, F.M., *op. ult. cit.*, p. 58; GAUGHAN, P.A., *op. ult. cit.*, pp. 150 e ss.; MUCCIARELLI F.M., "Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto - Le difese successive contro offerte pubbliche d'acquisto di azioni quotate", in Giuffrè Editore, 2004, p. 15; DESANA E., "Opa e tecniche di difesa", Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, n. 250, Giuffrè, Milano, 2003, p. 140. Quest'ultima A. afferma che: "una delle caratteristiche tipiche di queste misure difensive è costituita dalla circostanza che il diritto di sottoscrivere nuove azioni della società bersaglio è di regola riconosciuto a tutti gli azionisti con l'eccezione dell'aggressore". Per una lettura comparatistica, con specifico riferimento al Giappone, della misura difensiva in questione, si può prendere in considerazione KOH A.K., NAKAHIGASHI M., PUCHNIAK D.W., "Land of the Falling "Poison" Pill: Understanding Defensive Measures in Japan on Their Own Terms", in NUS Law Working Paper 2019/002, NUS Centre for Asian Legal Studies Working Paper 19/02, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3332481> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3332481>, p. 13.

comporta una diluizione³⁰⁶ della partecipazione dell'offerente, quale quello aggressivo, affinché possa aumentare il costo di acquisizione, in relazione al controllo della società emittente stessa, rendendo così un'eventuale offerta, economicamente, meno attraente o meno sostenibile. La conseguente emissione di nuove azioni, derivante dall'implementazione di questa misura, incide, profondamente, sulla struttura finanziaria della *target*, in quanto può influenzare, in particolare, il suo indebitamento³⁰⁷. Per di più, si verifica un incremento del capitale proprio dell'entità, mediante l'esercizio, da parte degli azionisti, del diritto di acquisto di azioni supplementari³⁰⁸. Questo aumento, anche se considerato potenzialmente vantaggioso, potrebbe causare una diluizione degli utili per azione (*earnings per share* – EPS). Di conseguenza, questo fenomeno potrebbe deprimere il prezzo delle azioni, qualora i fondi raccolti non vengano investiti in modo da generare un valore aggiunto, in maniera adeguata³⁰⁹. Dunque, l'effetto diluitivo può influenzare, negativamente, il valore delle azioni. Se l'emittente, al fine di ridurre il debito, utilizza i fondi raccolti dalle nuove azioni, ciò può migliorare e intensificare il rapporto debito/capitale, rendendo, in questo modo, la società meno rischiosa agli occhi dei creditori e, potenzialmente, abbassando i costi del debito³¹⁰. Tuttavia, il bilancio aziendale può risultare gravato da passività non compensate, mantenendo invariati o addirittura aumentando i costi finanziari complessivi, nel caso in cui se i fondi non vengono utilizzati per tale preciso scopo. Inoltre, l'eccesso di liquidità, che non viene impiegato per ridurre il debito, può generare ulteriori inefficienze finanziarie. Non a caso, l'adozione di queste

³⁰⁶ Relativamente alla minaccia della diluizione cfr. CHOPER D., COATES J.C., GILSON R.J., “*Cases and Materials on Corporations*”, in Aspen Publishers, New York, 2004, p. 905.

³⁰⁷ In questo contesto, un collegamento rilevante può essere rintracciato, indirettamente, nell'analisi di GAUGHAN P.A., *op. ult. cit.*, pp. 150 e ss, dove si afferma: “*another major disadvantage is that they had an immediate adverse impact on the balance sheet as analysts often group preferred shares with debt when assessing a company's leverage*”. Questo riflette come la *poison pill* incida sul livello complessivo di indebitamento della società e sulla verifica del *leverage*.

³⁰⁸ Questo concetto può essere collegato, implicitamente, a quanto riportato nel testo di GAUGHAN P.A., *op. ult. cit.*, pp. 150 e ss., “*these rights allowed the holders to buy stock in the acquiring firm at a low price*”. Infatti, la combinazione di debito elevato e di una riduzione del valore percepito delle azioni può generare ulteriore pressione finanziaria.

³⁰⁹ Un collegamento, per via trasversa, può essere rintracciato in GAUGHAN P.A., *op. ult. cit.*, pp. 150 e ss. il quale evidenzia: “*these convertible shares would be an effective antitakeover device because, if converted, they would seriously dilute the Brown family's 60% share ownership position*”. Di conseguenza, sebbene l'aumento del capitale proprio attraverso l'emissione di nuove azioni possa apparire vantaggioso, l'effetto diluitivo può influenzare negativamente gli utili per azione (EPS), con conseguente riduzione del valore delle azioni sul mercato.

³¹⁰ Tale idea trova un riferimento, per deduzione, in GAUGHAN P.A., *op. ult. cit.*, pp. 150 e ss., il quale sottolinea il “*flip-in rights were designed to dilute the target company regardless of whether the bidder merged the target into his company. They can be effective in dealing with raiders who seek to acquire a controlling influence in a target while not acquiring majority control*”.

sofisticata misure può comportare una certa percezione, negativa, da parte del mercato stesso, in quanto può portare a particolari conseguenze negative in merito al *rating* di credito della società, affinché possa essere incrementato il costo del capitale e aggravando ulteriormente l'indebitamento. Per di più, il fatto che venga introdotta una *poison pill*, con il suo conseguente effetto diluitivo, può essere vista negativamente dagli investitori e dagli analisti finanziari, dato che queste strategie possono essere interpretate come segnali di vulnerabilità o problemi di *governance*. Questa percezione può ridurre l'attrattiva dell'investimento nelle azioni della società, aumentando la volatilità del mercato e influenzando negativamente il prezzo delle azioni. Gli investitori istituzionali e gli analisti tendono a preferire strutture di capitale ottimizzate per il lungo termine, e l'emissione di azioni dilutive potrebbe essere vista come un segnale, per il quale la target sta adottando misure difensive piuttosto che concentrarsi su crescita e rendimento³¹¹. Questa situazione pone l'impresa di fronte a un significativo costo opportunità: il capitale raccolto tramite l'emissione di nuove azioni potrebbe non rappresentare la forma di finanziamento più efficace, specialmente se il costo del capitale proprio supera quello del debito. Se, mediante questa operazione, il denaro raccolto non venisse utilizzato con lo scopo di ridurre il debito o gli investimenti produttivi, la società potrebbe trovarsi con un determinato livello di indebitamento, che viene considerato insostenibile nel tempo. Difatti, questo potrebbe mettere, ulteriormente, sotto pressione la capacità dell'emittente di servire il proprio debito, in un contesto di tassi di interesse in aumento o di condizioni sfavorevoli di mercato. Inoltre, l'enfasi su codeste strategie difensive, quali la *poison pill*, può distogliere, dalla gestione operativa e dai necessari investimenti strategici le relative risorse e attenzioni, al fine di sostenere la crescita, a lungo termine, della società stessa, rischiando, in tal modo, di immobilizzare talune risorse in attività, le quali non massimizzano il rendimento a favore degli azionisti. Fondamentalmente, questo meccanismo difensivo, considerando il modello originario anziché le sue diverse varianti, è profondamente radicato nella pratica del diritto societario, in particolare nel sistema nordamericano. Si attiva quando un'entità acquisitrice raggiunge una soglia di possesso

³¹¹ Un'allusione, *ex coniectura*, si trova in GAUGHAN P.A., *op. ult. cit.*, pp. 150 e ss., che recita: "*poison pills were upheld in courts, leading large corporations to rapidly adopt their own poison pill defenses. However, increasing pressure was placed on companies to refrain from renewing poison pill plans and to avoid adopting new ones*". Non sorprende che, la crescente pressione da parte di investitori e gruppi di attivisti, preoccupati per le strategie difensive, ha portato molte società a non rinnovare i piani di *poison pill* o a non adottarne di nuovi.

azionario tale da rendere l'acquisizione estremamente onerosa, se non addirittura impossibile, senza il previo consenso del consiglio di amministrazione³¹². Una volta attivata, la *poison pill* costringe l'acquirente a negoziare direttamente con questo organo direttivo, l'unico con l'autorità di revocare o modificare la misura. In assenza di un accordo conciliatorio, l'offerente affronta una diluizione sostanziale della sua quota azionaria, rendendo economicamente impraticabile proseguire senza un'intesa. Dunque, un tratto peculiare delle pillole avvelenate è che la loro attivazione non richiede l'assenso degli azionisti, ma è una prerogativa esclusiva del consiglio. Questa autonomia decisionale evidenzia la complessità e la delicatezza delle situazioni di *takeover* ostile, sottolineando l'urgenza di azioni rapide e decisive, le quali non possono essere ritardate dalla necessità di convocare un'assemblea dei soci.

Queste misure difensive, considerate alla luce dell'esperienza statunitense, sono al centro di un vivace dibattito dottrinale, particolarmente per il loro impatto sulla configurazione del mercato azionario e sulla valutazione delle azioni. Tale disputa evidenzia un orientamento prevalente della dottrina nordamericana³¹³, generalmente critica verso l'utilizzo di tali strumenti. Tuttavia, il peso della giurisprudenza impone una prospettiva diversa, rafforzata dal principio del "precedente vincolante" che ne convalida l'autorità. È rilevante menzionare come, fin dalle sue origini, la giurisprudenza del *Delaware*³¹⁴

³¹² In questi termini si veda la nota 305.

³¹³ Tra le voci più autorevoli e persistenti nel dibattito dottrinale sulla tematica delle *poison pills*, è degno di nota GILSON R.J., "A Structural Approach to Corporations: the Case Against Defensive Tactics in Tender Offers", in *Stanford Law Review*, v. 33, 1981, pp. 819 e ss. Il quale, sin dagli anni '80, ha manifestato una costante opposizione all'uso di tali tattiche in caso di OPA. Questa posizione critica è stata ulteriormente confermata nel suo successivo lavoro "Unocal Fifteen Years Later (And What Can we Do About It)", in *Delaware Journal of Corporate Law*, 2001, vol. 26, pp. 461 e ss., a dimostrazione di come mantenga ancora oggi tale orientamento. Anche COFFEE J.C. Jr., "The Bylaw Battlefield: can Institutions Change the Outcome of Corporate Control Contests?", in *Univ. of Miami Law Review*, v. 51, 1997, pp. 605 e ss., ha contribuito a questo dibattito, affrontando il ruolo delle istituzioni nelle contese per il controllo societario. A fianco di questi studiosi, si distinguono altri eminenti accademici come BEBCHUK L.A., FERRELL A., "Federalism and Corporate Law: The Race to Protect Managers from Takeovers", in *Columbia Law Review*, v. 99, 1999, p. 1183; COATES J.C., IV, "Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence", in *Texas Law Review*, v. 79, 2000, p. 271; GORDON J.N., "Just say never?" *Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder Adopted Bylaws: an Essay for Warren Buffet*", in *Cardozo Law Review*, v. 19, 1997, p. 525; VELASCO J., "The Enduring Illegitimacy Of the Poison Pill", in *Journal of Corporation Law*, vol. 27-3, 2002, p. 381. Le loro riflessioni, di grande rilievo, continuano a influenzare in modo significativo il dibattito dottrinale attuale.

³¹⁴ La legittimità di tali strategie difensive fu consolidata dalla giurisprudenza statunitense con la pronuncia fondamentale in *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346, del 19 novembre 1985, nella quale si affermava che: "even when they are adopted prior to a takeover bid as a preventative measure, they become defensive when the board fails to redeem them after a hostile tender offer is commenced". Successivamente, la decisione in *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, del 1986, rafforzò definitivamente questa posizione dei giudici del Delaware, confermando l'adozione di queste

abbia sostenuto e ammesso queste *defense strategies*, adottando la *business judgment rule*. Questo principio giurisprudenziale ha trovato ripetuta applicazione nel contesto giuridico italiano, culminando nella recente conferma data dalla Sentenza della Cassazione Civile n. 25056 del 9 novembre 2020. Nonostante questo consolidato orientamento giudiziario, persiste una notevole divergenza tra le prospettive adottate dai sistemi giuridici nordamericano e italiano, riguardo alla tematica delle *poison pills*. Oltretutto, prevale, nel nostro ordinamento, la tendenza a considerare inammissibili tali misure difensive³¹⁵.

Anche se, da un lato, codesti meccanismi anti-*takeover* sono alquanto efficaci per il *management*; dall'altro, possono causare una diluizione del valore azionario e scoraggiare gli investitori istituzionali, specialmente quando queste misure persistono, senza che ci siano e che si traducano in miglioramenti significativi in relazione alla gestione dell'emittente. Di conseguenza, l'uso di questi *shareholders' rights plans* richiede un'attenta valutazione, rispetto alle circostanze che si verificano. Invece, considerando i possibili esiti a lungo termine, sia per gli azionisti sia per la società nel suo complesso, le pillole avvelenate, considerate a livello generale, condividono una serie di caratteristiche fondamentali che ne delineano il funzionamento. In primo luogo, tali meccanismi, come accennato in precedenza, si attivano in seguito a un "*trigger*". In questo modo, viene permesso agli azionisti della società bersaglio (dunque, escludendo l'acquirente ostile) di acquistare azioni a un prezzo significativamente inferiore rispetto al valore di mercato. Così, gli *hostile bidders*, al fine di evitare che venga attivata una *poison pill*, con conseguente diluizione della loro futura partecipazione, sono obbligati a negoziare direttamente con il *board of directors*. In secondo luogo, come attributo anch'esso già citato, il *management* della società bersaglio è l'unico organo autorizzato a revocare o disattivare questo piano di diritti privilegiati³¹⁶. Difatti, in particolari varianti, come la "*deadhand pill*", solo gli amministratori in carica al momento della sua implementazione

tattiche nel contesto delle acquisizioni societarie ostili. Oltre a queste sentenze si possono annoverare anche *Brown-Forman Distillers Corp. v. Lenox, Inc.*, 83 Civ. 2116 (D.N.J. June 20, 1983); *National Educ. Corp. v. Bell & Howell, Co.*, C. A. No. 7278 (Del. Ch. Aug. 25, 1983); *Huffington v. ENSTAR Corp.*, C. A. No. 7543 (Del. Ch. Apr. 25, 1984).

³¹⁵ Si tratta di un argomento che verrà approfondito, più dettagliatamente, nel prosieguo del presente paragrafo.

³¹⁶ In questo senso v. *Unitrin Inc. v. Am. Gen. Corp.*, 651 A.2d 1361, at 1381 (Del. 1995), nel quale si afferma: "*without the approval of a target's board, the danger of activating a poison pill renders it irrational for bidders to pursue stock acquisitions above the triggering level*".

possono decidere di ritirarla, consolidando ulteriormente il controllo del consiglio attuale. Questo aspetto sottolinea la natura autonoma del consiglio nel proteggere gli interessi societari, permettendo una risposta rapida e decisa a situazioni di potenziale rischio acquisitivo.

In ultima analisi e sinteticamente, l'uso di queste difese *pre-bid*, pur essendo un'efficace barriera contro acquisizioni indesiderate, può alienare gli investitori istituzionali e influenzare negativamente il mercato azionario, mantenendo un *management* potenzialmente inefficiente.

Dopo aver chiarito il contesto generale di questo meccanismo, mi accingo a esaminare nel dettaglio alcune delle sue principali "varianti", sviluppate per adattarsi a diverse esigenze societarie e normative. Tra queste, si annoverano la *flip-in*, la *flip-over rights*, la *deadhand pill*, la *no-hand pill* (o *deadhand* di durata limitata).

La prima *specie* rilevante è la *flip-in*, una delle più comuni nel panorama economico e societario delle *poison pills*. Invece di limitarsi a proteggere la società bersaglio solo in caso di acquisizione totale da parte del raider, esse permettono agli azionisti di diluire proattivamente la quota dell'acquirente non desiderato, intervenendo così anche nei tentativi di rilevamento di una partecipazione di controllo, ma non totale. Dunque, questo diritto può essere esercitato quando la società acquirente non riesce a ottenere il controllo completo, ossia meno del 100%, dell'impresa emittente.

Le disposizioni di "*flip-in*" rappresentano un'evoluzione significativa rispetto ai tradizionali piani di difesa anti-takeover, come evidenziato dalla decisione del *Delaware Supreme Court* nel caso *Household v. Moran*. Queste "*provisions*" si affiancano ai meccanismi di "*flip-over*" e alle clausole contro le operazioni di *self-dealing*, offrendo un ulteriore *layer* di protezione alle società target. Specificamente, una volta che un "*acquirer*" supera una certa "*threshold*" di possesso del capitale della società target, i diritti di *flip-in* permettono agli altri *shareholders*, ad eccezione dell'acquirente stesso, di acquistare azioni della società emittente a un prezzo ridotto, generalmente pari alla metà del loro *market value*³¹⁷. In questo modo, le "*flip-in*" fungono da deterrente contro le *hostile takeovers*, rendendo economicamente oneroso per il *bidder* raggiungere o superare la partecipazione di possesso, la quale attiverebbe il diritto di acquisto scontato per gli altri azionisti. Nonostante la Corte del Delaware abbia riconosciuto la legittimità di questi

³¹⁷ Cfr. in merito SBARBARO, F.M., *op. ult. cit.*, p. 67.

di piani di diritti ad oggetto, considerandoli una “*logical extension*” delle protezioni contro il *self-dealing* nei *rights plan*, è interessante notare l’assenza di un’analisi approfondita della loro applicazione³¹⁸. A differenza di quanto avvenuto per le *flip-over*, non è stata dedicata una valutazione altrettanto dettagliata³¹⁹. Questo può indicare una zona di “*legal uncertainty*” dove ulteriori controversie potrebbero chiarire o addirittura rivedere l’interpretazione e l’applicabilità di tali *provisions*.

In altri contesti legali, come illustrato nel caso *Dynamics Corp. of America v. CTS Corp.*³²⁰, i diritti di *flip in* sono stati giudicati “*unreasonable*”, in relazione al loro impatto su contemporanee *proxy contests*. Questo solleva questioni importanti riguardo l’equilibrio tra la protezione degli interessi dei soci minoritari e il diritto di quelli maggioritari di influenzare il *management* attraverso il voto. Lo strumento difensivo in questione, quindi, non solo rappresenta una manovra difensiva contro le OPA ostili, bensì un punto di tensione tra le *defensive strategies* e i principi di *fair corporate governance*. In secondo luogo, la *flip-over* si configura quale tecnica anti-scalata, la quale si attiva in seguito al verificarsi di determinati eventi scatenanti (“*trigger event*”), tipicamente legati all’acquisizione di una quota significativa del capitale sociale da parte di uno scalatore. In tale contesto, viene concessa agli azionisti della società target la facoltà di scambiare le proprie azioni privilegiate con *preferred stock* dell’acquirente, le quali, a loro volta, risultano convertibili in *common stock*, al prezzo più elevato che lo scalatore ha pagato per le azioni della società target in precedenza³²¹.

³¹⁸ In proposito v. *Henley Group, Inc. v. Santa Fe S. Pac. Corp.*, C.A. No. 9569 (Del. Ch. Mar. 12, 1988); *MAI Basic Four, Inc. v. Prime Computer, Inc.*, C.A. No. 10428 (Del. Ch. Dec. 20, 1988); *Facet Enters., Inc. v. Prospect Group, Inc.*, C.A. No. 9746 (Del. Ch. Apr. 15, 1988).

³¹⁹ Difatti, come sostiene SBARBARO, F.M., *op. ult. cit.*, p. 67, alcuni Tribunali hanno stabilito che le disposizioni *flip-in* non rientrano nella categoria degli atti “*ultra vires*”, né sono vietate dalle leggi statali applicabili. In altre giurisdizioni, invece, i giudici hanno affrontato casi riguardanti le medesime clausole, senza però entrare nel merito della loro conformità legale o pronunciarsi sulla loro validità in modo definitivo. Nella prima circostanza v. *Gelco Corp. v. Coniston Partners*, 652 F. Supp. 829 (D. Minn. 1986), *aff’d in part and vacated in part*, 811 F.2d 414 (8th Cir. 1987). Nella seconda si menziona *Coast Fed. Sav. & Loan Ass’n v. Culverhouse*, No. 89- 1998-CA-01 (Fla. Cir. Ct. July 28, 1989).

³²⁰ V. 637 F. Supp. 406 (N.D. Ill.) *aff’d* 794 F.2d 250 (7th Cir. 1986), *rev’d on other grounds*, 481 U.S. 69 (1987).

³²¹ In tal senso cfr. GAUGHAN, P.A., *op. ult. cit.*, p. 171. Secondo l’autore, Un caso emblematico di contromisura al *flip-over* si verificò nel 1985 durante il tentativo di acquisizione della *Crown Zellerbach Corporation* da parte di *Sir James Goldsmith*, finanziere anglo-francese. Goldsmith evitò deliberatamente di acquisire il 100% della società, limitandosi a una quota superiore al 50%, sufficiente per ottenere il controllo ma inferiore alla soglia che avrebbe attivato il *flip-over*. Questa strategia gli permise di eludere la clausola della *poison pill*, la quale era specificamente disegnata per prevenire acquisizioni totali. La mancata attivazione di essa compromise la posizione della *Crown Zellerbach* nel cercare alleati esterni, o “cavalieri bianchi”, deteriorando il valore delle sue azioni e migliorando così la posizione negoziale di Goldsmith. In seguito, riuscì a negoziare un’acquisizione vantaggiosa dell’intera società, seguita dalla vendita delle sue

L'emissione di tali strumenti partecipativi comporta, per la società emittente, un incremento della propria esposizione finanziaria, con un aggravamento della leva economica. Tale operazione, assimilabile a una forma di finanziamento, genera un aumento del rischio per l'offerente, rendendo l'acquisizione complessivamente più onerosa. L'attivazione di questa seconda tipologia di pillola avvelenata può avvenire esclusivamente in una fase successiva al perfezionamento della *takeover* ostile, ossia una volta che il *bidder* abbia conseguito il controllo totalitario della società target, mediante l'acquisizione del 100% delle partecipazioni sociali. Ne consegue che tale misura risulta funzionale a impedire il rilevamento integrale della società, essendo in grado di dissuadere il *bidder* dal completare l'operazione. Proprio in virtù di ciò, numerosi soggetti interessati ad ottenere la proprietà tendono a limitarsi al conseguimento di una certa influenza, senza pervenire al possesso dell'intero capitale sociale, al fine di eludere l'attivazione dei diritti di opzione derivanti dall'adozione della difesa del *flip-over*.

Sotto il profilo dei benefici per la società target, la menzionata tipologia di difesa consente di diluire la partecipazione degli azionisti acquirenti, attenuandone il potere all'interno della società e rendendo, altresì, i diritti riscattabili dai soci al valore nominale. Tuttavia, si rileva un possibile profilo di criticità, in quanto tale misura potrebbe ridurre l'attrattiva della società nei confronti di potenziali "cavalieri bianchi", i quali, dissuasi dall'attivazione di tale meccanismo difensivo, potrebbero non intervenire in supporto della società target. Dunque, il *flip-over*, originariamente concepito come una sorta di surrogato delle clausole sul prezzo equo (*fair price amendment*)³²², era implementato attraverso un "*convertible preferred stock plan*" con l'obiettivo di imporre all'acquirente un trattamento uniforme per tutti gli azionisti della società target. Questo assicurava che

risorse, inclusa la Camus Mill alla James River Corporation.

La limitazione principale delle *flip-over poison pills* risiede nella loro efficacia: esse sono utili solamente se l'acquirente aspira all'acquisizione completa dell'obiettivo, non riuscendo a dissuadere acquisizioni parziali che non raggiungano il 100%.

³²² Le azioni privilegiate emesse come parte della strategia *flip-over* conferiscono ai loro possessori prerogative particolari, analoghe a quelle offerte da una clausola di maggioranza qualificata (*super-majority provision*). Questi diritti includono la capacità di bloccare fusioni o acquisizioni a meno che non si raggiunga un consenso dell'80% del capitale sociale, garantendo così una protezione significativa agli azionisti di minoranza contro operazioni potenzialmente svantaggiose. Tale protezione è stata confermata dalla giurisprudenza, come illustrato nel caso *Seibert v. Gulton Industries, C.A. No. 5361* (Del. Ch. June 21, 1979), aff'd, 414 A.2d 822 (Del. 1980), dove è stato approvato un requisito di voto a maggioranza qualificata nel contesto di una fusione. Ulteriori analisi e discussione sulla validità e l'efficacia di simili disposizioni sono disponibili nella pubblicazione di FINKELSTEIN, J.A., "*Antitakeover Protection Against Two-Tier and Partial Tender Offers: The Validity of Fair Price, Mandatory Bid, and Flip-Over Provisions under Delaware Law*", in Sec. Reg. L. J., vol. 11, 1984, p. 291.

il prezzo pagato per l'acquisizione delle azioni rimanenti fosse conforme a quello già offerto nella fase iniziale dell'operazione di scalata.

Le circostanze in cui si rivela l'efficacia di meccanismi di difesa come il *flip-over* possono essere principalmente due. La prima situazione si verifica quando una *tender offer* intesa per il controllo di una società è solo il preludio a un'ulteriore fase di fusione, nota come *second step merger*³²³. La seconda si presenta quando l'accumulo di quote minoritarie da parte di uno o più soggetti è seguito da manovre societarie che potrebbero pregiudicare gli interessi degli azionisti residui. In particolare, il "*share purchase rights plan*" si presenta come un meccanismo di difesa anti-scalata, prevedendo la distribuzione di diritti di acquisto di azioni, siano esse di tipo *common* o *preferred*, proporzionali alle azioni possedute, sotto forma di dividendo agli azionisti. Inizialmente, queste prerogative non sono immediatamente esercitabili e non vengono emessi certificati fisici corrispondenti, circolando congiuntamente alle azioni comuni. Questi diritti, con una validità decennale, hanno un prezzo di esercizio impostato "*out of the money*" al momento dell'emissione, evitando così di diluire il valore per azione e di influenzare negativamente il prezzo di mercato delle azioni comuni³²⁴. Diventano esercitabili dieci giorni dopo che si verifica uno tra due eventi specifici: l'acquisizione di almeno il 20% delle azioni comuni da parte di un ente o un gruppo, oppure l'annuncio o l'inizio di una *tender offer* che potrebbe risultare nell'acquisizione di almeno il 30% del *common stock*³²⁵. Una volta esercitabili, i diritti possono essere negoziati indipendentemente dalle azioni comuni e non conferiscono alcun diritto di voto. L'elemento chiave di questi piani è la *flip-over provision*: nel caso di una fusione o di un'altra *business combination*, o la vendita di oltre il 50% dell'attività o del suo potere di guadagno, i titolari dei diritti possono acquistare azioni della società acquisitrice al valore di doppio del prezzo di esercizio, effettivamente acquistando a metà prezzo³²⁶. Questa disposizione serve come un deterrente significativo

³²³ A tal riguardo si veda FLEISCHER A., Jr, SUSSMAN A.R., "*Takeover Defense*", Sesta Edizione, New York, 2000, Supplemento 2002, pp. 5 e ss.

³²⁴ Per un'ulteriore disamina sull'effetto dei piani di acquisto diritti azionari sul prezzo di mercato delle azioni, si consiglia di consultare il rapporto di Kidder, Peabody & Co., esposto nel *Corporate Control Alert* di luglio 1986. Tale studio evidenzia l'assenza di impatti significativi sui prezzi di mercato conseguenti all'adozione di tali piani, corroborando la tesi secondo cui la fissazione del prezzo di esercizio *out of the money*, al momento dell'emissione dei diritti, non altera il valore per azione né incide negativamente sul mercato azionario delle società interessate.

³²⁵ In riferimento a ciò, si prenda in considerazione il caso *Edelman v. Phillips Petroleum Co.*, C. A. No. 7899 (Del. Ch. June 3, 1986).

³²⁶ Per ulteriori approfondimenti in merito alla "*flip-over provision*" si rimanda a SBARBARO, F.M., *op. ult. cit.*, pp. 62 e ss. Inoltre, si rinvia al *case law Amalgamated Sugar, Co. v. NL Indus.*, 644 F. Supp. 1229

contro acquisizioni non desiderate, proteggendo gli interessi degli azionisti esistenti.

La terza tipologia di *poison pill* si riferisce alla “*deadhand pill*”. Essa comporta l’emissione di nuove azioni agli azionisti esistenti, non appena un offerente ostile raggiunge una determinata soglia di partecipazione. Nonostante in passato alcune sentenze avessero limitato l’utilizzo di questa strategia³²⁷, pronunciamenti giuridici più recenti hanno validato la sua applicabilità³²⁸. La peculiarità di questo strumento risiede nel suo meccanismo di revoca: può essere disattivata esclusivamente dagli amministratori in carica o dai loro successori diretti. Questa condizione impedisce ai nuovi amministratori, potenzialmente nominati da un offerente ostile, tramite una *proxy fight*,

(S.D.N.Y. 1986).

³²⁷ Le prime decisioni giuridiche, specie quelle emerse nello Stato di New York, si sono espresse contrariamente alla sua liceità, come evidenziato nel caso *Bank of New York Co., Inc. v. Irving Bank Corp.*, 528 N.Y.S. 2d 482 (Sup. Ct. 1988). I giudici hanno argomentato che tali misure instaurano una discriminazione ingiustificata tra i poteri conferiti ai direttori attuali della società, noti come “*continuing directors*”, rispetto a quelli eletti successivamente in situazioni di conflitto. Tale osservazione riflette le teorie discusse ampiamente nell’opera di DESANA, E., *op. ult. cit.*, p. 151. In aggiunta cfr. GAUGHAN, P.A., *op. ult. cit.*, p. 171, per cui la Corte del Delaware, tramite il Vice Cancelliere nel caso *Carmody v. Toll Brothers Inc.*, 723 A2d 1180 (Del. Ch. 1998) ha ulteriormente enfatizzato la contrarietà di tali dispositivi rispetto allo Statuto dello Stato, evidenziando l’incompatibilità della *dead hand poison pill* con i principi di buona *governance*. In particolare, è stata messa in luce l’impossibilità per i nuovi amministratori, potenzialmente eletti attraverso una *proxy fight* dai minoritari o dallo stesso offerente, di annullare tale misura difensiva. Questo verrebbe interpretato come un esaurimento delle prerogative di voto degli azionisti, minando il principio democratico della gestione societaria. Secondo la giurisprudenza rilevante, in particolare in base all’ultima sentenza citata, una misura difensiva viene considerata esclusiva quando rende, per il *bidder*, o “*mathematically impossible*” o “*realistically unattainable*” condurre efficacemente una battaglia per le deleghe al fine di ottenere il controllo societario. Queste caratteristiche sono state ritenute sufficienti per sostenere l’argomento, secondo cui, la clausola di “*dead hand*” rende una contestazione per le deleghe praticamente irrealizzabile, risultando quindi sproporzionata e non ragionevole ai sensi dei criteri stabiliti dalla giurisprudenza *Unocal*, che valuta la proporzionalità e la ragionevolezza delle misure difensive adottate dalle società.

³²⁸ Nella giurisprudenza iniziale, specie quella emersa nello Stato di New York, la legittimità delle *dead hand poison pills* veniva fortemente contestata. Tuttavia, l’evoluzione della giurisprudenza in altri Stati USA ha portato a una riconsiderazione della liceità di tali misure. Ad esempio, nel caso della Georgia con *Invacare Corporation v. Healthdyne Technologies Inc.*, 968 F. Supp. 1578 (N.D. Ga 1997), la corte ha validato l’uso di una pillola avvelenata, che rendeva una *tender offer* ostile praticamente irrealizzabile. Per un’analisi dettagliata di questa interpretazione, si consiglia la consultazione di GORDON, J.N., “*Just Say Never? Poison Pills, and Shareholder-Adopted Bylaws: An Essay for Warren Buffet*”, in Columbia Law School Working Paper n. 134/1997, vol. 18., p. 21. Questo principio di preclusività trova fondamento in una lettura specifica del *Georgia Corporate Code (section 624)*, come emerso nel contesto del caso *Healthdyne* citato *ut supra*, sostenendo che non si può escludere il potere del *board* di amministrazione di definire le caratteristiche dei diritti di opzione emessi. Tuttavia, l’adozione di una *dead hand poison pill* che solo l’organo amministrativo originale può revocare, e non i successori potenzialmente nominati tramite una *proxy fight*, ha sollevato questioni sulla sua proporzionalità e ragionevolezza sotto il profilo della legge (rispetto a quest’ultima tematica si veda GORDON, J.N., *op. ult. cit.*, p. 25) del Delaware, come discusso in *Moran v. Household International* e in *The Amalgamated Sugar Company v. NL Industries*, 644 F. Supp. (S.D.N.Y. 1986). Davanti a queste significative divergenze nelle posizioni giurisprudenziali, emerge l’importanza di valutare il carattere “relativo” delle tecniche di difesa preventiva. La *dead hand poison pill*, in particolare, pone una barriera quasi insormontabile al cambiamento del controllo, portando a considerare tali misure come potenzialmente illecite se rendono una *tender offer* ostile “*realistically unattainable*”, come sottolineato nella sentenza. Per quest’ultimo commento si cita DESANA, E., *op. ult. cit.*, p. 152.

di revocare la pillola avvelenata³²⁹. Di conseguenza, questa tipologia di pillola avvelenata neutralizza gli sforzi di un offerente di prendere il controllo della società attraverso una guerra delle deleghe e blocca la possibilità di vendere la società, fino a che almeno uno degli amministratori originali rimanga in carica. Questa strategia difensiva si rivela, quindi, un formidabile ostacolo³³⁰.

Infine, l'ultima tipologia da menzionare è la *no hand poison pill*, conosciuta anche come disposizione di durata limitata, la quale è una variante temperata della più rigida *dead hand*. La particolarità di questa pillola risiede nel concedere al nuovo consiglio di amministrazione, eletto potenzialmente durante una guerra di deleghe, la capacità di riscattare la pillola avvelenata. Tuttavia, ciò è permesso solo dopo un periodo di attesa predeterminato, ad esempio, 180 giorni³³¹, durante i quali nessun amministratore, sia preesistente che neoeletto, può annullare la disposizione. Essa si presenta come un compromesso equilibrato rispetto alla versione *dead hand*, la quale può rimanere in vigore per un arco di tempo considerevolmente più lungo, fino a dieci anni.

In pratica, questa misura serve a proteggere l'emittente da scalate improvvise e aggressive, mantenendo una certa stabilità durante il periodo di transizione amministrativa e garantendo che ogni azione difensiva contro i *takeovers* ostili sia considerata e approvata da un consiglio che abbia avuto il tempo di stabilizzarsi.

Un esempio concreto a cui fare riferimento è il caso Netflix nel 2012. Il Consiglio di amministrazione di questa società aveva adottato questa strategia difensiva, menzionata precedentemente, per prevenire un'eventuale scalata ostile da parte dell'investitore attivista Carl Icahn. Tale strumento consisteva nell'emissione massiccia di nuove azioni, nel caso in cui qualcuno acquistasse più del 10% delle azioni. Icahn, che aveva recentemente rilevato una quota del 9,98%, era noto per la sua abilità nell'influenzare significative modifiche gestionali nelle società in cui investe. Tuttavia, il piano di difesa

³²⁹ È tuttavia opportuno menzionare un'affermazione significativa di GAUGHAN, P.A., *op. ult. cit.*, p. 171, la quale sottolinea che *"the higher the premium offered, the more pressure on the board to remove the pill defense"*.

³³⁰ Da questa misura *"semberebbe derivare un'efficacia antisalata assoluta"*. Così si esprime DESANA, E., *op. ult. cit.*, p. 151.

³³¹ In tal senso si esprime GAUGHAN, P.A., *op. ult. cit.*, p. 172. Difatti, l'A. afferma: *"limitation periods are typically 180 days"*. Inoltre, nel suo libro aggiunge che i tribunali statunitensi hanno frequentemente avallato l'impiego delle pillole citate *ut supra*. Tuttavia, tale sostegno è stato condizionato dal fatto che queste misure non ostacolano il processo d'asta. Al contrario, altre giurisdizioni, le quali attribuiscono maggiore rilevanza ai diritti degli azionisti, non hanno riservato lo stesso favore per esse. In particolare, sia il Regno Unito sia l'Unione Europea hanno manifestato una chiara posizione di disapprovazione nei confronti delle *poison pills*.

adottato da Netflix non era stato sottoposto al vaglio degli azionisti. Il finanziatore aveva criticato questa mossa, come un esempio di cattiva *governance* societaria, soprattutto considerando che solo un terzo dell'organo di gestione era eletto annualmente dai soci³³². Nonostante le critiche, il consiglio di Netflix sosteneva che tale misura fosse necessaria per proteggere gli interessi della *target* e dei suoi azionisti, da tentativi di acquisizione che non considerava vantaggiosi. Questo approccio rifletteva l'uso della “*no hand poison pill*”, che, pur offrendo una difesa contro prese di controllo non volute, permetteva una certa flessibilità. Difatti, il *management* rinnovato poteva annullare la pillola dopo un periodo di tempo definito.

A seguito dell'analisi della *poison pill* e del suo utilizzo come strumento anti-OPA, è ora opportuno inquadrarla all'interno delle due fattispecie giuridiche esaminate nel precedente paragrafo (*infra* cap. 2, par. 2), ai sensi dell'art. 104 del TUF.

L'obiettivo primario è di verificare se essa richieda una specifica autorizzazione assembleare, come nella prima ipotesi, o, come nella seconda ipotesi, se possa essere adottata dal consiglio di amministrazione senza necessità di approvazione dei soci. Codesta si colloca prevalentemente nella seconda fattispecie, poiché le pillole avvelenate vengono, generalmente, adottate preventivamente, senza la necessità di un consenso derivante dall'adunanza dei proprietari³³³. Il *board of directors*, in tale contesto, esercita un ampio potere discrezionale nell'attuare misure difensive, senza, per lo meno, nessun tipo di controllo *ex ante*. Tuttavia, questa elevata autonomia può comportare un rischio di conflitto di interessi, atteso che, i medesimi amministratori potrebbero agire, non per tutelare gli interessi degli azionisti, bensì per preservare il proprio controllo.

In tal senso, di particolare rilievo, risulta l'evoluzione della giurisprudenza statunitense, che ha svolto un ruolo determinante nell'affermare la legittimazione delle *poison pills*.

³³² La “*poison pill*” di Netflix era stata implementata in un periodo di notevole turbolenza per la società, che aveva visto un crollo del valore delle sue azioni del 75% dal picco del 2011, complicazioni derivanti da un tentativo fallito di scindere il servizio di noleggio DVD e sfide finanziarie legate all'espansione internazionale aggressiva e alla perdita di clienti dovuta all'aumento dei prezzi. Per un maggior approfondimento in merito al caso Netflix in questione, si menziona l'articolo “*Netflix takes poison pill to ward off Icahn takeover*”, in BBC News, 5 novembre 2012, disponibile al sito web: <https://www.bbc.com/news/business-20214401>, consultato in data 20 settembre 2024.

³³³ Le pillole avvelenate sono strumenti difensivi gestiti direttamente dal consiglio di amministrazione, che sfrutta i suoi ampi poteri per emettere nuove azioni. Questa pratica permette al *board* di agire rapidamente, senza necessità di ottenere l'approvazione degli azionisti, differenziandosi così dalle tecniche come i “repellenti per squali”, le quali richiedono modifiche statutarie e quindi il voto assembleare. Questa posizione è evidenziata da FERRARINI, G., “*Le difese contro le O.P.A. ostili: analisi economica e comparazione*”, in Rivista delle Società, fasc. 5, 2000, pp. 737 e ss.

Considerando soprattutto alcune Corti USA, specificamente quella del Delaware, e i *case law* citati nel presente paragrafo, si può affermare che hanno contribuito a evidenziare un quadro giuridico che ha ampliato, progressivamente, i poteri del consiglio di gestione, aumentando la loro discrezionalità. In particolare, nel corso del tempo, si è evinto che tutte le tipologie principali di pillole avvelenate, comprese la *dead hand poison pill* e la *no hand poison pill*, sono state ritenute lecite. Il riconoscimento della relativa legittimità di tali “piani di diritti” è stato rafforzato dall’applicazione della *business judgment rule*, il quale ha consolidato il potere del *board*. In questo modo, la giurisprudenza, ha stabilito che quest’ultimo organo collegiale ha un diritto sostanziale di poter adottare queste misure. Ciò può avvenire anche senza un consenso specifico e preventivo degli azionisti, purché tali decisioni siano motivate da un determinato interesse sociale.

In questa cornice, le due tipologie principali, la *dead hand* e la *no hand*, assumono particolare importanza. La prima consente solo agli amministratori in carica al momento dell’adozione della stessa, o ai loro successori diretti, di revocarla, impedendo così che nuovi membri del consiglio eletti da un offerente ostile possano disattivarla. Tale autonomia decisionale è coerente con la *business judgment rule*, che giustifica il loro potere di adottare difese senza necessità di assenso assembleare.

Allo stesso modo, la seconda, che permette all’organo rinnovato di annullare la misura solo dopo un periodo di attesa (solitamente di 180 giorni), si inserisce nel solco di questa giurisprudenza, riconoscendo l’ampia discrezionalità del consiglio di gestione. Il caso di Netflix del 2012, citato *ut supra*, ne rappresenta un esempio rilevante, dove il *board* fu criticato da Carl Icahn e da altri investitori per aver adottato una *no hand poison pill* che, secondo lui, era finalizzata a preservare il controllo del *management* piuttosto che tutelare gli interessi degli azionisti.

Entrambe queste tipologie, appena menzionate, riflettono chiaramente la seconda fattispecie esaminata, in cui le difese anti-OPA possono essere attuate senza un consenso, con tutti i rischi di conflitto di interessi che tale discrezionalità comporta.

Dunque, premesso tutto ciò, e ricapitolando, la *poison pill* si attiva automaticamente, qualora un potenziale acquirente raggiunga una soglia di partecipazione azionaria predeterminata. Come tale, rientra tra quelle difese *pre-bid* che sono adottate in una fase antecedente rispetto alla comunicazione formale di un’OPA e, nella maggior parte dei casi, non richiedono un preventivo consenso *ad hoc*. Questa dinamica si inserisce

perfettamente nella seconda fattispecie da me elaborata, concepita per gli scopi di questa tesi, ove gli amministratori hanno il potere di adottare misure difensive senza l'approvazione assembleare, a meno che lo statuto societario non preveda diversamente. In questo contesto, questo piano di diritti può essere attuato dal *board* senza autorizzazione, purché conforme allo statuto e al mandato fiduciario degli amministratori. La strategia difensiva è di fatto adottata da quest'ultimi in piena autonomia, ma questo potere discrezionale, pur formalmente legittimo, può essere soggetto a deviazioni, in violazione dell'art. 2391 c.c., qualora venga usato per obiettivi che non coincidono con gli interessi generali della società o degli *shareholders*.

D'altro canto, la prima fattispecie da me elaborata, la quale richiede il consenso assembleare, è meno rilevante per la *poison pill*, salvo alcuni casi eccezionali, come l'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione o l'emissione di obbligazioni convertibili. Nella maggior parte delle giurisdizioni, tuttavia, questo piano di diritti è progettato per essere adottato senza l'approvazione degli azionisti, a differenza delle difese successive³³⁴, che spesso la richiedono.

3.1.2 Incompatibilità delle *poison pills* alla luce del diritto societario italiano

Strettamente connesso a quanto discusso e prima di avanzare, nonché focalizzarsi sul seguente paragrafo, si rende necessario considerare un particolare aspetto, assunto come rilevante, ovvero l'inammissibilità delle *poison pills* nell'ambito del diritto societario italiano.

Il dibattito su tali strumenti, presente ad oggi, sulla scorta dell'analisi giuridica avanzata a livello nazionale, non si limita alla loro incidenza sui meccanismi di mercato o sulla normativa delle OPA. Al contrario, si concentra sul loro evidente contrasto con i basilari pilastri vigenti nel nostro sistema giuridico societario. Tale incompatibilità è radicata in diverse considerazioni cardini che delineano il tessuto del nostro ordinamento.

³³⁴ In questo senso, esistono casi in cui le *poison pill* sono state adottate anche come difese successive. Questo perché il *board* utilizza la propria discrezionalità dopo l'annuncio di un'OPA. Difatti, ciò è evidenziato dai *case law* statunitensi, in merito v. COATES, J.C., "The Contestability of Corporate Control: A Critique of the Scientific Evidence on Takeover Defenses", in Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 265, Harvard Law School, Center for Law Economics and Business, 1999, p. 57, disponibile online: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=173628.

Nondimeno, questo si distingue nettamente dagli ordinamenti nordamericani, dove tali misure difensive sono spesso implementate direttamente dagli amministratori, attraverso il loro esteso potere di emettere azioni per l'aumento del capitale sociale³³⁵.

In primo luogo, in Italia, la competenza di tale incremento “*che è alla base di qualsivoglia emissione di titoli, rientra nella competenza dell'assemblea straordinaria. Non sarebbe pertanto ipotizzabile il loro impiego da parte dell'organo amministrativo in totale autonomia rispetto all'organo assembleare*”³³⁶. In secondo luogo, la nostra legislazione societaria stabilisce che, tutte le azioni emesse debbano avere lo stesso valore e conferire identici diritti ai possessori, eccetto in rare circostanze, le quali consentono la creazione di categorie speciali di azioni. Questo principio di eguaglianza, sancito dall'art. 2348 c.c., entra in conflitto aperto con le modalità tipiche delle *poison pills*, le quali prevedono l'attribuzione di diritti preferenziali a determinati azionisti, comunemente noti come “*acquiring person*” nelle dinamiche di *takeover*. Queste limitazioni sono ancor più stringenti in seguito alla riforma del diritto societario introdotta dal d.lgs. 6/2003, che, pur ampliando la flessibilità nella gestione del capitale sociale, non ha mitigato la necessità di un'autorizzazione assembleare per misure che derogano dal principio di uguaglianza tra azionisti, come stabilito dall'art. 2351, comma 3, c.c.³³⁷. Questa disposizione concede eccezioni al voto scalare solamente sotto condizioni molto restrittive, rinforzando il concetto che qualsiasi deviazione significativa nei diritti azionari deve essere sottoposta a scrutinio democratico. In sostanza, il postulato ex art. 2351, terzo comma, c.c., che regola l'ordinazione del diritto di voto e il voto scalare, ammette deroghe solo in circostanze eccezionalmente delineate e sempre sotto il controllo dell'assemblea straordinaria³³⁸. Nell'ambito delle riflessioni giuridiche sul diritto societario, si osserva

³³⁵ V. nota 335.

³³⁶ Cit. di DESANA, E., *op. ult. cit.*, p. 188.

³³⁷ I postulati contenuti negli artt. 2348, 2351, c.c., vengono trattati in maniera dettagliata, *ex multis* da SPADA, P., “*Dalla nozione al tipo della società per azioni*”, in Riv. dir. civ., 1985, vol. I, pp. 95 e ss.; ANGELICI, C., “*Le disposizioni generali sulla società per azioni*”, in Trattato di diritto privato, diretto da Rescigno, vol. 16, t. 2, Torino, 1985, pp. 205 e ss.

³³⁸ Inoltre, a fini della nostra disamina si può citare l'art. 2350 c.c., il quale riguarda la distribuzione degli utili. In riferimento a ciò, come precisato dalla giurisprudenza, “*Si consideri, in proposito, che la percezione degli utili realizzati e distribuiti è un diritto derivante dalle azioni “emesse” (art. 2350 c.c.). Poiché le azioni debbono essere emesse a valore non inferiore a quello nominale, dato dalla parte di capitale che l'azione rappresenta e pari al risultato della divisione del capitale sociale per il numero delle azioni, ne deriva che la percezione degli utili deve essere rapportata alla porzione di capitale che il titolo rappresenta. In linea sostanziale, lo stesso capitale che nella gestione sociale ha contribuito alla produzione degli utili, conferisce titolo alla relativa distribuzione ai legittimi portatori delle azioni secondo il loro valore nominale. Da ciò la necessità che il titolo, per dare diritto alla percezione degli utili distribuiti, non abbia*

un interesse crescente verso il trattamento delle azioni e i diritti connessi, in particolare nel contesto delle operazioni di aumento di capitale. Ai sensi dell'art. 2441 del c.c., pre-riforma, le azioni e le obbligazioni convertibili in azioni venivano offerte ai soci secondo una proporzione direttamente correlata al numero di azioni detenute, riflettendo un principio di equità nella partecipazione agli aumenti di capitale. Tale normativa sottolinea l'intento del legislatore di garantire che ogni azionista mantenga un'influenza proporzionale nella società, senza subire diluizioni ingiustificate del proprio potere societario. Tuttavia, la riforma del diritto societario, incarnata nel decreto legislativo n. 6 del 17 gennaio 2003, ha introdotto una flessibilità maggiore nella gestione delle emissioni di nuovi titoli. L'art. 2443 c.c., come modificato, permette ora agli amministratori di escludere, su delega dell'assemblea, il diritto di opzione in determinate circostanze, quali ad esempio conferimenti in natura, esigenze specifiche della società, o la necessità di incentivare i dipendenti attraverso l'emissione di azioni. Questo ampliamento dei poteri gestionali, pur mantenendo controlli sulla congruità del prezzo di emissione per prevenire abusi, apre a scenari in cui la distribuzione del capitale sociale può essere più strategicamente orientata. La nuova struttura del diritto d'opzione rispecchia una visione più moderna e flessibile della *governance* societaria, invero solleva interrogativi riguardo alla sua compatibilità con il principio di parità tra gli azionisti. In questo contesto, emerge la problematica delle *poison pills*, le quali, se introdotte, potrebbero teoricamente creare disparità significative tra i soci, configurando situazioni dove alcuni di essi si trovano ad avere diritti di voto o di proprietà maggiorati rispetto ad altri³³⁹.

In aggiunta, la disamina del rapporto tra l'organo amministrativo e l'assemblea nei contesti europei, in relazione al procedimento di formazione del capitale, manifesta un'impronta fortemente ispirata ai principi comunitari, la cui eco risuona uniformemente

un valore nominale al di sopra della parità" (Cass. civ., Sez. I, Sent., 11/03/1993, n. 2958). Dunque, dalle considerazioni emerse dalla pronuncia della Corte Suprema, appena citata, e dall'analisi dell'art. 2350 c.c., si desume un principio imprescindibile: ogni azione, quale rappresentanza di una frazione del capitale sociale, attribuisce al detentore il diritto a una porzione proporzionale degli utili distribuiti dalla società. Tale postulato è di fondamentale importanza, al fine di salvaguardare l'equità inter-societaria, assicurando che la distribuzione degli utili avvenga in stretta correlazione con la quota di capitale sottoscritta da ciascun azionista. Di conseguenza, questa massima, che incarna i principi di equità e proporzionalità, riveste significativa pertinenza nel contesto della disamina riguardante l'inammissibilità delle *poison pills* nel diritto italiano. Quest'ultime, infatti, possono introdurre categorie azionarie dotate di diritti differenziati, in palese contrasto con il principio di eguaglianza azionaria, sancito dagli artt. 2348, 2350 e 2351 c.c. In tale quadro, si impone una demarcazione netta rispetto a pratiche che possano allontanarsi da tali direttive normative, specialmente in considerazione di strumenti difensivi che configurano quote di capitale sociale dotate di diritti non uniformi, potenzialmente in conflitto con la parità tra gli azionisti.

³³⁹ A riguardo si vedano le conclusioni tratte da DESANA, E., *op. ult. cit.*, p. 189.

attraverso i diversi ordinamenti nazionali. Tale uniformità è evidenziata dalla Direttiva CE n. 77/91, art. 29, il quale impone una rigorosa proporzionalità nell'attribuzione delle opzioni sugli aumenti di capitale. Da ciò deriva un principio di equità, in quanto ogni azionista deve avere la possibilità di sottoscrivere nuove azioni, in proporzione alla sua quota di capitale sociale preesistente. Questo assunto garantisce che tutti gli azionisti siano trattati equamente in situazioni di aumento di capitale, affinché si evitino discriminazioni e si preservi la coesione tra il valore nominale delle azioni e i correlati diritti. In questo contesto, il diritto d'opzione si configura come una misura protettiva che scongiura l'erosione involontaria della quota di partecipazione degli azionisti minoritari. Limita anche le opportunità per manovre che potrebbero alterare il controllo societario in maniera iniqua. Tali disposizioni si riflettono nella legislazione italiana, come evidenziato dall'art. 2441 del c.c. Questo stabilisce condizioni sotto le quali il diritto d'opzione può essere escluso, garantendo che tali esclusioni siano giustificate da necessità concrete, come conferimenti in natura o specifiche strategie di incentivazione per i dipendenti. Anche dopo le modifiche legislative introdotte dal d.lgs. n. 6 del 2003, il quadro normativo rimane impegnato a prevenire disparità nell'accesso ai vantaggi derivanti dagli aumenti di capitale.

Premesso quanto esposto nel contesto del presente paragrafo, si evince che le cosiddette *poison pills*, pur efficaci nel sistema nordamericano come strumenti di difesa, presentano criticità notevoli rispetto alla compatibilità con il diritto societario europeo. Tali meccanismi di difesa si scontrano, infatti, con principi strutturali quali il diritto di opzione e l'eguaglianza di trattamento degli azionisti, contravvenendo a normative fondamentali riguardanti la formazione del capitale sociale. La trasposizione di tali strumenti difensivi, nel contesto giuridico europeo, richiederebbe un impegno considerevole in termini di revisione legislativa e un'approfondita analisi delle prerogative assembleari. Nei vari ordinamenti dell'Unione Europea, tali attribuzioni sono minuziosamente delineate e frequentemente si estendono oltre la regolamentazione delle offerte pubbliche di acquisto, specialmente quelle di natura obbligatoria³⁴⁰.

Alla luce dell'inammissibilità della *poison pill* nell'ordinamento italiano, già ampiamente riconosciuta dalla dottrina³⁴¹, non si rende necessario un approfondimento in merito ai

³⁴⁰ In tal senso cfr. FERRARINI, G., *op. ult. cit.*, p. 776.

³⁴¹ Tale conclusione si fonda, *ex multis*, su FERRARINI, G., *op. ult. cit.*, p. 776, il quale afferma: “*le pillole avvelenate devono il loro successo negli U.S.A. alla circostanza di poter essere direttamente inserite dagli*

possibili conflitti di interesse legati all'adozione di tale misura difensiva. Sebbene, in ipotesi, l'utilizzo di essa potrebbe effettivamente sollevare questioni inerenti alla citata conflittualità, codesto argomento esula dalla presente dissertazione, proprio in ragione della consolidata incompatibilità di questa strategia nel contesto giuridico italiano.

3.1.3 Risarcimento del danno e deprezzamento azionario in seguito all'adozione di *poison pills*

Considerando le eventuali conseguenze in caso di adozione di una *poison pill*, dal dibattito dottrinale emerge una visione articolata, che evidenzia profili sia positivi che negativi. Alcuni studiosi, da un lato, sostengono che l'attuazione di questo strumento possa rappresentare una efficace strategia efficace, al fine di tutelare la società da potenziali acquisizioni ostili, così da consentire una maggiore stabilità e, al contempo, una protezione degli interessi in capo agli azionisti. Per di più, in taluni contesti, questi autori enfatizzano come la *poison pill* possa fungere da deterrente verso le offerte non desiderate, affinché si possa preservare il valore della società e garantire, a quest'ultima, una crescita continua³⁴².

Invece, dall'altro lato, vi è una corrente di pensiero che mette in risalto alcune conseguenze negative, in caso di adozione della misura in oggetto. Questi studiosi segnalano l'esistenza di effetti avversi nell'eventualità di un'implementazione di essa, quali la svalutazione delle azioni e la perdita di fiducia verso gli investitori, in quanto

amministratori. Questa circostanza non è ripetibile in Europa, dati il ruolo dell'assemblea degli azionisti nell'aumento del capitale sociale ed i più limitati poteri degli amministratori al riguardo. Un'eventuale importazione delle poison pills dovrebbe, in ogni caso, fare i conti con la disciplina imperativa delle o.p.a., soprattutto di quelle obbligatorie. Inoltre, essa genererebbe problemi di disciplina dei conflitti di interesse simili a quelli sorti negli USA". Di cruciale rilevanza è anche il contributo di DESANA, E., *op. ult. cit.*, p. 187; oltre allo studio di COMMENT & SCHWERT, "*Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures*", in J. Fin. Econ., 1995, p. 3. Infine, v. MUCCIARELLI, F.M., "*Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto - Le difese successive contro offerte pubbliche d'acquisto di azioni quotate*", in Giuffrè Editore, Milano, 2004, p. 15, il quale evidenzia che "*i meccanismi che nella prassi statunitense vengono chiamati "pillole avvelenate" probabilmente non sono legittimi negli ordinamenti europei, principalmente perché l'attribuzione delle opzioni a solo alcuni azionisti, e non a tutti, contrasta apertamente con il principio di parità di trattamento tra soci, che è un principio cardine degli ordinamenti europei*".

³⁴² In questo senso v. CHOPER D., COATES J.C., GILSON R.J., "*Cases and Materials on Corporations*", 4a ed., Boston, 1995, p. 905; MACEY J.R., "*The Legality and Utility of the Shareholder Rights Bylaw*", in Hofstra L. Rev., 1998, p. 835; COMMENT & SCHWERT, *op. ult. cit.*, p. 3; FERRARINI, G., *op. ult. cit.*, p. 770.

potrebbero percepire tale scelta strategica come un preciso segnale di vulnerabilità della *governance* societaria³⁴³. Inoltre, il suo utilizzo potrebbe indurre a un clima di incertezza, influenzando la reputazione dell'emittente preso in considerazione.

Nel presente paragrafo, pertanto, procederò a svolgere un'analisi approfondita in relazione alle conseguenze negative derivanti dall'eventuale adozione di una *poison pill*, assumendone in via ipotetica l'ammissibilità giuridica, in conformità a una parte della dottrina. L'adozione di questo mezzo difensivo da parte degli amministratori, anche se esso venisse considerato lecito, potrebbe comportare significative ripercussioni, in particolare sul valore delle azioni detenute dagli stessi azionisti. Tali ricadute possono tradursi in una svalutazione o un deprezzamento del titolo, con potenziali danni economici per i soci.

Sulla base di questa premessa e in tali circostanze, è fondamentale analizzare se possa

³⁴³ Riguardo a questo tipo di interpretazione dottrinale, si possono menzionare diversi esperti del diritto. In primis, *ex multis*, si cita MUCCIARELLI, F.M., *op. ult. cit.*, pp. 18-19. Nella sua opera, la conclusione consiste nel fatto che l'adozione di *poison pills* può causare una svalutazione delle azioni, costringendo gli azionisti a vendere per evitare di restare in minoranza con titoli deprezzati. Tale situazione è spesso descritta come un "*dilemma del prigioniero*" a n. persone, in cui la decisione di ogni socio è influenzata dalle scelte altrui. L'incertezza sull'esito dell'OPA e le conseguenze delle *poison pills* accentuano il rischio di perdita patrimoniale, aprendo la strada a potenziali richieste di risarcimento. Rispetto al concetto del dilemma del prigioniero si veda "*Paradoxes of rationality and cooperation. Prisoner's dilemma and Newcomb's problem*", a cura di R. Campbell e L. Sowden, Vancouver, 1985.

È ampiamente riconosciuto in dottrina che l'adozione delle pillole avvelenate può comportare conseguenze negative sul valore delle azioni di una società. A tale riguardo, uno studio empirico condotto da Malatesta e Walking ha evidenziato che, l'annuncio dell'introduzione di questa difesa nello statuto, ha prodotto una riduzione della ricchezza degli azionisti, con rendimenti anormali negativi (-0,915%) durante una finestra temporale di due giorni attorno alla data dell'annuncio ("*poison pill defense reduced shareholder wealth [...] firms that announced poison pill defenses generated small, but statistically significant, abnormal negative stock returns (-0.915%) during a two-day window around the announcement date*"). La medesima analisi ha altresì dimostrato che, in casi in cui le imprese abbandonavano i loro piani di *poison pill*, si registravano rendimenti anormali positivi, con un conseguente recupero del valore delle azioni ("*When these firms abandoned their poison pill plans, they showed abnormal positive returns*"). Per maggiori approfondimenti, in merito alla citata indagine, cfr. Malatesta e Walking, "*Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure*", in J. Fin. Econ., 1988, p. 347.

Un'ulteriore conferma degli effetti negativi della misura difensiva menzionata si rinviene nello studio di Ryngaert, che ha analizzato l'impatto delle decisioni giudiziarie sulle azioni delle società target. In tale studio, Ryngaert ha rilevato rendimenti negativi delle azioni in 15 dei 18 casi in cui le Corti si sono espresse a favore del *management*, confermando la legalità delle *poison pills* ("*He noted negative excess stock returns in 15 of 18 promanagement court decisions (upholding the legality of the pill)*"). Al contrario, nelle decisioni favorevoli agli acquirenti, che invalidavano quegli strumenti, si sono registrati rendimenti positivi delle azioni ("*Positive excess returns in 6 of 11 proacquirer decisions (invalidating the pill)*"). In tal senso v. RYNGAERT, M., "*The Effect of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth*", in J. Fin. Econ., 1988, p. 377. Infine, quest'ultima indagine empirica citata, evidenzia il rischio di *managerial entrenchment*, ovvero l'uso delle pillole avvelenate per preservare il controllo manageriale, a discapito dell'interesse degli azionisti, è stato frequentemente associato a imprese con *performance* finanziarie inferiori alla media, confermando ulteriormente l'impatto negativo di tali strumenti sul rendimento azionario.

Per concludere questa nota, relativa alla vasta dottrina in materia, si possono infine citare, ultimi ma non meno rilevanti, GAUGHAN, P.A., *op. ult. cit.*, pp. 180 e ss.; SBARBARO, F.M., *op. ult. cit.*, pp. 58 e ss.

configurarsi una responsabilità degli amministratori, nonché la possibilità di ottenere, a favore dei soci, un risarcimento rispetto al pregiudizio economico patito. A tal riguardo, viene richiesto un attento esame sia della normativa vigente in materia, sia delle pronunce giurisprudenziali che hanno affrontato la relativa questione. In particolare, verrà valutato se, e in quali casi, l'adozione del *poison pill* possa considerarsi non solo contraria all'interesse sociale, ma anche tale da determinare un'obbligazione risarcitoria in capo agli amministratori.

Un aspetto centrale della dottrina³⁴⁴, la quale si interroga sugli effetti dell'adozione delle difese anti-OPA, e che in questo contesto può essere circoscritto all'analisi delle *poison pills*, riguarda la distinzione tra i danni diretti e quelli riflessi subiti dagli azionisti. Nel nostro caso, assumendo in via ipotetica la validità di queste pillole, è fondamentale comprendere come tali pregiudizi si differenzino e quali siano le relative conseguenze risarcitorie. Secondo una consolidata corrente dottrinale³⁴⁵, le norme societarie, comprese quelle che disciplinano gli strumenti anti-scalata, sono qualificabili come norme d'azione. La loro violazione, secondo tale prospettiva, non dovrebbe necessariamente essere sanzionata con rimedi risarcitori, bensì piuttosto con l'invalidità degli atti contrari. Tuttavia, come sottolineato da un esperto alquanto autorevole³⁴⁶, esiste una fondamentale incompatibilità tra il fenomeno associativo e il diritto soggettivo degli azionisti. Laddove si riconosca un diritto soggettivo autonomo agli azionisti, si esula dal fenomeno associativo stesso e ci si colloca su un piano di tutela individuale. In questo contesto, il pregiudizio subito dagli azionisti potrebbe quindi configurarsi come un danno diretto, suscettibile di risarcimento ai sensi dell'art. 2395 c.c.

Il ripensamento dottrinale³⁴⁷, basato sull'evoluzione della dogmatica associativa, pone un interrogativo importante: gli amministratori rispondono per il danno arrecato direttamente agli azionisti, in quanto proprietari del bene-azione? Le "regole d'azione" della società per azioni tutelano, seppur indirettamente, anche interessi individualistici legati alla proprietà dei titoli azionari. In particolar modo, l'adozione di una *poison pill*, poiché gli

³⁴⁴ Si menzionano, *ex multis*, MUCCIARELLI, F.M., *op. ult. cit.*, p. 244; FERRARINI, G., *op. ult. cit.*, pp. 737 e ss.; DESANA, E., *op. ult. cit.*, p. 185.

³⁴⁵ Cfr. ANGELICI, C., "La società nulla", Giuffrè, Milano, 1975, pp. 118 e ss.; FARENGA, L., "I contratti parasociali", Giuffrè Editore, Milano, 1987, p. 75.

³⁴⁶ Cit. di LUZZI, P.F., "I contratti associativi", Giuffrè Editore, Milano, 1971, pp. 239 e ss.

³⁴⁷ In tal senso, si evidenziano i contributi di REGOLI, D., "Offerte pubbliche d'acquisto e comunicato agli azionisti", Giappichelli, Torino, 1996, pp. 182 e ss.; PERRONE, A., "Informazione al mercato e tutela dell'investitore", Giuffrè Editore, Milano, 2003, pp. 163 e ss.

investitori potrebbero percepirla come una debolezza o una limitazione nella *governance* della società, può determinare una svalutazione del valore di mercato delle azioni dell'emittente medesima. In questo modo, viene ridotta così la domanda di mercato per tali quote del capitale sociale. Tale deprezzamento costituisce un pregiudizio patrimoniale per l'azionista detentore di quest'ultime, il quale vedrebbe il proprio investimento subire una diminuzione di valore, avendo solamente la possibilità di rivendere le proprie azioni a un prezzo inferiore rispetto a quello antecedente, in relazione all'implementazione della misura in oggetto. Tuttavia, come rilevato dalla dottrina prevalente, la riduzione della quotazione delle azioni, derivante dall'adozione di strumenti anti-takeover è spesso qualificata come danno riflesso. Tale considerazione può essere estesa, nel presente contesto, anche ai piani di diritti oggetto di analisi in questo paragrafo. Codesta conseguenza negativa è il risultato di un pregiudizio arrecato direttamente al patrimonio della società e, di conseguenza, il riflesso sul valore delle azioni detenute dagli azionisti non sarebbe risarcibile in quanto danno diretto, poiché strettamente connesso alla diminuzione patrimoniale dell'ente societario. La svalutazione del titolo, in questa prospettiva, sarebbe dunque una conseguenza indiretta di una cattiva gestione o di scelte strategiche discutibili da parte degli amministratori.

Generalmente, la dottrina non individua ostacoli sistematici al riconoscimento di una pretesa risarcitoria da parte degli azionisti, qualora venga dimostrato che l'operato degli amministratori abbia comportato la perdita di un'opportunità vantaggiosa. Un esempio rilevante è il caso di una mancata adesione a un'OPA. Il fondamento giuridico di tale pretesa si rinviene nell'art. 2395 c.c., che consente ai soci di agire per il risarcimento dei danni diretti al proprio patrimonio, causati da comportamenti illeciti imputabili ai gestori. Tale norma attribuisce agli azionisti un diritto di tutela individuale, distinto dal tradizionale regime di responsabilità sociale.

Il dibattito dottrinale incentrato sull'art. 2395 c.c. ha visto fiorire diverse interpretazioni, in relazione alla natura della responsabilità degli amministratori. Una parte dei giuristi italiani e della giurisprudenza³⁴⁸, poiché il danno subito dagli azionisti deriva da un

³⁴⁸ Dal punto di vista dottrinale si richiamano i contributi di GALGANO, F., *“Diritto civile e commerciale”*, vol. 3, t. 2, Padova, 1999, p. 293; FERRI, G., *“Le società”*, Utet, Torino, 1987, p. 536. Sul piano giurisprudenziale, la Corte di Cassazione, nella recente ordinanza n. 7272 del 13 marzo 2023 (Cass. civ., Sez. I), ha ribadito che *“la responsabilità risarcitoria degli amministratori ex art. 2395 c.c. ha natura extracontrattuale. Tale responsabilità può essere invocata solo in presenza di un fatto illecito, imputabile a dolo o colpa dell'amministratore, e non si attiva automaticamente in caso di inadempimento contrattuale”*.

illecito civile, sostengono che la relativa natura sia riconducibile alla responsabilità extracontrattuale. Invece, altri³⁴⁹ ritengono che la violazione degli obblighi di diligenza e correttezza, verso la società e gli azionisti, possa essere inquadrata come responsabilità contrattuale. Questa visione si fonda, nello specifico, sulla natura fiduciaria del rapporto fra amministratori e soci. Il vincolo organico che lega i primi alla società e, indirettamente, agli interessi patrimoniali dei secondi, giustifica tale inquadramento.

Invero, una delle questioni più complesse affrontate dalla dottrina³⁵⁰ è la distinzione tra danno diretto e danno riflesso. Il primo si verifica quando l'azione o l'omissione del *board* incide direttamente sul patrimonio individuale dell'azionista, indipendentemente dalla sorte del patrimonio sociale. Al contrario, il secondo colpisce il titolare della partecipazione azionaria solo indirettamente, attraverso una riduzione del valore complessivo della compagine sociale. Tuttavia, in alcuni casi particolari, la distinzione tra le due categorie non appare così chiara. In determinate circostanze, un danno riflesso può manifestarsi come un danno diretto, pur partendo da una lesione al patrimonio sociale. In tale contesto, uno stesso comportamento illecito degli amministratori può dar luogo a una duplice responsabilità. Da un lato, si può configurare un'imputabilità verso la società; dall'altro, verso i singoli azionisti. Ad esempio, qualora un'opportunità vantaggiosa di adesione a un'OPA venga deliberatamente ostacolata dal *management*, i soci possono sostenere che tale decisione abbia leso direttamente i loro interessi economici. Questo, infatti, configurerebbe un danno diretto, poiché non deriverebbe semplicemente da una perdita del patrimonio sociale. L'impossibilità di beneficiare, immediatamente, di una

della società". Questo orientamento trova riscontro in precedenti pronunce della Suprema Corte, ad esempio Cass. civ., Sez. III, Ordinanza, 15/01/2020, n. 521, Cass. civ., Sez. III, 30/05/2019, n. 14778, Cass. civ., Sez. I, Ordinanza, 08/02/2019, n. 3779. In ultima istanza, si segnala la sentenza del Tribunale di Milano, Sez. Specializzata in materia di Imprese, del 25 novembre 2021, n. 9755, che conferma l'interpretazione favorevole alla natura extracontrattuale dell'art. 2395 c.c.

³⁴⁹ Cfr. BONELLI, F., "La responsabilità degli amministratori", in Trattato delle società per azioni, a cura di G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 4, Torino, 1991, p. 452; ANGELICI, C., "Società per azioni e in accomandita per azioni", in Enc. dir., vol. 42, Milano, 1990, p. 1009, qualifica la responsabilità ex art. 2395 c.c. come una violazione dei doveri di protezione nei confronti degli azionisti, ritenendo che tale responsabilità emerga in relazione alla tutela di interessi patrimoniali individuali, danneggiati da comportamenti illeciti degli amministratori.

³⁵⁰ Secondo KOWALSKI, A., "Der Ersatz von Gesellschafts- und Gesellschafterschaden", in KoIn, 1990, pp. 107 e ss., il pregiudizio subito dagli azionisti in società quotate può essere considerato "diretto", quando la flessione dei corsi azionari risulta sproporzionata rispetto alla perdita effettiva del valore interno della società. Tale situazione si manifesterebbe, ad esempio, quando i corsi di borsa continuano a diminuire, nonostante l'annuncio di un risarcimento per i danni subiti dal patrimonio sociale. Inoltre, BONELLI, F., *op. ult. cit.*, pp. 445 e ss., conferma la complessità nell'individuare il confine tra il danno diretto e quello riflesso, soprattutto in relazione al valore delle azioni nelle società quotate. In senso conforme si veda MUCCIARELLI, F.M., *op. ult. cit.*, p. 246.

plusvalenza economica qualifica questo pregiudizio come una lesione immediata del patrimonio individuale.

Un altro aspetto rilevante riguarda la coabitazione tra la responsabilità sociale degli amministratori e quella individuale nei confronti degli azionisti³⁵¹. Il danno arrecato al patrimonio sociale può comportare anche una lesione immediata agli interessi patrimoniali dei singoli shareholders. Questo è particolarmente vero, qualora la gestione negligente o abusiva degli amministratori impedisca la realizzazione di vantaggi economici diretti. La dottrina riconosce che, in tali situazioni, i confini tra danno diretto e riflesso tendono a sovrapporsi, dando luogo a una responsabilità duplice³⁵².

In questo contesto, dunque, sebbene l'adozione di una *poison pill* possa portare a una riduzione del valore delle azioni, tale pregiudizio non si qualifica necessariamente come danno diretto. Ciò, si collega alla più ampia interpretazione dottrinale, secondo cui il danno subito dagli azionisti, a seguito della svalutazione del titolo, è solo una conseguenza riflessa delle decisioni strategiche dell'emittente e, come tale, non comporta una responsabilità risarcitoria diretta nei confronti degli azionisti. Di conseguenza, è necessario distinguere tra il deprezzamento delle partecipazioni azionarie, che rappresenta una ripercussione della perdita di valore della società e quella che potrebbe costituire un danno diretto, derivante da una lesione individuale al patrimonio dei soci. Pertanto, l'implementazione di una pillola avvelenata, in ultima analisi, tende a collocarsi nel primo scenario: l'erosione del valore azionario è la conseguenza di una percezione di vulnerabilità o cattiva gestione della *governance* societaria, ma tale pregiudizio si qualifica generalmente come danno riflesso, e non come danno autonomo e diretto, il quale potrebbe fondare una responsabilità risarcitoria indipendente³⁵³.

³⁵¹ Secondo PREITE, D., "Abuso di maggioranza e conflitto d'interessi del socio nella società per azioni", in Trattato delle società per azioni, a cura di G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 3, t. 2, Torino, 1993, p. 136, nota 84, i danni riflessi si configurano come quei pregiudizi che possono essere compensati, attraverso un versamento a favore della società. Al contrario, i danni diretti sono quelli che non vengono eliminati neppure con un tale esborso. Tuttavia, l'A. riconosce che uno stesso comportamento può causare simultaneamente un danno diretto al patrimonio individuale dell'azionista e un danno diretto al patrimonio sociale, con conseguenze riflesse per il socio. Questo principio trova particolare applicazione nelle situazioni in cui vi è un intreccio tra la responsabilità degli amministratori e gli interessi patrimoniali, sia della società che degli azionisti. Sul piano giurisprudenziale si veda Cass. 22/01/1993, n. 781.

³⁵² In questo senso cfr. BONELLI, F., *op. ult. cit.*, pp. 445 e ss.; MUCCIARELLI, F.M., *op. ult. cit.*, p. 246.

³⁵³ In relazione a quanto esposto, è opportuno richiamare un significativo contributo di un rinomato giurista nella materia in oggetto. MUCCIARELLI, F.M., *op. ult. cit.*, p. 247, afferma: "Certo, anche quando il valore di mercato delle azioni cala a causa di comportamenti dannosi verso la società, così come di qualsiasi mutamento del valore "interno", si verifica un pregiudizio dell'azionista come proprietario dell'azione, poiché egli potrà vendere i propri titoli ad un prezzo minore rispetto a quello precedente.

D'altro canto, in considerazione di quanto premesso, si ritiene opportuno concludere il presente paragrafo focalizzandosi sull'aspetto giurisprudenziale, con particolare riferimento al deprezzamento delle azioni derivante dall'adozione di una *poison pill*. In tale contesto, come già accennato, si richiama l'applicazione dell'art. 2395 c.c., in quanto regola la responsabilità degli amministratori nei confronti degli azionisti rispetto ai danni diretti subiti, tra cui, potenzialmente, anche la perdita di valore dei titoli azionari. Il mio obiettivo consiste nell'esaminare le sentenze emanate dalla Suprema Corte, al fine di comprendere e dimostrare se possa essere prevista una tutela per il singolo socio, in vista di un eventuale risarcimento. In particolare, si intende valutare se nel nostro contesto trovi attuazione l'art. 2395 c.c. o se, al contrario, tale norma risulti inapplicabile.

In linea generale, costituisce un rimedio risarcitorio la cd. azione di responsabilità individuale, prevista dall'art. 2395 c.c., in quanto è volto a tutelare i soci, presi anche singolarmente, o i terzi che abbiano subito un danno diretto causato da comportamenti illeciti, sia essi dolosi o colposi, derivanti dall'organo di gestione di una società di capitali. Oltre a ciò, soltanto quando il danno incida "immediatamente" e "direttamente" sul patrimonio del socio o del terzo, senza che sia sufficiente un pregiudizio riflesso derivante da una lesione del patrimonio sociale, tale azione risulta esperibile.

Così come affermato dalla Corte di Cassazione, mediante la sentenza n. 22573, 23 ottobre 2014, codesto rimedio giurisdizionale non può essere promosso qualora il danno lamentato dall'azionista costituisca una ripercussione del detrimento subito dalla società, in quanto appartiene esclusivamente all'impresa stessa, il diritto alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale. Affinché possa essere esperita la relativa domanda giudiziale, il presupposto principale è la presenza di una condotta illecita, che può essere, indistintamente, dolosa o colposa, da parte dei gestori. La Suprema Corte, a tale riguardo, ha chiarito che il danno patito deve colpire direttamente il patrimonio del socio o del terzo,

Questo pregiudizio, però, sarebbe solo il "riflesso" della diminuzione del valore interno e non un danno "diretto", ossia ulteriore ed indipendente dal pregiudizio patrimoniale. Invero, questa riflessione, sebbene rivolta in via generale all'adozione delle difese anti-OPA, risulta particolarmente rilevante anche nel contesto del presente paragrafo. Di conseguenza, appare legittimo estendere tale orientamento dottrinale al caso specifico dell'utilizzo delle *poison pills*, confermando l'applicabilità del principio al contesto analizzato. L'implementazione di quest'ultime, infatti, può comportare una diminuzione del valore delle azioni che si riflette sulla perdita patrimoniale della società, configurandosi come un danno riflesso. Nonostante l'azionista possa vendere i propri titoli a un prezzo inferiore, tale decurtazione non è considerata un danno diretto, bensì una conseguenza della riduzione complessiva del patrimonio societario. In virtù di ciò, l'orientamento dottrinale esposto da Mucciarelli risulta pienamente applicabile al contesto specifico delle *poison pills*, confermando l'impossibilità di qualificare tale pregiudizio come autonomo, rispetto alla situazione economico-finanziaria dell'impresa.

con sentenza n. 2850 del 28 marzo 1996. Ciò si verifica indipendente dal fatto che sia stato posto in essere un certo comportamento degli amministratori, nell'esercizio delle loro funzioni o al di fuori di esse, e senza che rilevi se tale pregiudizio sia correlato o meno a un inadempimento della società, presa in considerazione. Pertanto, qualora tale effetto negativo abbia inciso direttamente sul patrimonio del soggetto leso, esso può essere considerato un elemento e una condizione essenziale.

Il socio o il terzo, in linea con la giurisprudenza consolidata, qualora agiscano per ottenere il risarcimento del danno, devono dimostrare l'illecito commesso dal *management*, il danno subito e il nesso causale tra la condotta illecita e il danno. Come viene affermato dalla Cassazione nella pronuncia n. 3186 del 18/02/2016, non deve essere necessario provare che i dirigenti apicali avessero l'intento di danneggiare direttamente l'azionista o la parte considerata terza. Difatti, è sufficiente che il dolo o la colpa siano correlati alla condotta che ha causato il pregiudizio.

D'altro canto, la Corte di Cassazione, nella sentenza n. 21517 del 25 ottobre 2016, per quanto riguarda i soggetti legittimati a promuovere la domanda risarcitoria, ha stabilito che sia i soci che i terzi possono agire contro gli amministratori, anche se cessati dalla carica, purché abbiano patito un pregiudizio diretto. Orbene, gli ermellini, mediante la determinazione n. 6300/1984, hanno affermato che il soggetto attivo potrebbe agire, senza particolari ostacoli, cumulativamente sia nei confronti degli amministratori che verso la società, estendendo così la possibilità di tutela a doppio spettro. Oltre a ciò, la giurisprudenza ha chiarito che, nel caso in cui una decisione amministrativa dannosa sia stata assunta collegialmente, devono essere convenuti in giudizio tutti gli amministratori che hanno partecipato alla delibera. Difatti, la responsabilità solidale tra amministratori è stata confermata anche dalla Cass. Civile n. 6154 del 17 novembre 1982, la quale ha stabilito che la responsabilità dei gestori sussiste anche quando essi abbiano agito in esecuzione di una delibera assembleare o consiliare, estendendosi anche a coloro che non abbiano manifestato dissenso esplicito rispetto alla decisione.

Per quanto riguarda il danno risarcibile, deve trattarsi di un pregiudizio che incida direttamente sul patrimonio del socio o del terzo, e non sul patrimonio della società. D'altronde, non è configurabile un danno diretto nei confronti del socio nel caso in cui il comportamento degli amministratori abbia determinato una riduzione degli utili derivante da scelte gestionali, quali la vendita di prodotti a prezzi irrisori o la messa in liquidazione

della società, così come affermato dalla Cassazione con sentenza n. 8359, 3 aprile 2007. La Corte, allo stesso modo, mediante pronuncia n. 9385, 7/09/1993, ha escluso che si possa configurare un danno diretto ai singoli soci o terzi, quando il pregiudizio investe principalmente il patrimonio della società, con conseguenze solo indirette per i soci.

Gli elementi fin qui esposti costituiscono il quadro generale, necessario a introdurre l'applicabilità del disposto di cui all'art. 2395 c.c. Risulta ora opportuno esaminare la giurisprudenza, con particolare riferimento al deprezzamento delle partecipazioni azionarie. In primo luogo, trova assoluta rilevanza pratica e teorica la decisione della Cass. civ., Sez. I, Ord., 28/04/2021, n. 11223. La condotta di "*mala gestio*" posta in essere dall'amministratore, il quale ha comportato la distrazione di risorse e la perdita di asset strategici dal patrimonio sociale, considerando la vicenda sottoposta alla Corte, ha provocato, inevitabilmente, una diminuzione del valore delle quote di partecipazione detenute dai soci. Tuttavia, tale riduzione, come sottolineato dalla giurisprudenza e confermato dal provvedimento appena citato, non costituisce un danno, inteso diretto, verso il singolo socio. Dunque, il depauperamento del valore delle quote e la mancata percezione degli utili, in linea con quanto affermato dagli ermellini, sono conseguenze del pregiudizio patito dal patrimonio sociale, e, di conseguenza, non costituiscono un danno immediato e diretto ai sensi dell'art. 2395 c.c. Infatti, la Corte, ha affermato, in maniera esplicita, che "*la diminuzione di valore della quota di partecipazione non costituisce danno diretto del singolo socio*".

Ulteriormente, la medesima giurisprudenza di legittimità³⁵⁴ ha precisato, in maniera puntuale, che "*la quota di partecipazione è un bene distinto dal patrimonio sociale, la cui diminuzione di valore è conseguenza soltanto indiretta ed eventuale della condotta dell'amministratore*". Il principio che deriva da ciò chiarifica, senza alcun dubbio, che la perdita di valore delle relative quote di partecipazione non può essere considerata, alla semplice stregua di un danno diretto risarcibile. D'altronde, questa perdita è strettamente legata alla gestione complessiva del patrimonio sociale e non incide direttamente sul capitale individuale del socio, i cui diritti patrimoniali dipendono dall'integrità e dalla relativa stabilità dell'attivo societario³⁵⁵. In aggiunta, in merito all'avverbio

³⁵⁴ In senso conforme si veda Cass., Civ., Sez. 3, n. 4548 del 22/03/2012.

³⁵⁵ Nello stesso senso si veda Cass., Civ., n. 14778/2019. Difatti, ai sensi dell'art. 2395 c.c., il singolo azionista è legittimato ad ottenere il "*risarcimento dei danni subiti nella propria sfera individuale [...] solo se questi siano conseguenza immediata e diretta del comportamento denunciato e non il mero riflesso del pregiudizio che abbia colpito l'ente*".

“direttamente” utilizzato dall’art. 2395 c.c., va osservato che la giurisprudenza di legittimità ha puntualizzato che esso non si riferisce all’interesse protetto dalla norma medesima, bensì al nesso causale tra la condotta illecita e l’evento dannoso. Dunque, l’attenzione viene posta sull’immediata correlazione tra l’atto lesivo e il danno, evidenziando come sia necessario che il pregiudizio derivi direttamente dalla condotta degli amministratori senza passare mediante il danno al patrimonio sociale³⁵⁶. Al fine di corroborare l’orientamento della giurisprudenza dominante di legittimità fino ad ora delineata, è utile menzionare una decisione assolutamente recente (Cass. civ., Sez. I, Ord., 17/02/2023, n. 5045)³⁵⁷. Inoltre, la Corte ha ribadito (Cass. civ., Sez. VI, Ord., 20/05/2020, n. 9206) che in tema di società, l’azione individuale di responsabilità ai sensi dell’art. 2395 c.c. richiede che l’amministratore, con un proprio comportamento doloso o colposo, inteso sia nell’esercizio delle sue funzioni sia al di fuori di esse, causi un danno diretto al patrimonio del socio o del terzo. Al contempo, aggiunge: *“restando irrilevante che il comportamento dell’amministratore sia stato conforme agli interessi della società o a vantaggio di questa”*.

In sintesi, le sentenze della Suprema Corte, come la sentenza n. 22573 del 23 ottobre 2014

³⁵⁶ Cfr. Cass. Civ. n. 2986/2016. Tuttavia, è altrettanto vero che, un’interpretazione eccessivamente estensiva dell’avverbio “direttamente”, contenuto nell’art. 2395 c.c. potrebbe determinare, come segnalato dalla giurisprudenza di legittimità, uno stravolgimento della *ratio* sottesa alla disposizione, con il rischio di ampliare in modo indiscriminato la portata dell’azione individuale di responsabilità. In particolare, la Cassazione (Cass. Civ. 2685/1989) ha evidenziato che un’applicazione troppo ampia del concetto di “danno diretto” potrebbe legittimare l’esercizio di azioni da parte di tutti quei soggetti che, sulla base di un affidamento riposto in bilanci societari non veritieri, abbiano poi adottato decisioni rivelatesi pregiudizievoli per il loro patrimonio.

Inoltre, è utile richiamare la distinzione puntuale tra danni diretti e indiretti, effettuata da RISO, C., *“Cassazione: quando i soci o i terzi possono ottenere dagli amministratori il ristoro dei danni subiti”*, in Andersen Legal, 14 ottobre 2019, disponibile sul sito web: <https://it.andersen.com/la-cassazione-ritorna-sulla-fattispecie-cui-allart-2395-c-c-prevista-nellambito-delle-societa-azioni-soci-terzi-possono-ottenere-dagli-amministratori-ristor/>, consultato il 22/09/2024. Secondo l’A. in relazione all’art. 2395 c.c., la giurisprudenza distingue chiaramente tra danno diretto, risarcibile tramite l’azione individuale, e danno indiretto, escluso dalla norma. Il secondo si verifica quando la perdita economica del socio, come la riduzione degli utili o del valore delle partecipazioni, è conseguenza di un pregiudizio al patrimonio sociale. Al contrario, il primo, risarcibile, si ha quando l’azionista o il terzo subiscono una lesione immediata e personale del proprio patrimonio, senza mediazione del patrimonio sociale.

³⁵⁷ Quest’ultimo provvedimento afferma che: *“l’art. 2395 cod. civ. fa riferimento alle disposizioni che immediatamente lo precedono, disciplinanti la responsabilità degli amministratori nei confronti della società per i comportamenti, di tipo commissivo ovvero omissivo, costituenti violazione del dovere di diligenza nell’esercizio dell’attività gestoria loro affidata dall’assemblea che li ha nominati, con la conseguenza che la loro responsabilità nei confronti dei soci e dei terzi ben può essere affermata per violazione degli obblighi di vigilanza e controllo loro imposti dall’art. 2392, secondo comma, cod. civ., sussistente anche nel caso di deleghe conferite in applicazione del precedente art. 2381 e sempre che, ovviamente, il danno cagionato al socio o al terzo non costituisca solo il riflesso di quello cagionato alla società”*.

e la n. 2850 del 28 marzo 1996, hanno chiarito che il ricorso ai sensi dell'art. 2395 c.c. non può essere promosso quando il danno subito dall'azionista sia di natura indiretta. Gli ermellini enfatizzano che il danno diretto necessita di un nesso immediato e non mediato con la condotta illecita dell'amministratore. In particolare, nell'ambito dell'implementazione delle *poison pills*, il deprezzamento delle azioni è considerato dalla giurisprudenza come un danno indiretto e riflesso (Cass. civ., 28/04/2021, n. 11223, Cass., civ., 22/03/2012 n. 4548, Cass., civ., 18/02/2016, n. 3186). Il medesimo orientamento viene evidenziato anche in ambito dottrinale, così come delineato nel presente paragrafo. Dunque, sebbene questa svalutazione derivi direttamente dalle strategie difensive adottate dalla gestione, essa incide primariamente sul valore complessivo della società, influenzando in modo secondario e mediato i soci stessi. In conclusione, e sulla scorta di tutte queste premesse, rispetto alla domanda se l'art. 2395 c.c. trovi attuazione nel contesto dell'adozione di *poison pills* per la tutela dei soci, la risposta deve orientarsi nel senso di una inapplicabilità di tale norma, per il risarcimento dei danni legati al depauperamento del valore azionario.

3.2 Strategie basate su accordi contrattuali e poteri di controllo

3.2.1 *Golden Parachute*

Il concetto di “paracadute d'oro” si riferisce a specifiche disposizioni contrattuali, predisposte per garantire ai dirigenti di vertice compensi rilevanti in caso di acquisizioni societarie, particolarmente quelle ostili. Queste clausole sono progettate per fungere da deterrente contro le *takeover* non gradite, appesantendo i costi per l'acquirente attraverso l'attivazione di consistenti pacchetti compensativi che possono includere liquidazioni, *stock options* e *bonus*, attivabili al momento della cessazione dei rapporti lavorativi.

La soglia per l'innescò di tali compensi è comunemente posta quando una quota significativa delle azioni dell'emittente, indicativamente intorno al 26,6%, viene acquistata mediante offerta pubblica di acquisto³⁵⁸. La *ratio* sottostante ai meccanismi di

³⁵⁸ Tale indice indicativo è evidenziato da LAMBERT, R.A., LARKER, D.F., “*Golden Parachutes*,

*golden parachute*³⁵⁹ si articola in due principali direttive. In *primis*, questi strumenti sono volti a salvaguardare i dirigenti dalla possibile perdita del posto di lavoro, conseguente a un cambio di controllo societario³⁶⁰. In *secundis*, si propongono di armonizzare gli interessi dei dirigenti con quelli degli azionisti, malgrado i potenziali conflitti derivanti dalle offerte pubbliche di acquisto ostili. Quest'ultime, sebbene possano aumentare il valore per i soci, rappresentano una minaccia alla stabilità occupazionale dei dirigenti³⁶¹. In Italia, l'adozione di tali strumenti, nei contesti delle società di capitali quotate, deve essere attuata nel rispetto della normativa vigente, la quale comprende la verifica della legittimità delle clausole contrattuali ai sensi dell'art. 123-ter del TUF, nonché l'adempimento del dovere di trasparenza imposto al *management* dall'art. 2391 del c.c. Inoltre, è fondamentale assicurare la conformità all'obbligo di lealtà previsto indirettamente dall'art. 2392 del c.c., che incide direttamente sugli amministratori.

La disciplina italiana, influenzata dai principi di buona *corporate governance* e dall'esigenza di protezione degli interessi degli azionisti minoritari, si orienta verso una rigorosa valutazione della congruità e della proporzionalità dei compensi erogati ai *top manager*.

Tuttavia, l'uso dei paracadute d'oro solleva questioni etiche e di equità, poiché può essere percepito come un sistema che premia eccessivamente i dirigenti, anche in casi di prestazioni societarie scadenti o al di sotto degli *standard* ottimali. Critiche provengono soprattutto in relazione all'impatto che tali misure possono avere sulla redditività dell'emittente e sulla sua percezione pubblica³⁶². La generosità di tali pacchetti può, in

Executive Decision Making and Shareholder Wealth", in *Journal of Accounting Economics*, v. 7, 1985, pp. 179 e ss.

³⁵⁹ La parola "golden" "is used because of the lucrative compensation that executives covered by these agreements receive". Così si esprime GAUGHAN P.A., *op. ult. cit.*, pp. 499 e ss.

³⁶⁰ *Ibidem*, in particolare, afferma: "many CEOs of corporations believe that golden parachutes are a vital course of action in a takeover contest. One problem corporations face during a takeover battle is that of retaining management employees. When a takeover has been made, a corporation's management is often besieged by calls from recruiters. Managers who are insecure about their positions are quick to consider other attractive offers. Without a golden parachute agreement, the managers might be forced to litigate to realize certain compensation in the event that they were terminated following a change in control. Therefore, some corporations adopt golden parachutes to alleviate their employees' concerns about job security".

³⁶¹ Oltre a ciò, sebbene le imprese sostengano frequentemente che tali accordi vengano adottati per ragioni diverse dalla prevenzione di *takeover*, essi possono indurre effetti *antitakeover*, sia in maniera preventiva che attiva. Possono essere impiegati prima di un'offerta ostile, per rendere la società meno attraente, o durante una battaglia di acquisizione. Cfr. GAUGHAN P.A., *op. ult. cit.*, pp. 499 e ss.

³⁶² Queste conclusioni sono supportate dalle ricerche di LAMBERT, R.A., LARKER, D.F., *op. ult. cit.*, pp. 179 e ss. Dalla loro prima analisi emerge che tali disposizioni possono risultare svantaggiose sia per la società che per gli azionisti individuali, le quali potrebbero rappresentare alcuni degli esempi più evidenti

alcuni casi, sottolineare una struttura societaria debole, dove gli interessi personali degli amministratori prevalgono sul benessere complessivo della società a lungo termine e dei suoi azionisti.

In risposta alle crescenti preoccupazioni riguardanti le linee guida della comunità europea³⁶³ e alle censure sulla gestione di questi compensi eccessivi, il Comitato di Corporate Governance ha introdotto raccomandazioni specifiche nel *Codice di Corporate Governance*, aggiornato a gennaio 2020³⁶⁴, come delineato nell'art. 5. Quest'ultima disposizione esplicita che: *“la politica per la remunerazione degli amministratori esecutivi e del top management definisce regole chiare e predeterminate per l'eventuale erogazione di indennità per la cessazione del rapporto di amministrazione, che definiscono il limite massimo della somma complessivamente erogabile collegandola a un determinato importo o a un determinato numero di anni di remunerazione. Tale*

di operazioni abusive di *self-dealing*. In altre indagini, condotte da Lambert e Larker, è stato osservato un incremento del 3% nei prezzi delle azioni, quando le società annunciavano l'introduzione di paracadute dorati. Ulteriori studi, da loro realizzati, hanno fornito basi per una risposta positiva del prezzo delle partecipazioni azionarie sul mercato. In aggiunta, secondo una ricerca effettuata da MACHLIN J., CHOE H., MILES J., *“The Effects of Golden Parachutes on Takeover Activity”*, in *Journal of Law and Economics*, vol. 36, 1993, pp. 861 e ss., un campione di 146 società che adottarono *golden parachutes*, tra il 1975 e il 1988, mostrava un numero significativamente maggiore di offerte di *takeover* multiple, rispetto a quelle senza tali accordi. Questi autori hanno inoltre identificato una relazione positiva tra la dimensione dell'accordo del paracadute dorato e l'entità del premio di acquisizione. In senso contrario, GAUGHAN, P.A., *op. ult. cit.*, pp. 499 e ss., nella sua opera, recita: *“other research has showed negative shareholder wealth effects following the adoption of golden parachute agreements, but these results were not statistically significant. Some studies find that the shareholder wealth effects of golden parachutes are dependent on when they are adopted”*. Oltre a ciò, il medesimo autore afferma *“However, Schnitzer has shown that this effect is less likely when the management team is efficient. More recent research by Bebchuk, Cohen, and Wang found that golden parachutes were associated with decreased shareholder wealth around the announcement of the adoption of the golden parachute. However, for firms that are taken over, they are associated with higher expected premiums”*.

³⁶³ In riferimento a questo aspetto sono pertinenti alcune Raccomandazioni dell'allora Comunità Europea. Ad esempio, il paragrafo 3.3 della Raccomandazione 2004/913/CE stabilisce che le dichiarazioni sulle politiche di remunerazione devono fornire dettagli esaustivi sui metodi di valutazione delle prestazioni che fondano le componenti variabili della retribuzione, evidenziando la diretta relazione tra il compenso e le *performance* raggiunte. Il successivo paragrafo 3.4 pone l'accento sulla necessità di una piena trasparenza nelle condizioni contrattuali assegnate agli amministratori esecutivi. Analogamente, il paragrafo 5.2 della Raccomandazione 2009/385/CE impone che si divulgino le metodologie impiegate per verificare l'adempimento degli obiettivi prestazionali, delineando chiaramente le politiche per la gestione dei compensi al termine del rapporto di lavoro e le condizioni legate all'attribuzione di remunerazioni basate su strumenti azionari. Questi elementi sono fondamentali, al fine di garantire che la ricompensa degli amministratori sia rigorosamente allineata con gli interessi a lungo termine della società e degli azionisti, promuovendo pratiche di *governance* che riflettano integrità e responsabilità. In senso conforme, rispetto a quest'ultima conclusione, si menziona l'art. 5, n. 25, del Codice di Corporate Governance del 2020. Per ulteriori approfondimenti, si veda UNGUREANU, M. C., *“Politica di remunerazione degli amministratori delle società quotate - Il commento”*, in *Le Società*, fasc. 5, 2011, p. 549.

³⁶⁴ Codice di Corporate Governance, aggiornato a gennaio 2020, disponibile sul sito web: <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>

indennità non è corrisposta se la cessazione del rapporto è dovuta al raggiungimento di risultati obiettivamente inadeguati” (Art. 5 - Remunerazione, Raccomandazione 27.f).

Tale disposto Questo articolo stabilisce chiaramente i limiti e le condizioni sotto cui possono essere erogate le indennità di cessazione del rapporto di amministrazione.

Peraltro, le previsioni, prescritte nel Codice *ut supra*, rendono doveroso per l’organo di amministrazione garantire che ogni remunerazione erogata sia coerente con i principi stabiliti nella politica retributiva, in particolare in relazione ai risultati conseguiti e ad altre circostanze rilevanti (Art. 5 - Remunerazione, Principio XVII). Nondimeno, il Comitato Remunerazioni è incaricato di assistere il *management* nell’elaborazione della politica di remunerazione, nonché di monitorarne l’attuazione pratica ed effettiva per verificare il raggiungimento degli obiettivi prestabiliti (Art. 5 - Remunerazione, Raccomandazione 25). Tali disposizioni mirano a circoscrivere l’uso dei cosiddetti “*golden parachutes*”. Quest’ultimi sono pensati per assicurare che i compensi siano proporzionati alle prestazioni e al valore aggiunto dal dirigente alla società, evitando indennità non meritate legate a risultati societari inadeguati (Art. 5 - Remunerazione, Raccomandazione 27.f). Oltretutto, Il principio del “*comply or explain*”³⁶⁵, incorporato nel Codice, consente alle società quotate di seguire le linee guida proposte o di fornire motivazioni pubbliche per eventuali deviazioni, rafforzando così l’impegno verso una *governance* trasparente e responsabile (Art. 5 - Remunerazione). Difatti, il Codice impone una politica retributiva che equilibra le componenti fisse e variabili, legando significativamente la remunerazione variabile a obiettivi di lungo termine.

In conclusione, all’art. 5 del Codice di corporate governance viene evidenziato un elemento fondamentale al fine di stabilire un quadro normativo generale, ancorché non obbligatorio, in quanto risulta dettagliato per individuare il compenso degli amministratori e per il quale è incentrato sul successo sostenibile della società e sull’allineamento degli interessi dei dirigenti con quelli degli azionisti e della società nel suo insieme. Difatti, in contesti dove l’obbligo di trasparenza e i doveri di lealtà e correttezza diventano fondamentali; la specificità e la minuziosità del Codice, in relazione alla tematica in oggetto, illustrano un approccio rigoroso e meticoloso. Tale approccio ha lo scopo di mitigare i rischi legati all’erogazione di compensi, i quali non allineati con la

³⁶⁵ Tale assunto consente alle imprese di decidere se aderire a queste direttive o spiegare le ragioni della non aderenza. Ciò assicura flessibilità, promuovendo allo stesso tempo una cultura di trasparenza e *accountability* all’interno delle pratiche di *governance* societaria.

performance societaria e quella personale dell'organo di gestione. Ciò serve per assicurare che ogni forma di remunerazione, compresi i *golden parachutes*, sia giustificata, proporzionata e basata su una valutazione obiettiva dei risultati. In tal senso, ed in queste ultime specifiche ipotesi, la necessità di un controllo rigoroso diventa ancora più critica. Infatti, l'approvazione di questi pacchetti compensativi può facilmente tradursi in un elevato conflitto di interessi, specialmente in scenari dove gli amministratori potrebbero non performare adeguatamente o essere a conoscenza di potenziali OPA, che potrebbero alterare la composizione del *board*. In tali circostanze, è essenziale che le politiche retributive siano esaminate e approvate con un occhio attento alla sostenibilità a lungo termine della società, nonché alla protezione degli interessi di tutti gli azionisti. Questo processo è fondamentale per prevenire decisioni, le quali potrebbero avvantaggiare indebitamente un ristretto gruppo di dirigenti a discapito della collettività azionaria e della stabilità societaria.

Particolarmente rilevante, nei contesti di grandi acquisizioni, è il fatto che i pagamenti, legati ai paracadute dorati, rappresentano solo una piccola percentuale del prezzo totale di acquisto, suggerendo che gli effetti *antitakeover* di tali benefici possono essere considerati relativamente limitati. D'altro canto, un noto autore ed esperto delle difese anti-OPA afferma: "*golden parachutes should result in management possessing sufficient incentives to negotiate higher takeover premiums for shareholders*"³⁶⁶.

L'efficacia e la legalità di questi strumenti difensivi, più volte citati, sono state talvolta messe in discussione dagli azionisti, i quali li percepiscono come una dissipazione delle proprie risorse, benché le contestazioni legali abbiano generalmente avuto scarso successo³⁶⁷.

D'altronde, va osservato che le problematiche più significative, relative all'ammissibilità della suddetta misura difensiva, emergono prevalentemente nel contesto fiscale. A tal riguardo è opportuno esaminare il contesto statunitense, dove, in determinate circostanze, è stata riconosciuta l'inammissibilità di tali pratiche³⁶⁸. Difatti, le disposizioni riguardanti

³⁶⁶ In tal senso si menziona GAUGHAN, P.A., *op. ult. cit.*, pp. 499 e ss.

³⁶⁷ In particolare, facendo riferimento allo scarso successo delle azioni legali intraprese dagli azionisti, sul piano dottrinale, si veda SBARBARO, F.M., *op. ult. cit.*, p. 72. Invece, dal punto di vista giurisprudenziale, si menzionano *Balch v. Commissioner*, 100 T.C. (CCH) 331 (1993); *Kulinski v. Medtronic Bio-Medicus, Inc.*, 21 F.3d 254, 18 Employee Benefits Cas. (BNA) 1080 (8th Cir. 1994); *Fontenot v. NL Industries, Inc.*, 953 F.2d 960 (5th Cir. 1992).

³⁶⁸ La questione specifica, relativa alla legittimità di tale meccanismo di tutela nel contesto fiscale, sarà esaminata nel paragrafo successivo.

i “*golden parachutes*” e gli accordi di “*change-in-control*” mirano a creare un onere finanziario aggiuntivo significativo, svolgendo una funzione deterrente contro le acquisizioni non gradite. Specificamente, tali contratti impongono alla società acquirente l’obbligo di coprire eventuali tasse o sanzioni, determinate ed imposte dalle Sezioni 280G e 4999(a) del “*International Revenue Code*” del 1986 e successive modifiche³⁶⁹.

Questi disposti sono stati istituiti al fine di scoraggiare i compensi eccessivi, connessi ai cambiamenti di controllo societario. Un pagamento si qualifica come “eccessivo”, qualora superi una soglia pari a tre volte la media dei compensi annuali ricevuti dal beneficiario nei cinque anni precedenti³⁷⁰.

Peraltro, nel contesto del Nord America, si sono sviluppate diverse varianti dei “tradizionali accordi di *golden parachute*”. Una di queste, denominata “*silver parachute severance arrangement*”, stabilisce che determinati dirigenti “*senior*” ricevano un pagamento forfettario, nel caso di cessazione volontaria o involontaria del rapporto di lavoro. Dunque, questi accordi sono concepiti per fornire una tutela finanziaria agli amministratori, mitigando l’incertezza legata alla possibile perdita di impiego.

Le intese contrattuali sono generalmente operative, qualora la cessazione della relazione lavorativa avvenga entro un anno dal cambio di controllo societario. Queste possono essere strutturate con un termine fisso o in modalità “*evergreen*”, dove il termine di un anno viene automaticamente esteso per un periodo aggiuntivo, se non si verifica una transizione di proprietà. Le risorse economiche, destinate ai paracadute d’oro, sono frequentemente allocate in conti separati, denominati “*rabbi trusts*”, che garantiscono ai gestori la disponibilità dei fondi per il pagamento dei *parachutes*. Il *quantum* del compenso è usualmente calcolato sulla base del salario annuo del dirigente e degli anni di servizio. Ad esempio, l’accordo potrebbe stabilire che al *manager* licenziato spetti un multiplo della sua ultima remunerazione annua, eventualmente integrato da incentivi e bonus, per un periodo determinato di anni. Questi strumenti difensivi sono di solito attivati da un possesso predeterminato di azioni, da parte di un’entità esterna. Lambert e Larcker avevano scoperto che il parametro di controllo, per l’attivazione dei meccanismi di compensazione, basato sulla percentuale delle partecipazioni azionarie acquisite da un

³⁶⁹ Cfr. H. Conf. Report 98-861 (1984).

³⁷⁰ Questa normativa sottolinea l’importanza di valutazioni oggettive e trasparenti nelle politiche retributive, le quali sono associate ai cambiamenti di controllo societario, per garantire che tali compensi siano giustificati e proporzionati alle prestazioni effettive.

offerente, era mediamente fissato al 26,6% per le imprese oggetto del loro studio³⁷¹. Tuttavia, alcune di quest'ultime avevano percentuali di *trigger* inferiori al 10%, ben al di sotto della media del campione effettuato dai due ricercatori, menzionati *ut supra*. Inoltre, i partecipanti ai piani di *golden parachute* erano stati definiti in modo ristretto. Nella loro selezione, questi accordi coprivano solo il 9,7% dei dirigenti. Inoltre, erano efficaci anche se i *managers* lasciavano volontariamente le società emittenti, dopo un cambio di proprietà.

I paracaduti d'oro, generalmente, non trovano una vasta applicazione. Un'eccezione rara è rappresentata dai cosiddetti "*silver parachutes*", patti compensativi estesi a gran parte del personale dell'impresa, incluso quello a livello inferiore³⁷². La forma più frequente di essi consiste in un indennizzo di liquidazione della durata di un anno.

La seconda variante, i paracadute con attivazione doppia ("*double trigger*"), richiede sia un cambio di controllo sia una cessazione del rapporto lavorativo per essere efficaci. Questo meccanismo è considerato una risposta più bilanciata alle critiche rivolte alle configurazioni con innesco singolo ("*single trigger*"), le quali si attivano al verificarsi di un *change of control*, indipendentemente dalla terminazione della relazione lavorativa.

Le critiche ai "*single trigger*" derivano dalla loro capacità di garantire ingenti somme ai dipendenti, nel caso l'entità venga acquisita e questi decidano di lasciare volontariamente l'incarico³⁷³. Questa dinamica può stimolare gli impiegati a promuovere un cambio di proprietà, che potrebbe non rispecchiare gli interessi degli azionisti. Di conseguenza, si è registrata una progressiva sostituzione dei paracadute d'oro con attivazione singola con quelli a doppia attivazione o la loro totale eliminazione, per meglio preservare i vantaggi a lungo termine dei soci e la *governance* societaria³⁷⁴. Un aspetto cruciale di questo paragrafo concerne la normativa speciale delineata dall'art. 123-ter del TUF³⁷⁵, ispirata ai principi generali di trasparenza e lealtà, che devono guidare la condotta degli amministratori. Per il momento, l'art. 2389 c.c. non sarà oggetto di esame, poiché verrà

³⁷¹ V. nota 360.

³⁷² Questa specifica forma di *golden parachute* è anche denominata "*tin parachute*" da SBARBARO, F.M., *op. ult. cit.*, p. 72, in quale afferma esplicitamente che "*l'acquirente debba pagare una quota di "indennizzo" ad ogni dipendente che perda il proprio posto di lavoro in conseguenza del change of control*".

³⁷³ "*However, they can provide the employee with a windfall if the company is acquired and they choose to voluntarily leave*". Così letteralmente GAUGHAN, P.A., *op. ult. cit.*, p. 191.

³⁷⁴ Per un approfondimento dettagliato delle due varianti di *golden parachute* sopra menzionate, si rinvia alle opere di GAUGHAN, P.A., *op. ult. cit.*, p. 191; SBARBARO, F.M., *op. ult. cit.*, p. 72.

³⁷⁵ Art. 123-ter TUF - "*Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti*".

esplorato in modo più dettagliato nel paragrafo successivo, dove si discuterà anche la pertinente giurisprudenza. In considerazione del fatto che le norme specifiche del Testo Unico prevalgono, in base ai principi generali del diritto, sulle disposizioni del Codice civile, tra cui l'art. 2389 c.c. È rilevante, pertanto, sottolineare che la nostra dissertazione prende in esame le società quotate. Ciò non implica un disinteresse del Codice civile verso tali situazioni; al contrario, le relative norme trovano applicazione in caso di lacune normative presenti nel TUF. Infine, è necessario porre l'accento e individuare, nel presente paragrafo, le implicazioni derivanti dall'art. 123-ter del TUF.

Nel contesto delle raccomandazioni europee CE 2004/913 e CE 2009/3852, già menzionate in precedenza, il d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259³⁷⁶, rappresenta un'ulteriore evoluzione normativa, focalizzata sulla remunerazione degli amministratori esecutivi di società quotate. Quest'ultimo, il quale si inserisce in una serie di interventi di vasto respiro, ha l'obiettivo di rafforzare la trasparenza e la correttezza nelle politiche di emolumenti, in risposta ai turbamenti, scandali finanziari, e alle crisi economiche che hanno messo in discussione la sostenibilità di tali pratiche ai vertici delle società³⁷⁷.

L'art.123-ter del TUF, introdotto da codesta normativa primaria, impone alle entità di mercato regolamentato di redigere e rendere pubblica una relazione dettagliata sulla remunerazione³⁷⁸ dei propri *managers*, almeno ventuno giorni prima dell'assemblea annuale degli azionisti. Questo resoconto deve essere successivamente presentato a costoro, per una votazione consultiva. L'obiettivo è incrementare l'impegno dei soci nel

³⁷⁶ Il decreto legislativo del 30 dicembre 2010, n. 259, attua specificamente le sezioni II e III della Racc. CE 2004/913, nonché i paragrafi 5 e 6 della sezione II della Racc. CE 2009/385.

³⁷⁷ Per ulteriori considerazioni si veda CAMPOBASSO, M., *"I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana"*, in Riv. società, 2011, pp. 702 e ss.; DRAGONI, G., *"Ai top manager italiani un assegno post crisi da 300 milioni di euro"*, su Il sole 24 ore, 14 aprile 2011, pubblicato sul sito web: <https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-04-14/manager-italiani-assegno-post-064229.shtml>, consultato il 26/09/2024; FRANCESCHI, A., *"Maxi bonus e stipendi triplicati ai top manager Goldman Sachs nonostante gli utili in calo"*, su Il sole 24 ore, 29 gennaio 2011, pubblicato sul sito web: <https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-01-29/maxi-bonus-stipendi-triplicati-145449.shtml>, consultato il 26/09/2024.

³⁷⁸ Il regolamento sulle operazioni con parti correlate (OPC) stabilisce linee guida stringenti per l'elaborazione delle politiche di compenso nelle società quotate, come delineato all'art. 2 del reg. stesso. Questo è applicabile alle imprese italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati sia in Italia che in altri Stati membri dell'Unione Europea, le quali presentano un'ampia diffusione azionaria tra il pubblico. La normativa secondaria impone procedure dettagliate e trasparenti per la definizione delle remunerazioni, assicurando che tali processi siano esenti da possibili conflitti di interesse. La menzionata disciplina integrativa (OPC) è stata istituita dalla CONSOB, mediante la delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successivamente revisionata, attraverso la delibera n. 17389 del 23 giugno 2010. Per ulteriori dettagli in merito, si rinvia a MONTALENTI, P., *"Le operazioni con parti correlate: il nuovo regolamento Consob"*, in Il Nuovo diritto delle società, vol. 12, 2010, pp. 8 e ss.

controllo delle politiche retributive, stimolando un maggiore allineamento tra gli interessi dei dirigenti e quelli dei proprietari. Di conseguenza, è necessario considerare questo approccio legislativo al fine di gestire i conflitti di interesse, in quanto possono emergere qualora gli amministratori influenzino talune decisioni riguardanti le proprie remunerazioni. Questo fenomeno può, potenzialmente, andare a scapito degli interessi degli *shareholders*³⁷⁹. Una delle principali finalità, in questo contesto, consiste nell'assicurare che le compensazioni siano meritocratiche e proporzionate in relazione ai risultati societari, prevenendo e, così, evitando, emolumenti eccessivi, non correlati ai successi ottenuti. A tal riguardo, possono essere configurati al fine di allineare gli interessi dei dirigenti verso quelli degli azionisti, mediante l'utilizzo di *stock options*³⁸⁰. Difatti,

³⁷⁹ Per approfondimenti sulla teoria economica dei conflitti di agenzia, si rimanda alle analisi di BEBCHUK, L. A., "Executive Compensation as an Agency Problem", in *Journal of Economic Perspective*, 2003, p. 71 e ss., disponibile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=364220, consultato il 26/09/2024; BEBCHUK, L. A., "Pay without performance, The unfulfilled promise of executive compensation", in Harvard University Press, 2004, pp. 1 e ss., disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=537783, consultato il 26/09/2024.

Inoltre, occorre porre l'accento sul fatto che le remunerazioni rappresentano una potenziale fonte di conflitti di interesse. In questo senso cfr. FERRARINI, G., "Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa", in *Riv. soc.*, 2005, p. 591; GORDON, J. N., "Executive Compensation: If There's a Problem, What's the Remedy-The Case for Compensation Discussion and Analysis", in ECGI Law Working Paper n. 35/05, disponibile in http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=686464, pp. 1 e ss.

Invece, per quanto riguarda la massimizzazione degli interessi del *management* a discapito di quelli degli azionisti, si rimanda a FERRARINI, G., *op. ult. cit.*, p. 591; FERRARINI, G., "Grandi paghe, piccoli risultati: "rendite" dei managers e possibili rimedi (a proposito di un libro recente)", in *Riv. società*, 2005, p. 880. Effettivamente, i soci detengono una quota proporzionale degli utili societari e non sono sempre pienamente motivati a esercitare un controllo efficace sui dirigenti, i cui comportamenti possono compromettere il loro patrimonio, generando costi di agenzia significativi. In tale contesto, l'adozione di una politica retributiva che leghi la remunerazione dei gestori alla prosperità degli azionisti si rivela uno strumento incisivo. Utilizzando indicatori di *performance*, quali il prezzo delle azioni o obiettivi di bilancio specifici, questo schema si propone di attrarre, trattenere e incentivare il *management* a tutelare gli interessi degli *shareholders*. Nelle situazioni societarie con una base azionaria ristretta, i costi di agenzia tendono a essere ridotti. Gli azionisti di maggioranza, infatti, dispongono delle risorse e delle capacità necessarie per accedere a informazioni cruciali e per esercitare un controllo diretto sui dirigenti, beneficiando di una minore complessità nella coordinazione delle azioni collettive. Tuttavia, anche in tali contesti, persiste il rischio di conflitti di interesse. Specialmente quando i soci maggioritari possono stabilire accordi collusivi con il *management*, questo può avvenire a detrimento degli azionisti di minoranza, erogando benefici ingiustificati sia agli esecutivi che ai principali detentori di quote stessi. Pertanto, la definizione di contratti di remunerazione, basati su indicatori di *performance*, si configura come una pratica auspicabile anche in società con strutture proprietarie concentrate, come testimoniato dalla regolamentazione e incentivazione di tali modalità, anche in ordinamenti con sistemi di proprietà meno diffusi. Per un'analisi dettagliata delle conseguenze derivanti dalla diversa frammentazione delle compagnie sociali, si rinvia a TONELLO, M., "Corporate governance e tutela del risparmio", in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. econ.*, 2006, Padova, p. 307; FERRARINI, G., *op. ult. cit.*, p. 593.

³⁸⁰ Cfr. ZANARDO, A., "I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano", in *Giurisprudenza commerciale*, 2006, p. 739. Nel presente contesto, la remunerazione degli amministratori si configura come qualsiasi guadagno, derivante dall'incremento del valore dell'azione oltre il prezzo di esercizio dell'opzione.

tali strumenti, al fine di promuovere decisioni volte a migliorare il valore aziendale nel lungo periodo, legano la remunerazione dei *manager* all'andamento del prezzo delle azioni. D'altronde, i *golden parachutes* rappresentano un'estensione di tale logica. D'altra parte, essi sono, sovente, oggetto di critica in relazione alle possibili implicazioni negative. A titolo esemplificativo, vi è il rischio di conflitti di interesse e incentivi non perfettamente coerenti con gli obiettivi dei proprietari dell'impresa³⁸¹.

Al centro di questa struttura normativa appena delineata si pone e si colloca l'art. 2389 c.c.³⁸², in quanto applicabile a tutte le società per azioni. Esso conferisce il potere di determinare i compensi degli amministratori sia all'assemblea che all'organo di gestione, a seconda delle circostanze dettagliate nello statuto societario. Tuttavia, l'art. 114-bis del TUF, introdotto dalla legge 262/2005, prevede una specifica deroga a questa disposizione generale. Difatti, ai sensi del citato disposto, si prescrive che ogni schema di emolumenti basato su strumenti finanziari, rivolto ai gestori, necessiti dell'approvazione dell'adunanza ordinaria dei soci. Questa disposizione si applica parimenti ai piani destinati ai dirigenti delle società controllanti e controllate, estendendo così l'ambito di applicazione del consenso assembleare oltre i confini originariamente delineati dall'art. 2389 c.c.³⁸³.

³⁸¹ Per mitigare gli effetti negativi descritti, è opportuno considerare l'adozione di piani che limitano il numero di opzioni esercitabili in specifici periodi. In aggiunta, si potrebbero prevedere clausole che rendano inalienabili le azioni acquisite, tramite l'esercizio dell'opzione per un periodo di tempo prestabilito. Ulteriormente, una parte significativa della componente variabile della remunerazione, connessa alle prestazioni societarie, potrebbe essere corrisposta dopo un congruo intervallo temporale dalla sua maturazione. In questo senso, si rimanda a BEGHETTO, A., *“La remunerazione degli amministratori nelle società quotate”*, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, fasc. 1, 2012, p. 69.

³⁸² Per una panoramica generale dell'art. 2389 c.c., si veda BONAFINI, A., *“sub art. 2389 c.c.”*, in *Commentario alla riforma delle società - Amministratori*, a cura di Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2005, pp. 343 e ss.

³⁸³ L'art. 114-bis, TUF, come delineato nel suo secondo comma, si applica non solo agli emittenti quotati, bensì anche a quelli che emettono strumenti finanziari ampiamente distribuiti al pubblico. Ciò si evince dal linguaggio legislativo, il quale fa riferimento agli “emittenti diffusi” in senso lato. Fonti includono le analisi di ASSONIME, *“Le nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari - Il commento dell'Assonime”*, in *Riv. società*, 2006, pp. 445 e ss.; CONSOB, *“Disciplina attuativa dell'articolo 114 bis del t.u.f. introdotto dalla legge n. 262/2005 su informazione al mercato in materia di attribuzione di piani di compensi basati su strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori”*, 23 febbraio 2007, p. 7, disponibile su www.consob.it. In tal contesto, conformemente alla norma codicistica previamente menzionata *ut supra*, l'intervento assembleare tradizionalmente avviene nella fase “a valle”, ossia durante l'implementazione di ciascuna operazione delineata nel piano. D'altro canto, la normativa del Testo Unico della Finanza introduce un'azione preventiva da parte dell'assemblea, che si estende anche alla fase “a monte”. Ciò comporta l'approvazione a priori dell'intero complesso di operazioni che costituiscono il relativo modello, garantendo un controllo più diretto e anticipato sulle decisioni strategiche societarie. Riguardo a quest'ultima conclusione si cita MONTALENTI, P., BALZOLA, S., *“La società per azioni quotata”*, in *Le nuove s.p.a.*, opera diretta da Cagnasso e Panzani, Utet, Torino, 2010, p. 1920.

L'art. 114-bis, TUF, è finalizzato a incrementare la trasparenza, incentivando al contempo la partecipazione attiva degli azionisti nelle scelte concernenti le aree da esso coperte. Pertanto, il requisito di un controllo assembleare specifico e dettagliato garantisce un monitoraggio efficace, consolidando il principio di correttezza nella gestione dei compensi e nella tutela delle prerogative azionarie. Nondimeno, questa normativa si propone di evitare le criticità potenziali dei *golden parachutes*, quali l'instaurazione di barriere non giustificate contro acquisizioni, favorendo una remunerazione equilibrata e meritocratica degli amministratori. In aggiunta, l'art. 123-ter del TUF completa il quadro, in quanto, come accennato precedentemente, gli azionisti votano in maniera non vincolante sulla relazione in oggetto. D'altro canto, il disposto si propone di rafforzare ulteriormente la trasparenza e la responsabilità nella gestione delle retribuzioni. Ciò permette, anche attraverso tale disposizione, di attenuare le divergenze di interesse, garantendo che le politiche emolumentari siano conformi agli obiettivi di sostenibilità e successo a lungo termine dell'impresa.

Ora, focalizziamo l'attenzione sull'art. 123-ter del Testo Unico. La relazione, ivi inclusa nella presente disposizione, deve suddividersi in due sezioni. La prima illustra una descrizione approfondita delle politiche relative alle componenti fisse e variabili, in riferimento alla remunerazione degli amministratori. Si richiede che vengano chiaramente identificati gli obiettivi di *performance*, i quali determinano la parte variabile del compenso, distinguendo tra benefici di breve e medio-lungo periodo³⁸⁴. Se presenti strumenti finanziari, come le *stock options*, i relativi dettagli devono essere esplicitati nel resoconto. Quest'ultimo deve anche trattare la politica dei benefici non monetari, i sistemi di pagamento differito e le politiche relative ai trattamenti di fine rapporto, cd. "buonuscita", fornendo dettagli sui termini di maturazione dei diritti (c.d. *vesting period*) e gli eventuali meccanismi di correzione *ex post*. Inoltre, deve essere indicata la politica di mantenimento in portafoglio degli strumenti finanziari acquisiti, sottolineando come

³⁸⁴ In riferimento alla quota fissa e variabile della remunerazione, l'art. 6 del codice di autodisciplina di Borsa Italiana raccomanda l'adozione di un tetto massimo per le seconde. Parallelamente, il paragrafo 5.1 delle "Disposizioni in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione, nelle banche e nei gruppi bancari", della Banca d'Italia, stabilisce che la componente fissa dell'emolumento debba essere proporzionata e adeguata. Ciò permette una significativa riduzione, o addirittura l'annullamento, della parte variabile basata sui risultati concreti, opportunamente corretti per i rischi. Si prescrive, inoltre, che le banche definiscano preventivamente i limiti di proporzionalità, tra la componente variabile e quella fissa del compenso. Questo rapporto deve considerare diversi fattori, tra cui il tipo di attività svolta, gli obiettivi societari, l'efficacia dei sistemi di valutazione delle prestazioni e di gestione dei rischi, le funzioni e il livello gerarchico del personale coinvolto, nonché la solidità patrimoniale complessiva.

questi siano allineati con gli interessi a lungo termine della società³⁸⁵. In aggiunta, deve essere allegato lo schema di emolumento ex art. 114-bis, TUF, oppure deve essere indicato il collegamento alla sezione del sito web della società.

In riferimento alle informazioni da includere nella seconda sezione della relazione, si rimanda alla disciplina di attuazione introdotta dal d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259, recepita tramite la delibera Consob n. 18049 del 23 dicembre 2011. Tale regolamentazione secondaria ha l'obiettivo di rendere più chiaro e sistematico il quadro normativo per le società quotate, con particolare attenzione alla trasparenza in materia di retribuzioni. La nuova disciplina ha portato all'abrogazione dell'art. 78, comma 1, e dei relativi schemi 1 e 2 allegati al Regolamento Emittenti (allegato 3C)³⁸⁶, così come dell'art. 79 e all'introduzione di modifiche semplificative delle disposizioni previste dall'art. 84-bis del medesimo RE. In sintesi, la seconda sezione viene suddivisa in due parti principali. Nella prima parte, è richiesto che sia fornita una rappresentazione dettagliata e completa di ciascuna delle componenti che costituiscono la remunerazione degli organi di amministrazione, controllo e dei direttori generali. Le informazioni devono, altresì, includere i trattamenti previsti in caso di cessazione della carica o risoluzione del rapporto di lavoro. Particolare attenzione deve essere riservata, inoltre, alla coerenza di tali previsioni con la politica emolumentare adottata dalla società. Nella seconda parte dovranno invece essere riportati, in maniera analitica, tutti i compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento. Questi devono essere indicati in ogni forma e a qualsiasi titolo, sia da parte dell'impresa stessa sia delle sue controllate o collegate. I dati, riportati, in tabelle specifiche, devono essere elaborati sulla base degli schemi aggiornati 1 e 2, previsti dall'allegato 3C del Reg. Emittenti³⁸⁷.

³⁸⁵ La racc. CE 2009/385 e l'art. 6 del codice di autodisciplina di Borsa Italiana, insieme alle "Disposizioni in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari" emanate dalla Banca d'Italia, stabiliscono che gli amministratori debbano mantenere un certo numero di azioni per un periodo definito o fino al termine del loro mandato. Per i dirigenti con incarichi strategici sotto contratto a tempo indeterminato, è prescritto che i piani di remunerazione prevedano un termine minimo di tre anni per il vincolo delle azioni acquisite. Inoltre, per i piani di *phantom stock*, che non comportano l'effettiva assegnazione o acquisto di partecipazioni sociali, è necessario implementare meccanismi di *share retention*. Un esempio potrebbe essere il reinvestimento di una parte dei premi in azioni dell'emittente, che devono essere mantenute fino alla conclusione dell'incarico. La durata del vincolo di *retention* può variare in base a numerosi fattori. Tra questi si annoverano la posizione gerarchica del beneficiario, i limiti di rischio delle diverse unità di *business*, e l'entità della componente variabile del compenso. Inoltre, è rilevante l'efficacia dei meccanismi di adeguamento del rischio *ex-ante*, che valutano il periodo considerato per la misurazione delle *performance* e la capacità di includere anche i rischi meno frequenti o estremi.

³⁸⁶ V. *supra*, cap. I.

³⁸⁷ Per ulteriori approfondimenti, in merito a quest'ultimo aspetto, si rinvia a BEGHETTO, A., *op. ult. cit.*,

Per concludere, è importante sottolineare che, nonostante la natura non vincolante del voto dell'assemblea ex art. 123-ter TUF, l'istituto del "voto consultivo" ha un impatto significativo³⁸⁸. Infatti, può consentire agli investitori, soprattutto quelli istituzionali³⁸⁹, di esprimere apertamente il proprio dissenso o apprezzamento riguardo alla gestione delle remunerazioni, inviando segnali chiari al *management*, nonché influenzare la percezione pubblica e il mercato. Sebbene una "bocciatura" del voto non comporti la necessità di una revisione immediata delle politiche da parte dell'organo amministrativo, tale risultato può avere rilevanti conseguenze a livello reputazionale e di immagine per la società.

Il legislatore, introducendo il cd. voto consultivo, ha voluto promuovere un dialogo più diretto tra il *board* e gli azionisti, invero senza attribuire a quest'ultimo un effetto vincolante, che potrebbe limitare la flessibilità decisionale del consiglio di amministrazione. Pertanto, questo strumento può essere classificato come un "voto reputazionale", secondo la terminologia adottata dalla Consob³⁹⁰. Ciò non equivale a una deliberazione autorizzativa di natura prescrittiva, quale quella disciplinata dall'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c.³⁹¹. Quest'ultimo attribuisce all'adunanza dei soci poteri decisivi e diretti, in specifiche decisioni di rilevanza societaria. Conseguentemente, il voto consultivo è inteso a potenziare la trasparenza delle politiche di remunerazione all'interno

pp. 69 e ss., nota 85.

³⁸⁸ Difatti, studi empirici hanno evidenziato che il voto dell'assemblea relativo alle politiche di remunerazione non risulta completamente risolutivo. Nelle società con base azionaria ristretta, tale meccanismo non garantisce la prevenzione dell'estrarre indebiti benefici da parte degli amministratori. Ad esempio, come osservano MELIS A., CARTA S., GAIA S., "*Shareholders rights and director remuneration in blockholder-dominated firms: why do italian firms use stock options*", 2008, p. 18, disponibile sul sito web: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1102152), consultato in data 26/09/2024, nelle realtà dominate da blocchi azionari, l'uso di *stock options* non è sufficiente a superare tali problemi. Allo stesso modo, nelle società di più ampio respiro, THOMAS R.S., "*International executives pay: current practices and futures trends*", in Elgar publishing, 2009, p. 56, in http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1265122, sostiene che la votazione assembleare può influire positivamente solo di fronte a deviazioni significative delle remunerazioni dalle prassi consuete.

³⁸⁹ Nel contesto della prima applicazione dell'art. 114 bis TUF, si sono registrati episodi significativi durante le assemblee di società quotate. Ad esempio, durante quella di Enel Spa, il Ministero dell'Economia, azionista di maggioranza, ha espresso apprezzamento per struttura, finalità e parametri dei piani di incentivazione destinati all'alta dirigenza. Nonostante ciò, ha proposto una riduzione del 20% dei quantitativi azionari e monetari previsti per la loro realizzazione. Analogamente, nell'assemblea di Generali Spa, la Banca d'Italia, in qualità di azionista di minoranza, ha annunciato la propria astensione in merito al piano di incentivazione del *management*, motivando la decisione con la non piena corrispondenza ai criteri di *governance* ritenuti ottimali dall'istituto bancario. In merito a ciò, cfr. BEGHETTO, A., *op. ult. cit.*, pp. 69 e ss., nota 90.

³⁹⁰ In riferimento a questa attribuzione semantica, si rimanda a SANTOSUOSSO, D. U., "*I compensi dei componenti degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche, Le operazioni con parti correlate*", in Atti del Convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, Giuffrè, 2011, p. 31.

³⁹¹ Relativamente alla contrapposizione tra l'art. 123-ter del TUF e l'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c. si rimanda a BEGHETTO, A., *op. ult. cit.*, pp. 69 e ss., nota 93.

delle S.p.A. quotate. Tale iniziativa è orientata a facilitare la comprensione e l'accesso alle informazioni pertinenti. Inoltre, si colloca nel contesto degli obblighi derivanti dal regolamento sulle operazioni con parti correlate (OPC), rafforzando la *governance* societaria e l'aderenza ai principi di corretta amministrazione. In questo senso, il Reg. impone che le imprese non siano soggette esclusivamente al controllo interno, bensì anche ad una forma di verifica esterna, esercitata attraverso il voto degli azionisti.

In conclusione di questo paragrafo, per disaminare adeguatamente l'istituto dei *golden parachute* nel contesto normativo italiano, si devono considerare le correlate implicazioni pratiche. Tali meccanismi di difesa preventiva, regolati dall'art. 123-ter del TUF e art. 114-bis, TUF, interagiscono significativamente con le disposizioni dell'art. 2389 c.c. e l'art. 104 TUF.

Precisato ciò, questo meccanismo difensivo si inserisce pienamente nella seconda fattispecie delineata nel paragrafo 2, cap. 2, della mia tesi, ossia quella che concerne l'assenza dell'autorizzazione assembleare per determinate decisioni degli amministratori. Tuttavia, emergono eccezioni di rilievo in scenari caratterizzati dalla presentazione di OPA ostili. In tali circostanze, si rende imperativo il ricorso all'art. 104 del TUF, che impone l'indispensabile approvazione dell'assemblea dei soci, per l'implementazione di strategie anti-scalata finalizzate a contrastare le iniziative dell'offerente.

Invece, nell'ipotesi generale, i paracadute d'oro si configurano come clausole contrattuali che garantiscono compensi ai dirigenti in caso di acquisizioni ostili, senza necessitare di un voto assembleare preventivo. Questo potere discrezionale conferito agli amministratori si configura come una difesa preventiva. Tale manovra è legittima e ammissibile³⁹² in assenza di un'OPA, giustificandosi come strumento per garantire protezione ai vertici societari, in caso di perdita del posto di lavoro conseguente a mutamenti di controllo.

Nondimeno, tale contesto genera rilevanti rischi di conflitto di interessi, in quanto i gestori in assenza di un controllo esterno, potrebbero adottare *golden parachutes* con finalità personali. Questo tipo di condotta, pur legittima sul piano formale, potrebbe violare gli artt. 2389 e 2391 c.c., quest'ultimo impone agli amministratori di agire con lealtà e diligenza. Oltre a ciò, il rischio si concretizza qualora gli accordi non siano collegati in modo trasparente ai risultati aziendali a lungo termine, come previsto dall'art. 123-ter del

³⁹² Tale aspetto sarà considerato nel successivo paragrafo.

TUF, configurandosi come un abuso delle proprie prerogative. In questo senso, questo meccanismo di voto “reputazionale”³⁹³ ex art. 123-ter TUF, pur non essendo vincolante, permette agli azionisti di esprimere la propria opinione sulla congruità delle politiche retributive, aumentando così la trasparenza e possibilmente moderando l’adozione di pacchetti compensativi eccessivamente generosi. D’altro canto, in caso di OPA ostili, dunque in ipotesi eccezionali, il coinvolgimento dell’assemblea è un correttivo fondamentale in situazioni di conflitto di interessi e abuso di potere da parte del *board*, particolarmente in contesti di acquisizioni ostili dove la trasparenza è cruciale.

In sintesi, la problematica di tale divergenza assume particolare rilievo nelle situazioni in cui i cd. paracaduti d’oro vengono implementati senza il previo consenso degli azionisti. In questi casi, esiste il rischio che gli amministratori perseguano primariamente propri interessi personali a scapito dell’interesse generale e sociale della società. Di conseguenza, l’adozione e l’applicabilità di questi meccanismi anti-scalata sono condizionate dalle circostanze specifiche: in assenza di un’OPA, tali compensi possono essere deliberati senza l’intervento dell’assemblea; in presenza, invece, di un’offerta ostile, la normativa vigente impone la necessità di un’approvazione assembleare, garantendo così un adeguato livello di controllo e trasparenza.

In definitiva, l’esame dei *golden parachutes*, all’interno del quadro delle difese anti-OPA, illustra un incrocio complesso tra normativa societaria, considerazioni etiche e strategie di *governance*. Risulta essenziale, pertanto, che tali strumenti siano regolati e attuati in modo da incrementare la trasparenza e tutelare gli interessi legittimi, assicurando al contempo un loro utilizzo conforme ai principi di corretta gestione societaria e di equità retributiva.

3.2.2 Compatibilità del paracadute d’oro con il diritto societario italiano

Nel dibattito sulla legittimità dei *golden parachute*, emerge una riflessione significativa. Sebbene spesso percepiti come un mero aggravio economico piuttosto che un efficace strumento deterrente, nei contesti di acquisizioni di ampia portata, questi accordi rappresentano generalmente meno dell’1% dell’investimento totale³⁹⁴. Questa circostanza

³⁹³ V. nota 392.

³⁹⁴ In questo senso, si esprime WEIGMANN, R., “*Le offerte pubbliche di acquisto*”, in Trattato delle società per azioni, diretto da Colombo e Portale, v. 10, t. II, Torino, 1993, p. 610.

riduce il loro impatto come misura anti-scalata a marginale, evidenziando come i costi, anche se elevati in termini assoluti, rappresentino soltanto una minima frazione del prezzo che un acquirente è disposto a pagare, al fine di assumere il controllo di una società target³⁹⁵. Questa premessa serve a contestualizzare la discussione sull'effettiva capacità di tali misure di influenzare le decisioni degli offerenti, poiché il loro impatto è trascurabile³⁹⁶. Tuttavia, non si dovrebbe concludere affrettatamente che i paracaduti d'oro siano sempre leciti o intrinsecamente inefficaci. Nei casi di *takeover* di minore entità, dove il valore totale dell'operazione è sensibilmente ridotto, la percentuale relativa dei costi legati a tali meccanismi difensivi potrebbe essere decisamente più rilevante. Ciò potrebbe influenzare l'esito dell'operazione e, in tali scenari, l'efficacia di questi strumenti come deterrente può effettivamente costituire un serio ostacolo per i potenziali *bidders*. Tali considerazioni sollevano questioni sulla legittimità e adeguatezza di tali accordi, sotto il profilo della *governance* corporativa e dell'equità verso gli azionisti minoritari. Questo dualismo evidenzia una variabilità nel potenziale impatto dei *golden parachute*, che può oscillare a seconda della scala economica dell'acquisizione. Pertanto, si impone una valutazione più sfumata della loro ammissibilità, che tenga conto del contesto specifico. Il rischio che, nelle *takeovers* minori, questi meccanismi possano alterare significativamente le dinamiche dell'offerta impone una riflessione critica. È essenziale valutare attentamente l'equilibrio tra la protezione degli amministratori e la tutela degli interessi dei soci minoritari.

Prima di affrontare, in dettaglio, la questione della conformità normativa del citato strumento nelle giurisdizioni pertinenti, è opportuno introdurre una particolare eccezione di inammissibilità stabilita dal diritto statunitense. Questa impone restrizioni severe all'impiego di tali accordi in determinate situazioni, per prevenire abusi. Di conseguenza, tale normativa aggiunge un ulteriore strato di protezione per gli azionisti, delineando chiaramente i limiti accettabili per l'impiego di questi paracaduti d'oro.

Alla luce di quanto precedentemente esposto, si rimanda al paragrafo 3.2.1, *ut supra*, per

³⁹⁵ In questo contesto, risulta particolarmente opportuno citare un passaggio tratto da GAUGHAN, P.A., *op. ult. cit.*, pp. 191 e ss., nel quale si sostiene: “*they may be used in advance of a hostile bid to make the target less desirable, but they may also be used in the midst of a takeover battle. It should be kept in mind, particularly for large takeovers, that the golden parachute payments are a small percentage of the total purchase price. This implies that the antitakeover effects of these benefits may be relatively small*”.

³⁹⁶ Riguardo a tale orientamento, si osserva, *ex multis*, DESANA, E., “*Opa e tecniche di difesa*”, in Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, n. 250, Giuffrè, Milano, 2003, p. 135.

alcune considerazioni iniziali. In questo paragrafo, tuttavia, l'obiettivo è approfondire ulteriormente il discorso. Riassumendo brevemente, le norme relative ai "golden parachutes" e agli accordi di "change-in-control", definite dalle Sezioni 280 G e 4999 A del "International Revenue Code" del 1986³⁹⁷, stabiliscono che i compensi pagati in questi contesti siano considerati eccessivi. Di conseguenza, tali emolumenti sono inammissibili, qualora superino il triplo della media dei compensi annuali dell'ultimo quinquennio del beneficiario³⁹⁸. Il contesto fiscale americano in questo ambito è particolarmente stringente, ciò si evince dal fatto che i compensi classificati come "golden parachute payments" non sono deducibili dalla base imponibile della società, trattandosi di remunerazioni considerate ordinarie ai fini fiscali. Tuttavia, il Codice³⁹⁹ menzionato contempla una specifica eccezione, qualora il compenso possa essere comprovato, attraverso "prove persuasive", come adeguato e ragionevole ai servizi realmente forniti dal dirigente. Particolarmente rilevante è il contesto in cui tali servizi siano stati erogati in risposta o come diretta conseguenza al passaggio di controllo, il quale ha innescato ("trigger event") il paracadute d'oro. Un pagamento di questo tipo deve essere legato a un cambiamento di proprietà o gestione effettiva dell'entità. Per la legislazione, un esborso è subordinato a tale cambiamento, se non sarebbe stato effettuato in assenza di tale evento. Inoltre, ogni transazione, la quale potrebbe implicare un cambiamento nel controllo di una società o nella proprietà di una parte sostanziale dei suoi beni, deve essere esaminata attentamente, considerando tutti i fatti e le circostanze rilevanti.

Relativamente alla questione dell'ammissibilità dei paracadute dorati, tecnica di difesa preventiva di origine nordamericana, la loro legittimazione, subordinata alla conformità con le normative azionarie vigenti, introduce il contesto per una discussione più approfondita. La problematica sollevata richiede un'analisi interpretativa di tali disposizioni, le quali, per la loro intrinseca complessità, non sembrano ammettere una risoluzione univoca. Pertanto, è indispensabile procedere con una valutazione, la quale consideri in modo differenziato i soggetti destinatari delle misure difensive in esame.

Particolarmente delicato, è il caso in cui i *golden parachutes* sono destinati a proteggere dirigenti non aventi funzioni amministrative. In tale situazione, non emergono dubbi

³⁹⁷ Le normative riguardanti la "excise tax" furono implementate, per la prima volta, con l'approvazione del *Deficit Reduction Act* nel 1984.

³⁹⁸ Per ulteriori approfondimenti si veda CARNEY, W.J., "Mergers and Acquisitions", in *Cases and Materials*, New York, 2000, p. 123.

³⁹⁹ Precisamente nella Sezione 280G (b)(4)(A).

legali sull'adeguatezza di indennità di fine rapporto, in caso di cambio di controllo societario, poiché tali provvedimenti non paiono contravvenire alle normative esistenti⁴⁰⁰. Tuttavia, l'efficacia di tali clausole come deterrente risulta minima, come evidenziato dalle esperienze nordamericane⁴⁰¹. Nondimeno, codesto marginale impatto non sembra sufficiente a scoraggiare gli acquirenti potenziali. Al contempo, la tutela conferita può attenuare le inclinazioni protezionistiche dei dirigenti, facilitando una maggiore recettività nei confronti delle variazioni nella gestione societaria.

D'altro canto, la situazione si complica, qualora le indennità siano previste per coloro che abbiano ruoli amministrativi. Sebbene le misure difensive siano generalmente in linea con le disposizioni normative sulle offerte pubbliche, possono emergere complicazioni legali dalle normative di diritto societario. In particolare, si deve considerare il potenziale conflitto di interessi dei *managers* che approvano tali clausole nei propri contratti. Essi possono, inoltre, contrastare con disposizioni normative che prevedono la revocabilità immediata degli amministratori (art. 2383, c.c.). Il suddetto disposto prevede, formalmente, che i gestori possano essere revocati in ogni momento (*ad nutum*) dall'assemblea degli azionisti. Tuttavia, se la rimozione avviene senza giusta causa, i *managers* hanno diritto al risarcimento del danno.

In relazione ai *golden parachutes*, mi sembra chiaro che i detentori dei titoli azionari conservino la facoltà di destituire i vertici degli emittenti. Tale azione si giustifica, qualora gli stessi soci valutino come eccessivi gli accordi relativi a determinate tipologie di compensi e alle cd. "buonuscite", in occasione di un cambio di controllo, considerandoli sostanzialmente delle difese anti-OPA.

La questione critica, in esame, è determinare se la percezione di tali accordi come difese anti-scalata, implicando una violazione del dovere fiduciario da parte degli amministratori, possa giustificare la loro estromissione. A questo proposito, l'analisi giuridica condotta nel paragrafo precedente, nonché le violazioni delle raccomandazioni del Codice di Corporate Governance del 2020, rivelano che, sebbene tali linee guida non siano legalmente vincolanti, esse comportano significative implicazioni indirette, ad esempio reputazionali. Di conseguenza, ritengo che gli azionisti siano legittimati a revocare il mandato dei *managers* per giusta causa, avvalendosi di tali fondamenti e

⁴⁰⁰ In tal senso, si veda DESANA, E., *op. ult. cit.*, p. 191.

⁴⁰¹ Si osserva Cap. II, par. 3.2.1. L'aspetto della deterrenza minima è stato sostenuto anche da una parte della dottrina italiana, così come descritto nel medesimo paragrafo, appena menzionato.

giustificazioni per supportare la loro decisione. Ciò premesso, è evidente che il mancato rispetto delle norme di *soft-law* può essere interpretato come una violazione dei principali principi di buona gestione e trasparenza, elementi essenziali per il mantenimento della fiducia reciproca tra il *management* e il *board of shareholders*.

Ulteriormente, qualora la destituzione degli amministratori avvenga in conseguenza di un conflitto di interessi o di violazioni legali specifiche, come quelle previste dagli artt. 123-ter o 114-bis del TUF, non sussistono dubbi sulla sua giustificazione. In tali circostanze, l'avvenimento della revoca per giusta causa è inequivocabile. In questi contesti, i gestori non avrebbero diritto al risarcimento del danno, poiché la loro rimozione si fonda su solidi principi giuridici, i quali legittimano l'interruzione anticipata del loro mandato. In sintesi, è cruciale che gli azionisti possano attuare l'art. 2383, comma 3, c.c., soprattutto in caso di violazioni delle norme di *governance*.

In riferimento al mio personale orientamento, emerge un dilemma già affrontato in dottrina⁴⁰²: un'indennità eccessivamente elevata potrebbe compromettere il diritto dei titolari del capitale sociale di revocare liberamente i vertici apicali, un principio basato sulla fiducia reciproca tra chi gestisce e chi detiene la proprietà della società⁴⁰³. Per risolvere tale conflitto, tra le disposizioni del diritto societario e l'adozione dei paracadute dorati, si prospetta la necessità di individuare una soluzione di compromesso, che garantisca un equilibrio tra le diverse esigenze. Una possibile opzione potrebbe consistere nel subordinare la legittimità delle clausole di buonuscita ai casi di revoca degli amministratori, per giustificati motivi, quali la cattiva gestione. In tal modo, si garantirebbe che tali prescrizioni incentivino una gestione prudente e responsabile, senza però compromettere la stabilità governativa o scoraggiare, in modo ingiustificato, cambiamenti di controllo meritevoli. Di conseguenza, il paracadute dorato potrebbe essere considerato legittimo ai sensi dell'art. 2383, c.c, solo qualora l'ammontare della penale sia ragionevolmente proporzionato all'eventuale risarcimento spettante al

⁴⁰² In questo caso, si fa riferimento all'orientamento dottrinale delineato da DESANA, E., *op. ult. cit.*, p. 191.

⁴⁰³ In questo senso, la revoca dell'amministratore può essere giustificata non solo da atti che costituiscono un significativo inadempimento degli obblighi connessi all'incarico, ma anche da condotte che, minando il *pactum fiduciae*, si dimostrino oggettivamente idonee a compromettere l'affidamento originariamente riposto nelle qualità e capacità del *manager* al momento della sua nomina. D'altro canto, il mero rinnovamento organizzativo interno della società non rientra nell'ambito della giusta causa di revoca, salvo che non siano presenti specifiche circostanze o fatti che possano effettivamente pregiudicare la prosecuzione dell'incarico e invalidare detto affidamento (Corte di Cassazione, Sez. I, ordinanza 8 gennaio 2024, n. 435).

dirigente apicale, in caso di revoca senza giusta causa⁴⁰⁴. Tale proporzionalità risulta essenziale per evitare che il pacchetto di liquidazione diventi uno strumento eccessivo o iniquo. Ciò garantisce che l'applicazione della norma sia conforme ai principi di equità e alla tutela degli interessi societari. A tale proposito, non emergono particolari preoccupazioni circa l'uso del *golden parachute* come strumento di difesa preventiva, in quanto le regole di diritto societario si dimostrano adeguate a mitigare possibili effetti distorsivi⁴⁰⁵.

L'alternativa avanzata suggerisce di assoggettare la validità delle clausole di buonuscita a un esame conforme alle normative generali di diritto comune, tanto contrattuale quanto societario. Da una parte, la disciplina contrattuale generale dovrebbe consentire di invalidare quelle previsioni che non rispondono a un interesse effettivo e meritevole di tutela. In questo senso, un negozio giuridico che preveda una clausola di paracadute dorato, eccessiva e priva di un concreto beneficio per la società o per gli azionisti, potrebbe essere considerato nullo o annullabile. Il diritto societario, d'altra parte,

⁴⁰⁴ Cfr. DESANA, E., *op. ult. cit.*, p. 192. A tal proposito, l'A. afferma che "in vari sistemi giuridici europei, le conclusioni relative alla revocabilità degli amministratori sono simili a quelle osservate nel nostro ordinamento". Ad esempio, in Francia, il sistema monista permette la revoca degli amministratori in qualsiasi momento tramite l'assemblea generale, secondo l'art. L225-18 del *Code de Commerce*. Ciononostante, l'adozione di clausole di *golden parachute* può generare dubbi sulla loro compatibilità con il principio di revocabilità *ad nutum*, un pilastro fondamentale del diritto societario francese. Parimenti, in Italia, l'orientamento giurisprudenziale si inclina verso la tutela degli amministratori revocati, accettando l'erogazione di indennità contrattuali, a condizione che queste non ostacolino il diritto alla revoca senza giusta causa. Il diritto francese, inoltre, specifica nei suoi articoli L225-27 e seguenti, che i membri del consiglio di amministrazione, eletti dai lavoratori, godono di protezioni aggiuntive stabilite nel 2001, che includono la possibilità di appello in tribunale, rendendo più complessa la rimozione *ad nutum*. Questo si estende al modello dualista francese, dove il *directoire* può essere revocato dall'assemblea generale, con o senza giusta causa, ma con obbligo di risarcimento se la revoca è ingiustificata. Tuttavia, anche qui, la previsione di un *golden parachute* deve rispettare il principio della proporzionalità, poiché non deve rappresentare una limitazione eccessiva del potere di revoca *ad nutum*, così da mantenere l'equilibrio tra i diritti degli amministratori e quelli degli azionisti.

In un contesto simile, nel Regno Unito i *Directors* sono liberamente revocabili tramite risoluzione ordinaria, indipendentemente da quanto previsto nello statuto o negli accordi contrattuali, i quali regolano i rapporti tra il *Director* e la società. In ogni caso, l'attribuzione di un'indennità, in caso di cessazione anticipata del mandato, richiede l'approvazione dell'assemblea degli azionisti, mediante una delibera ordinaria. Inoltre, la previsione di tale compenso non esclude l'eventualità che il *Director* abbia diritto a ulteriori emolumenti, derivanti da un contratto di lavoro subordinato. Questi diritti sono disciplinati separatamente, invero l'ordinamento inglese richiede un approccio trasparente e responsabile nella gestione delle clausole di buonuscita.

⁴⁰⁵ Tale valutazione trova conferma anche in una prospettiva *de iure condendo*, come evidenziato dal "Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids" (V. Cap. I, par. 3.3.), nel quale viene esplicitamente riconosciuta la capacità deterrente di tali meccanismi. Tuttavia, lo stesso documento conclude che risulterebbe inopportuno introdurre una norma che preveda l'automatica decadenza delle clausole in questione, nel caso di successo di un'OPA. Ciò sottolinea la necessità di un approccio più ponderato e flessibile, che permetta di adattare la disciplina dei *golden parachutes* alle specificità di ciascun caso, senza vincoli eccessivamente rigidi che possano limitare la libertà contrattuale delle parti coinvolte.

mediante norme alquanto specifiche, le quali sono volte a sanzionare la violazione dei doveri fiduciari da parte degli amministratori, offre una garanzia aggiuntiva contro un uso abusivo o strumentale di tali clausole. Orbene, i disposti normativi che disciplinano la responsabilità in capo agli amministratori, in caso di mancato adempimento dei doveri di diligenza, lealtà e correttezza costituiscono un sofisticato baluardo, e devono essere sempre tenuti in considerazione. Essi impediscono che i *golden parachutes* si trasformino in mezzi per un arricchimento non giustificato o per una protezione indebita. Un'evoluzione significativa in questa materia si manifestò con la proposta di direttiva del 2 ottobre 2002, la quale introduceva un sistema di controllo e trasparenza relativo alle clausole più volte menzionate. Pur non prevedendo una decadenza automatica di tali disposizioni, la legislazione europea imponeva la necessità di assicurare una pubblicità adeguata a questi accordi remunerativi, e stabiliva che la loro conservazione dovesse essere esaminata periodicamente dall'assemblea degli azionisti. Quest'ultimo organo, ad ogni biennio, era chiamato a riesaminare e decidere la validità di tali clausole di "buonuscita", nonché l'opportunità di mantenerle. Ciò garantiva un adeguato monitoraggio.

In sintesi, i *golden parachutes* devono la loro validità in base alla loro conformità in relazione ai principi generali del diritto societario e contrattuale, nonché dall'efficacia ed effettività del controllo posto in essere dagli azionisti e dagli organi societari di riferimento. Prevenire che, le clausole dei paracadute dorati, si trasformino in strumenti di abuso o di protezione eccessiva è fondamentale, al fine di non compromettere la libertà e la responsabilità nella gestione societaria. A tal fine si ritiene necessario preservare un equilibrio tra la protezione dei diritti degli amministratori e la salvaguardia degli interessi dei soci.

In conclusione, si possono considerare, nel contesto del mio scritto in relazione all'ammissibilità di tale meccanismo difensivo, due pronunce giurisprudenziali significative che, sebbene contestualizzate nel settore bancario, offrono spunti rilevanti anche per situazioni in cui gli attori coinvolti non appartengono a tale ambito particolare. Le relative decisioni, rispettivamente pronunciate dalla Corte di Cassazione e dalla Corte d'Appello milanese, trattano, in maniera specifica, la questione della legittimità dei *golden parachutes*. Sottolineano l'importanza della rigorosa conformità di esse alle disposizioni regolamentari vigenti, sia primarie che secondarie⁴⁰⁶, le quali sono state

⁴⁰⁶ Ad esempio, le norme emanate dalla Banca d'Italia.

ideate per scongiurare comportamenti imprudenti.

La sentenza emanata dagli ermellini⁴⁰⁷ stabilisce che, la misura difensiva in questione, non era ammissibile in quanto non conforme alle disposizioni vigenti imposte da Banca d'Italia, le quali mirano a evitare che le remunerazioni incentivino comportamenti rischiosi o non prudenti da parte degli amministratori delle banche. Invece, quella rilasciata dalla Corte milanese⁴⁰⁸, prevede che, le clausole di *golden parachute* devono includere specifiche disposizioni di *malus* e *claw back*. Questa esigenza rispetta le norme imperative del settore bancario, le quali delegano a Banca d'Italia l'autorità di emanare norme dettagliate in materia. L'omissione di tali clausole rende nulle le transazioni relative a tali indennità di buonuscita, poiché non rispettano i requisiti di legge per la protezione della stabilità finanziaria e la prevenzione di comportamenti imprudenti da parte dei dirigenti bancari.

Per concludere, queste sentenze, pur focalizzandosi su contesti specificamente creditizi, delineano principi che possono essere utilmente estesi ad altri contesti imprenditoriali, offrendo un quadro normativo e interpretativo utile per valutare la legittimità di tali pratiche compensative.

3.2.3 Conflitto di interessi e responsabilità per danno in caso di *golden parachute*

Il presente paragrafo si propone di esplorare le dinamiche legate all'uso dei *golden parachutes* all'interno della *governance* societaria. Si concentrerà sulle problematiche inerenti al conflitto di interessi e le implicazioni legali derivanti da potenziali violazioni degli obblighi di trasparenza e lealtà, come delineato dagli artt. 2391 e 2392 del c.c.

Questa analisi assume particolare rilevanza in considerazione delle configurazioni difensive che tali clausole di buonuscita possono adottare. Sotto specifiche condizioni, esse possono generare un conflitto tra gli interessi personali degli amministratori e i loro doveri fiduciari verso la società e gli azionisti. Nel contesto di questi accordi, i vertici delle *target* devono operare con cautela, bilanciando la legittima protezione offerta dalle normative vigenti con il rischio di essere percepiti come eccessivamente negative, in

⁴⁰⁷ Cass. Civ., Sez. lav., 02/08/2024, n. 21884.

⁴⁰⁸ Corte appello Milano, 06/10/2020, n. 643.

scenari di acquisizione ostile. Dunque, è fondamentale osservare il dovere di fedeltà e l'obbligo di trasparenza. Queste prescrizioni richiedono agli amministratori di agire con diligenza e lealtà, evitando conflitti di interessi e assicurando una comunicazione adeguata agli azionisti sulle operazioni, qualora influenzino la loro partecipazione economica. Tale divergenza si manifesta in maniera evidente quando i gestori, a fronte di un imminente cambio di controllo societario, possono essere tentati di negoziare pacchetti compensativi personalmente vantaggiosi⁴⁰⁹.

L'analisi sarà focalizzata sull'art. 2392 c.c., il quale disciplina l'azione di responsabilità della società nei confronti degli amministratori. In particolare, la possibilità e, precisamente, la facoltà, per l'impresa di agire in giudizio contro quest'ultimi, al fine di ottenere il risarcimento dei danni derivanti da violazioni dei doveri fondamentali, sarà esaminata tra qualche istante. In sintesi, considerando il contesto del *golden parachute*, il presente paragrafo evidenzierà, ponendo i relativi limiti e/o confini, la relativa responsabilità degli amministratori.

Prima di soffermarsi sull'art. 2392, c.c., è opportuno introdurre alcune considerazioni preliminari relative all'art. 2389 c.c., che regola il compenso degli amministratori, applicabile altresì alle società quotate. In effetti, qualora quest'ultimi violassero i loro doveri di diligenza e lealtà nella determinazione degli emolumenti, come prescritto dall'art. 2389 c.c. e art. 123-ter del TUF, possono essere ritenuti responsabili ai sensi dell'art. 2392 c.c. Ciò comprende i casi in cui i compensi siano stati stabiliti senza la necessaria trasparenza. Inoltre, include situazioni in cui le clausole di buonuscita siano state assegnate in misura eccessivamente generosa senza giustificazioni adeguate, circostanze che possono risultare lesive, sul profilo del *pactum fiduciae*, sia per i soci che per l'impresa stessa. Pertanto, attraverso il combinato disposto degli artt. 2389 e 2392 c.c., si stabilisce una base normativa per l'applicazione dell'azione di responsabilità, in caso di cattiva gestione (*mala gestio*) del compenso degli amministratori.

In *primis*, il rapporto che intercorre tra la società di capitali e i suoi *managers* è caratterizzato da “un'immedesimazione organica”, che esclude l'attuazione sia dell'art. 36 della Costituzione sia dell'art. 409, comma 1, n. 3 c.p.c.⁴¹⁰. Tale relazione, priva di un

⁴⁰⁹ Questa situazione solleva questioni etiche e legali significative, poiché tali pratiche possono non solo compromettere la fiducia degli azionisti, bensì potenzialmente violare i principi di buona *governance*.

⁴¹⁰ In questi termini si esprime la Cass. Civ., Sez. I, Ordinanza, 09/01/2019, n. 285. Inoltre, aggiunge che “*ne consegue che è legittima la previsione statutaria di gratuità delle relative funzioni*”.

contratto di mandato, non rientra nelle categorie contrattuali tradizionali. La dottrina non è unanime nella definizione della sua natura⁴¹¹: alcuni⁴¹², la considerano un contratto atipico, mentre altri⁴¹³, lo vedono come una forma peculiare di contratto di lavoro, che unisce elementi di autonomia e subordinazione. La giurisprudenza, per la sua parte, riconosce la peculiarità del rapporto tra amministratore e società, associandolo a volte alla parasubordinazione in virtù di una relazione continua, coordinata e personalmente rilevante⁴¹⁴.

Al contrario, una corrente di pensiero sostiene che le attività svolte dal *management* si configurino come lavoro autonomo, escludendo la presenza di subordinazione o parasubordinazione⁴¹⁵. Pertanto, il ruolo del gestore apicale si configura come unico e indipendente da altri rapporti di lavoro all'interno della stessa società, a meno che non vengano affidate e dimostrate responsabilità diverse, sussistendo un chiaro legame di subordinazione⁴¹⁶.

Nel contesto del dibattito sul conflitto di interessi derivante da potenziali violazioni dell'art. 2389 c.c., così come anticipato *ut supra*, emerge una sentenza significativa: la Cassazione civile, Sezione I, 21/03/2000, n. 3312, ha trattato la questione relativa alla possibile esistenza di un conflitto di interessi per un amministratore, il quale detiene anche quote societarie, specificatamente in merito alle decisioni assembleari sull'aumento del

⁴¹¹ Si cita, *ex multis*, GALGANO, F., GENGHINI, R., "Il nuovo diritto societario", in Tr. G., v. XXIX, Cedam, Padova, 2006, p. 443.

⁴¹² Così CAMPOBASSO, G.F., "Diritto commerciale", in Diritto delle società, UTET Giuridica, 2020, p. 360.

⁴¹³ V. COTTINO, G., "Diritto societario", 2a ed., a cura di O. Cagnasso, Cedam, Padova, 2011, p. 402.

⁴¹⁴ In senso conforme a questa interpretazione, si osserva Cass. Civ., Sez. lavoro, Sentenza, 20/02/2009, n. 4261; Cass. Civ., Sez. Unite, 14/12/1994, n. 10680; Cass. Civ., Sez. lavoro, 14/02/2000, n. 1662.

Tuttavia, la Cass. Civ., Sez. I, 02/03/1999, n. 1726, ha affermato che la figura dell'amministratore delegato di società di capitali, nonché quella di un soggetto che detenga l'effettiva totalità del potere gestionale (in questo caso, in quanto membro della famiglia azionista dominante della società madre), non è assimilabile a quella del lavoratore subordinato. Tale adattamento è impedito dall'assenza di un rapporto di subordinazione, mancando la subiezione del prestatore a un potere superiore di controllo e disciplina.

Infatti, la congiunzione in un unico soggetto dei ruoli di esecutore della volontà aziendale e di organo abilitato a esprimerla, impedisce l'instaurarsi di un tale vincolo. Di conseguenza, la giurisdizione riguardante le azioni di responsabilità sociale, intentate nei confronti dei *managers* sopra citati, spetta in primo grado al tribunale ordinario e in secondo grado alla Corte d'appello, e non rientra nelle competenze del giudice del lavoro. Dunque, questa decisione esclude la parasubordinazione in specifici contesti di amministrazione unipersonale o quando l'amministratore delegato concentra poteri comparabili a quelli di un amministratore unico, per l'assenza di dualità negli interessi.

⁴¹⁵ Questo orientamento è sostenuto da sentenze quali quella della Cass. Civ., Sez. I, Sentenza, 13/11/2012, n. 19714, la quale ribadisce l'inapplicabilità dell'art. 36, comma 1, della Costituzione al rapporto di amministrazione; Cass. Civ., Sez. I, Sentenza, 01/04/2009, n. 7961; Cass. Civ., Sez. lavoro, 26/02/2002, n. 2861; Cass. Civ., Sez. lavoro, 19/09/1991, n. 9788; Cass. Civ., Sez. lavoro, 13/04/1991, n. 3980.

⁴¹⁶ Cfr. Cass. Civ., Sez. lavoro, 12/01/2002, n. 329; Cass. Civ., Sez. lavoro, 01/02/2012, n. 1424.

proprio compenso. Tale giurisprudenza afferma che la configurazione di una collusione di interessi si verifica esclusivamente, allorquando emergano un danno effettivo per la società, e un pregiudizio concreto agli interessi sociali.

Inoltre, si pone l'accento sulla necessità di un esame circostanziato, poiché la condizione di conflitto non è presupposta automaticamente. Ogni situazione deve essere analizzata singolarmente, considerando la divergenza solo laddove la fissazione della remunerazione si riveli irragionevole o sproporzionata rispetto alle circostanze. In supporto a questo orientamento, diverse decisioni delle Corti d'Appello di Milano hanno delineato criteri di valutazione per tali ipotesi⁴¹⁷.

Innanzitutto, conformemente alle direttive giurisprudenziali evolutesi in merito al conflitto di interessi, si è consolidato l'orientamento che non identifica un danno, qualora gli amministratori stabiliscano una remunerazione adeguata⁴¹⁸. Di conseguenza, si attesta la legittimità della deliberazione, purché il compenso non risulti eccessivamente oneroso. Esso deve essere considerato proporzionato, tenendo conto anche delle *performance* economiche della società⁴¹⁹.

Invece, considerando l'elemento centrale della mia dissertazione, ovvero il potenziale risarcimento del danno da parte degli amministratori in situazioni di conflitto di interessi, diventa rilevante, al momento, esaminare gli orientamenti giurisprudenziali relativi all'art. 2392 c.c. Quest'ultimo è particolarmente pertinente, data la frequente dottrina in merito⁴²⁰. Inoltre, si considerano le possibili conseguenze dannose per l'impresa, qualora

⁴¹⁷ In questo senso si cita Corte d'Appello Milano, 08/11/1996 (v. IANNIELLO, B., "*Conflitto di interessi ed eccesso di potere nelle delibere assembleari – Commento - Nota a sentenza*", in *Le Società*, vol. 5, 1997, p. 547); Corte d'Appello Milano, 12/04/1994, in *Rep. Giur. It.*, 1994, voce "Società"; Corte d'Appello Milano, 18/12/1990, in *Giur. It.*, 1991, I,2, p. 793, nota di WEIGMANN; Corte d'Appello Milano, 05/01/1996, in *Giur. It.*, 1996, I, v. 2, p. 739; Trib. Milano 06/02/1992, *Giurisprudenza comm.*, 1993, II, p. 416.

⁴¹⁸ Cfr. Trib. Milano, 1/2/2005, in *Giur. it.*, 2005, p. 2110; Trib. Milano, 29/6/1989, in *Società*, 1989, p. 1285, Trib. Milano, 27/4/89, *ivi*, 1989, p. 1055.

⁴¹⁹ Pertanto, si definisce che la misurazione delle *performance* societarie si concretizza attraverso l'analisi del profitto netto, opportunamente rettificato per escludere gli elementi variabili. Così si esprime BEBCHUCK, L. A., FRIED, J. M., *op. ult. cit.*, pp. 122 e ss.

⁴²⁰ Rispetto a tale orientamento, si cita, *ex multis*, POLI, S., "*I meccanismi societari di attuazione dei piani di Stock Option e Stock Grant*", Regalli (a cura di), in *Stock option e incentivazione del management*, Milano, 2003, pp. 200 e ss.; SANTOSUOSSO, D.U., "*Conflitti di interessi nella remunerazione degli amministratori*", A. Sarcina – J.G. Cruces (a cura di), in *L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto*, Bari, 2010, pp. 129 e ss. Secondo quest'ultimo autore, nell'ambito della "*responsabilità amministrativa*", assume rilievo primario la normativa concernente la "*responsabilità degli amministratori*". In particolare, ciò riguarda le azioni decisionali ed esecutive che conducono all'approvazione degli accordi retributivi, come delineato dall'art. 2392 c.c. Questa disposizione stabilisce i criteri e le condizioni sotto cui i gestori possono essere ritenuti imputabili, per le decisioni che influenzano la struttura retributiva dell'ente. Peraltro, impone un rigoroso esame delle loro azioni, alla luce

i vertici apicali ricevano un'indennità di uscita in contesti di collusione di interessi, come evidenziato nei riferimenti dottrinali trattati in tutto il paragrafo relativo al *golden parachute*.

Premesso che, in conformità alla recente pronuncia della Cassazione⁴²¹, si ribadisce l'essenzialità della trasparenza e della correttezza sostanziale delle operazioni con parti correlate. Tali principi devono essere assicurati non solo al momento dell'approvazione degli interventi dal consiglio di amministrazione, bensì durante la fase istruttoria antecedente. Questo approccio preventivo è fondamentale, al fine di mantenere l'integrità gestionale e proteggere gli interessi della società quotata in borsa, evitando comportamenti che possano contravvenire all'obbligo di fedeltà dei gestori.

Detto ciò, la responsabilità di quest'ultimi verso la società si configura come contrattuale⁴²², essendo radicata nel rapporto di amministrazione definito dalla legge e dagli statuti societari. La giurisprudenza ha delineato chiaramente gli obblighi probatori in questo ambito, attribuendo al soggetto che agisce per responsabilità l'onere di dimostrare l'inadempimento delle obbligazioni contrattuali, il danno risultante, nonché il nesso causale tra il comportamento e il danno stesso. D'altro canto, i vertici apicali e i sindaci devono esibire prove concrete (una "prova positiva") della propria non imputabilità rispetto agli eventi dannosi attribuiti, mostrando di aver osservato scrupolosamente i doveri imposti dalle disposizioni primarie oppure secondarie⁴²³.

Nell'ambito del profilo soggettivo, si invoca la presunzione di responsabilità ai sensi

degli obblighi fiduciari e della diligenza richiesta nella gestione societaria.

Oltre a ciò, Santosuosso aggiunge che, in ambito giuridico, l'irragionevolezza del compenso erogato agli amministratori può fungere da indicatore premonitore, costituendo un elemento di prova sintomatico di un possibile abuso o eccesso di potere. Tale circostanza può supportare l'avvio di azioni di responsabilità nei confronti dei *managers* che, motivati primariamente o esclusivamente dall'intento di incrementare i propri guadagni, adottino strategie di breve termine o decisioni gestionali irragionevoli. Queste scelte possono avere riflessi negativi sulle politiche di distribuzione dei dividendi, nonché risultare contrarie agli altri legittimi interessi societari.

⁴²¹ Cass. Civ., Sez. II, 28/03/2024, n. 8440.

⁴²² Si osserva, *ex multis*, Cass. Civ., Sez. I, 12/06/2007, n. 13765; Cass. Civ., Sez. I, 09/07/1987, n. 5989; Tribunale Prato, Sez. Unica, 15/02/2017, n. 152.

⁴²³ In particolare, secondo la Cass. Civ., Sez. I, 11/11/2010, n. 22911, si sostiene che, nel contesto della responsabilità contrattuale che lega gli amministratori e i sindaci alla società, gravano su quest'ultima gli oneri probatori relativi all'accertamento delle violazioni perpetrate. Inoltre, è necessario dimostrare il nesso causale intercorrente tra tali violazioni e il danno derivato. Al contrario, i dirigenti apicali e i membri del collegio sindacale sono tenuti a fornire prova escludente la propria responsabilità, dimostrando, con riferimento agli addebiti mossi, il pieno rispetto degli obblighi e dei doveri loro imposti, sottraendosi così all'imputabilità del danno. In senso conforme, rispetto a tale orientamento, si menzionano Cass. Civ., Sez. I, 09/11/2020, n. 25056; Cass. Civ., Sez. I, Ordinanza, 07/02/2020, n. 2975; Cass. Civ., Sez. I, 12/02/2013, n. 3409; Cass. Civ., Sez. I, 29/10/2008, n. 25977.

dell'art. 1218 c.c., il quale impone al convenuto l'onere di dimostrare la non imputabilità dell'illecito a proprio carico, al fine di esonerarsi da ogni colpa. Questo principio è stato ulteriormente confermato da varie sentenze⁴²⁴, le quali sottolineano la necessità per gli amministratori di disculparsi attivamente nei procedimenti a loro carico.

Nel caso in cui i danni non siano imputabili direttamente all'esercizio delle funzioni di amministrazione, l'indagine sulla condotta del *manager* deve procedere secondo i criteri della responsabilità extracontrattuale, comunemente detta aquiliana. Ciò implica che l'analisi debba essere adeguata alla specifica natura del rapporto intercorrente tra l'amministratore e l'ente. La disciplina dell'azione di responsabilità ai sensi dell'art. 2392 c.c., mira a ripristinare il patrimonio societario danneggiato dal mancato rispetto degli obblighi di gestione e può essere intrapresa esclusivamente dalla società stessa. Diversamente, il danno personale e diretto subito da terzi trova tutela nell'ambito dell'azione ex art. 2395, purché tale lesione non rappresenti un mero riflesso del pregiudizio subito dalla società⁴²⁵.

Per quanto concerne le società di diritto privato partecipate da enti pubblici, l'investimento di questi, nel capitale sociale, implica la subordinazione a norme proprie dell'ambito privato, escludendo, di conseguenza, la competenza giurisdizionale della Corte dei conti⁴²⁶. Tale esclusione permane, salvo che non intervengano disposizioni legislative specifiche che dispongano diversamente.

La riforma legislativa ha introdotto modifiche significative nel criterio di valutazione della diligenza dei gestori, che precedentemente si allineava alla generalità delle norme applicabili ai mandatari. La normativa riformata enfatizza ora la diligenza in rapporto alla specifica natura dell'incarico ricoperto dall'amministratore e alle competenze personali che lo stesso possiede. Difatti, l'aspettativa di diligenza non si limita alla semplice prudenza dell'uomo medio, bensì si eleva alla professionalità, presupponendo una qualifica specifica conforme alle responsabilità gestionali all'interno di enti che esercitano attività d'imprenditoria. Ora viene richiesto anche il parametro della solerzia, il quale è strettamente correlato alle caratteristiche proprie dell'impresa gestita, quali, a titolo esemplificativo, le sue dimensioni, l'ambito di attività e la struttura organizzativa, così come alle specifiche responsabilità del *manager*, in una posizione apicale, all'interno

⁴²⁴ Cfr. Cass. Civ., Sez. I, 24/03/1999, n. 2772.

⁴²⁵ In tal senso, si osserva Cass. Civ., Sez. I, 25/10/2016, n. 21517.

⁴²⁶ V. Cass. Civ., Sez. III, 10/12/2009, n. 25806.

della medesima organizzazione. Alcune pronunce giurisprudenziali e dottrinali, che hanno precedentemente anticipato tale orientamento interpretativo, hanno corroborato questo approccio. Ciò viene evidenziato in talune decisioni della Cassazione⁴²⁷ e in vari trattati giuridici. Inoltre, questa nuova impostazione permette una “modulazione” del criterio di diligenza rispetto alle circostanze peculiari dell’ente. Tale metodo, infatti, si basa sul principio secondo cui ogni gestore debba operare con professionalità adeguata al contesto specifico in cui è chiamato ad agire. Codesto postulato è supportato da diversi orientamenti dottrinali⁴²⁸, i quali sottolineano la necessità di un approccio personalizzato e contestualizzato nella valutazione della condotta dei membri del *management*.

Le competenze specifiche del dirigente apicale, pertanto, diventano un criterio essenziale per valutare la sua diligenza. Se mancano quelle indispensabili, egli deve dimostrare di aver agito con accuratezza e solerzia compensando tali lacune, ad esempio, avvalendosi del supporto di esperti⁴²⁹. Questa posizione è sostenuta dal Tribunale di Roma e da altri autorevoli commentatori⁴³⁰.

Nel valutare la condotta degli amministratori, la diligenza deve essere apprezzata attraverso un giudizio *ex ante*, considerando le condizioni oggettive e soggettive esistenti al momento delle azioni, le quali hanno determinato un danno per la società. Questo approccio prevede che non si debba giudicare con il senno di poi, bensì con una prospettiva anticipata delle situazioni al momento delle decisioni prese⁴³¹. D’altro canto,

⁴²⁷ In questi termini, si menzionano, sul piano giurisprudenziale, Cass. Civ., Sez. I, 04/04/1998, n. 3483; Cass. Civ., Sez. I, 28/04/1997, n. 3652. In particolare, quest’ultima pronuncia, afferma che, non è possibile attribuire responsabilità a un amministratore per decisioni economicamente inopportune ai sensi dell’art. 2392 c.c., in quanto tali scelte rientrano nella sfera della discrezionalità imprenditoriale. Queste possono al massimo costituire un valido motivo per la revoca del dirigente apicale, invero non configurano una responsabilità contrattuale nei confronti della società. Di conseguenza, l’analisi della diligenza di un amministratore nella gestione dei propri compiti deve escludere la valutazione delle determinazioni di gestione. Tale disamina dovrebbe concentrarsi, piuttosto, sull’assenza delle dovute precauzioni, delle necessarie indagini e delle informazioni preliminari, che sono essenziali per prendere una decisione informata nelle circostanze e modalità specifiche.

Invece, sul piano dottrinale, si rinvia a MINERVINI, G., “*Gli amministratori di società per azioni*”, Milano, 1956, p. 184; BONELLI, F., “*La responsabilità degli amministratori di spa dopo la riforma delle società*”, in Giuffrè, Milano, 1992, p. 48.

⁴²⁸ Questa interpretazione si ricava dagli elaborati di BONELLI, F., “*L’amministrazione delle spa nella riforma*”, in Giur. comm., fasc. 6, 2003, p. 708; TOFFOLETTO, A., “*Amministrazione e contratti*”, in Diritto delle società di capitali, Milano, 2003, p. 142.

⁴²⁹ Rispetto a questa specifica conclusione, si rimanda a PREITE, ASSOCIAZIONE DISIANO, “*Il nuovo diritto delle società. Società di capitali e cooperative*”, a cura di Gustavo Olivieri, Gaetano Presti, Francesco Vella, Il Mulino, Bologna, 2003, p. 154.

⁴³⁰ In *primis*, si cita il Tribunale Roma, 21/04/2008, n. 8455. Invece, riguardo al piano dottrinale, si menziona TOFFOLETTO, A., *op. ult. cit.*, p. 142.

⁴³¹ In questi termini, si v. Tribunale Palermo, Sez. IV, 20/02/2009, n. 910.

la responsabilità del *board of directors* non si estende a certe situazioni, ove i risultati negativi derivano da condizioni di mercato avverse. Inoltre, non si applica nemmeno a decisioni di investimento ad alto rischio, purché tali scelte siano state effettuate dopo un'adeguata valutazione delle implicazioni. In tali contesti, la cosiddetta "regola del giudizio d'affari" (*business judgement rule*) protegge il *management*⁴³². Di conseguenza, i giudici non possono valutare il merito delle decisioni gestionali, limitando il loro esame alla compatibilità delle azioni con i doveri normativi⁴³³.

Nella giurisprudenza emerge un *trend*, il quale oltrepassa la mera verifica dell'acquisizione di informazioni pregresse o di altre precauzioni da parte degli amministratori⁴³⁴, per sondare più profondamente la prudenza e la ragionevolezza delle loro azioni, nonché la prevedibilità degli esiti delle stesse. Tale approfondimento giurisprudenziale si concretizza nella sanzione di comportamenti marcatamente scorretti o di attività che superano i mezzi disponibili dell'impresa, come evidenziato in varie pronunce giurisdizionali⁴³⁵. Quest'ultime hanno delineato chiaramente il confine entro cui l'attività decisionale del *board* deve mantenersi, evidenziando l'esigenza di un'attenta ponderazione dei rischi implicati nelle scelte gestionali.

Nel contesto delle remunerazioni e dei benefici post-cessazione, la sentenza della Cassazione Civile del 22 giugno 2017, n. 15470⁴³⁶ enfatizza la necessità di una rigorosa

⁴³² In questo contesto, si osserva Cass. Civ., 16/01/1982, n. 280; Cass. Civ., 27/07/1978, n. 3768; Tribunale Palermo, Sez. V, 21/07/2015, n. 4273.

⁴³³ In tal senso, è utile menzionare la pronuncia della Cass. Civ., Sez. I, 31/08/2016, n. 17441. Infatti, secondo quest'ultima, dopo aver accertato il mancato rispetto, da parte dei dirigenti apicali non esecutivi, del dovere di operare con adeguata consapevolezza, chi promuove un'azione di responsabilità in giudizio è tenuto a dimostrare anche il legame causale tra l'inazione di tali amministratori e il pregiudizio arrecato alla società. È necessario valutare, inoltre, gli strumenti legali che avrebbero potuto essere utilizzati per prevenire o mitigare gli effetti dannosi delle decisioni gestionali.

⁴³⁴ V. Cass. Civ., Sez. I, 28/04/1997, n. 3652; Tribunale Milano, 14/04/2004 (in *Giur. It.*, 2004, 1897, nota di BERTOLOTTI).

⁴³⁵ In riferimento a esse, si veda Tribunale Milano, 28/03/1985 (in *Fallimento*, 1985, 1287, nota di BAGLIONI); Tribunale Milano, 26/06/1989 (in *Società*, 1989, 1179, nota di GALASSO).

⁴³⁶ Nel contesto del presente paragrafo, è utile soffermarsi, brevemente, in merito alla citata sentenza emanata dagli ermellini. Infatti, la massima prevede "*in tema di responsabilità dell'amministratore di una società di capitali per i danni cagionati alla società amministrata, l'insindacabilità del merito delle sue scelte di gestione (cd. "business judgement rule") trova un limite nella valutazione di ragionevolezza delle stesse, da compiersi sia "ex ante", secondo i parametri della diligenza del mandatario, alla luce dell'art. 2392 c.c., - nel testo, applicabile "ratione temporis", anteriore alla novella introdotta dal d.lgs. n. 6 del 2003 - sia tenendo conto della mancata adozione delle cautele, delle verifiche e delle informazioni preventive, normalmente richieste per una scelta di quel tipo e della diligenza mostrata nell'apprezzare preventivamente i margini di rischio connessi all'operazione da intraprendere*". Nel caso specifico, la Suprema Corte ha confermato la responsabilità di un amministratore di società per azioni per aver concluso certi contratti, nei quali l'impresa ha effettuato pagamenti completi a fronte di prestazioni non eseguite. Questo postulato sottolinea l'importanza di una gestione informata e diligente delle risorse societarie,

giustificazione delle compensazioni concesse, correlata strettamente alle reali *performance* poste in essere. Questo principio si intreccia con l'orientamento giurisdizionale sopracitato⁴³⁷, il quale sollecita un accurato esame della prudenza e ragionevolezza delle decisioni manageriali e della loro prevedibilità. In particolare, i *managers* incorrono in sanzioni, qualora le loro determinazioni risultino non solo sproporzionate rispetto ai mezzi e alle capacità dell'ente, bensì anche qualora devino dagli *standard* di gestione circospetta e informata. L'interconnessione tra le due aree di giurisprudenza⁴³⁸ sottolinea, a parer mio, la necessità critica per i gestori di adottare una valutazione dei rischi meticolosa e proattiva, particolarmente in relazione ai pacchetti compensativi dei *golden parachutes*. Questo esame deve trascendere i vantaggi economici immediati, abbracciando un'analisi degli impatti a lungo termine sulle prospettive di stabilità e sostenibilità societaria, al fine di scongiurare esiti gestionali negativi che potrebbero emergere solo in futuro⁴³⁹.

All'interno di questo paragrafo, dedichiamo ora una sezione specifica al risarcimento del danno derivante ex art. 2392 c.c., argomento finale che merita una premessa fondamentale. Innanzitutto, in giurisprudenza si osserva una tendenza a non assegnare una qualificazione univoca quando si valutano le remunerazioni degli amministratori, emergendo piuttosto situazioni in cui può manifestarsi un conflitto di interessi o un abuso di maggioranza. Questo approccio è stato esplicitamente seguito dalla Suprema Corte⁴⁴⁰,

nonché si ricollega direttamente alla questione dei *golden parachutes*. Infatti, la sentenza della Cassazione del 22 giugno 2017, n. 15470, evidenzia la necessità di giustificare rigorosamente qualsiasi compensazione concessa, inclusa quella ai dirigenti apicali, collegandola strettamente alle reali prestazioni gestionali. Pertanto, la responsabilità dei *managers* si estende anche alle decisioni riguardanti l'attribuzione di benefici post-cessazione, quali i paracadute dorati. Di conseguenza, tali incentivi devono essere calibrati e motivati adeguatamente, in rapporto alle reali *performance* gestionali. Ciò è fondamentale per evitare pratiche imprudenti o eccessivamente sproporzionate rispetto le disponibilità economiche e reali dell'impresa, le quali potrebbero pregiudicare l'integrità finanziaria della stessa. Infine, in senso conforme alla pronuncia giurisdizionale menzionata nella presente nota, si v. Cass. Civ., Sez. I, Ordinanza, 25/03/2024, n. 8069; Cass. Civ., Sez. I, Ordinanza, 24/01/2023, n. 2172; Cass. civ., Sez. III, Sentenza, 22/06/2020, n. 12108; Cass. civ., Sez. I, Sentenza, 12/02/2013, n. 3409.

⁴³⁷ V. nota 479.

⁴³⁸ Le due aree sono: l'adeguatezza delle remunerazioni post-cessazione, particolarmente quelle relative ai *golden parachutes*, e la prudenza nelle decisioni gestionali. Nel primo caso, si esamina se le compensazioni siano proporzionate alle prestazioni effettive e se rispecchino un'accurata valutazione dei rischi, come delineato dalla Cassazione, nella sentenza n. 15470 del 22 giugno 2017. Nel secondo, si valuta la ragionevolezza delle operazioni societarie, sanzionando gli amministratori per scelte sproporzionate rispetto ai mezzi della società o per mancanza di una preventiva valutazione informativa (v. nota 437).

⁴³⁹ Un tale approccio garantisce che le remunerazioni concesse, al termine del mandato, rispecchino seriamente le capacità e il contributo sostanziale degli amministratori, evitando valutazioni superficiali o rischiosamente inadeguate.

⁴⁴⁰ In questo senso, si cita la Cass. Civ. 03/12/2008, n. 28748.

che, pur contemplando entrambe le prospettive, ha posto l'accento sull'eccessività del compenso come nucleo centrale del dibattito. Tale posizione è stata riconfermata dal Tribunale di Milano⁴⁴¹. Analogamente, altre decisioni hanno evidenziato come il rischio di conflitti di interessi emerga, qualora le remunerazioni appaiano sproporzionate⁴⁴². Allo stesso modo, si rinvencono pronunce in merito alle pratiche di abuso di maggioranza⁴⁴³. Tornando alla tematica della responsabilità degli amministratori di società per danni da loro causati, essa non è automaticamente presupposta con ogni violazione dei doveri gestionali. Risulta essenziale, che vi sia una dimostrazione di una lesione patrimoniale effettiva e un nesso causale diretto rispetto alla condotta negligente⁴⁴⁴. Tuttavia, la giurisprudenza⁴⁴⁵ riconosce che l'applicazione rigorosa delle norme sul nesso di causalità materiale può portare alla valutazione del danno, basandosi sulla differenza tra attivo e passivo fallimentare⁴⁴⁶. Il nesso causale deve essere valutato "ex ante", considerando la situazione concreta e utilizzando "i criteri di regolarità statistica e normalità causale"⁴⁴⁷. Il danno risarcibile comprende tanto il danno emergente quanto il lucro cessante, purché direttamente e immediatamente riconducibili alla condotta dell'amministratore, come illustrato nella sentenza della Cassazione del 22 ottobre 1998, n. 10488. D'altro canto, nelle ipotesi di violazioni degli obblighi pubblicitari, contabili o organizzativi, la giurisprudenza milanese ha delineato il principio secondo cui, tali inadempimenti non comportano necessariamente un danno alla società⁴⁴⁸. In pratica, non sempre è possibile dimostrare che un corretto comportamento del *board* avrebbe evitato perdite economiche. Ulteriormente, la Suprema Corte⁴⁴⁹ ha chiarito che l'omissione di informare l'assemblea, riguardo a gestioni passate affette da irregolarità, non comporta di per sé una responsabilità per le irregolarità medesime. Tale inadempienza si traduce, invece, in una responsabilità esclusivamente per i danni direttamente derivanti da tale mancata

⁴⁴¹ V. Tribunale di Milano, 29/12/2017, n. 24235.

⁴⁴² In questo senso, si menzionano Cass. Civ., 21/03/2000, n. 3312; Corte App. Milano, 05/01/1996, in Giur. it. 1996, I, 2, p. 739; Tribunale di Milano 26/04/1990, in Giur. it., 1991, I, 2, 108.

⁴⁴³ Cfr. Cass. Civ., 17/07/2007, n. 15942.

⁴⁴⁴ Questo postulato è stato evidenziato dalla Corte d'Appello Roma, Sez. II, Sentenza, 08/01/2009, n. 78, il quale sottolinea la necessità di un danno concreto e provato, al fine di configurare una responsabilità.

⁴⁴⁵ V. Tribunale di Milano, 10/3/2010, in Società, 2010, 6, p. 744.

⁴⁴⁶ Questo metodo di stima si applica nei casi in cui il dissesto finanziario della società sia direttamente imputabile alla condotta degli organi sociali.

⁴⁴⁷ In questi termini, si esprime NAZZICONE, L., "Commento all'art. 2392", in La riforma del diritto societario, a cura di Lo Cascio, Milano, 2003, p. 187.

⁴⁴⁸ V. Tribunale di Milano, 17/10/1988, in Società, 1989, p. 270.

⁴⁴⁹ Cfr. Cass. Civ., Sez. I, 07/05/2015, n. 9193.

comunicazione all'adunanza dei soci, come può avvenire nel caso di decisioni riguardanti i paracadute dorati.

In conclusione, secondo l'orientamento dominante, l'obbligazione risarcitoria attribuita agli amministratori, una volta accertata la loro responsabilità, è riconosciuta come un debito di valore. Questo implica che tale debito è soggetto a rivalutazione monetaria per riflettere le variazioni del potere d'acquisto nel tempo. La giurisprudenza consolidata supporta questa interpretazione, assicurando che la compensazione economica mantenga il suo valore effettivo nel tempo⁴⁵⁰. Questo principio assicura che i danni risarciti conservino una corrispondenza equa con il danno effettivamente subito, permettendo una giustizia finanziaria adeguata e continua. In particolare, la determinazione della Cass. Civ., 14/03/1985, n. 1981, evidenzia che, qualora il danno non si sarebbe verificato se gli amministratori avessero vigilato in conformità ai loro obblighi, si configura una responsabilità risarcitoria per fatto illecito. Inoltre, aggiungono gli ermellini, *“un debito di valore, il quale deve essere liquidato tenendo conto della svalutazione monetaria sopravvenuta sino alla data della relativa decisione, mentre resta, a tal fine, irrilevante che il suddetto pregiudizio sia costituito da perdite pecuniarie”*.

Infine, considerando quest'ultima enunciazione⁴⁵¹ e alla luce di tutto ciò, nel contesto dei *golden parachutes*, il potenziale danno patrimoniale, derivante da un conflitto di interessi degli amministratori, potrebbe manifestarsi attraverso compensi o clausole di buonuscita ritenuti eccessivi o sproporzionati rispetto alle effettive *performance* degli stessi. Tale pregiudizio, a mio avviso, si presenta di difficile quantificazione concreta.

⁴⁵⁰ Così come evidenziato dalla sentenza della Cass. Civ., Sez. I, 04/04/1998, n. 3483. In senso conforme, si richiama la Cass. Civ., 14/03/1985, n. 1981; Cass. Civ., 27/07/1978, n. 3768. La prima pronuncia indicata stabilisce che *“la responsabilità degli amministratori nei confronti della società, originata da un comportamento illecito, configura un debito di valore soggetto a rivalutazione per tenere conto dell'inflazione sino alla sentenza definitiva. Gli interessi vanno calcolati (ad un tasso stabilito valutando tutte le circostanze obiettive e soggettive del caso) in riferimento ai singoli momenti con riguardo ai quali la somma equivalente del bene, pertanto, si incrementa nominalmente”*.

⁴⁵¹ Ovvero, l'irrelevanza di perdita pecuniaria, ai fini dell'applicazione dell'art. 2392 c.c.

3.3. Strategie legislative e regolamentari

3.3.1 L'OPA obbligatoria come *poison pill* normativa

L'OPA obbligatoria si classifica sotto le “strategie legislative e regolamentari”, evidenziando l'uso deliberato del diritto societario e delle norme di mercato, al fine di influenzare le dinamiche societarie e finanziarie. Tale categoria incorpora alcune misure specifiche, intese a orientare comportamenti nel settore del *capital market* e tra gli *stakeholder* delle società. Codeste strategie consistono in interventi puntuali del legislatore o enti normativi, volti a instaurare un ambiente equilibrato, necessario per il regolare svolgimento delle operazioni di mercato e delle attività delle società, garantendo equità e stabilità economica. Inoltre, le menzionate manovre sono spesso progettate per tutelare gli azionisti minoritari da possibili svantaggi. Parallelamente, essi servono a contenere il rischio di comportamenti predatori, i quali potrebbero compromettere la stabilità delle imprese e dell'economia, intesa in senso ampio. Con specifico riferimento all'OPA obbligatoria, essa si configura come una misura preventiva, volta a proteggere le società da acquisizioni non consensuali, assicurando un equo trattamento agli *shareholders* in caso di cambio di controllo. Dunque, impone agli acquirenti significativi di azioni l'obbligo di offrire agli altri azionisti le stesse condizioni riservate al maggiore azionista, fungendo da barriera normativa che scoraggia le acquisizioni ostili.

Inserendo l'OPA obbligatoria in questa categoria, il legislatore riconosce il ruolo attivo della legge nel modellare le prassi societarie. Così, le “Strategie legislative e regolamentari” si rivelano non solo come un insieme di norme, bensì come strumenti per esercitare un'influenza diretta sulla stabilità societaria e sul mercato.

Innanzitutto, la normativa introduttiva in Italia concernente le OPA obbligatorie, sancita dalla legge n. 149 del 1992, aveva sollevato numerose perplessità tra gli esperti del diritto del mercato finanziario. Le preoccupazioni sollevate scaturivano dall'analisi, secondo cui la disciplina in questione avrebbe potuto esercitare un impatto avverso sulla liquidità e sulla dinamicità delle società quotate in borsa⁴⁵². In particolare, e in riferimento ai processi di trasferimento di pacchetti azionari, considerando quelli con una certa rilevanza

⁴⁵² Si cita, in dottrina, PAGANO, M., “Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'OPA, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari”, in Riv. soc., 1998, pp. 154 e ss.

strategica, la prescrizione dovrebbe rappresentare un ostacolo significativo a tali iter. D'altronde, la normativa prescriveva che ogni acquisizione, relativa a una certa e significativa partecipazione del capitale sociale di una società quotata, in caso di superamento di una soglia predeterminata, obbligasse l'acquirente a lanciare un'OPA avente ad oggetto tutte le azioni emesse dell'emittente. Tale obbligo, ancora vigente, comporta un dispendio finanziario considerevole che, in numerosi casi, si configura come un serio deterrente per gli investitori intenzionati a consolidare il proprio controllo. Questa situazione è stata efficacemente descritta come *“un'imposta sui trasferimenti della quota di controllo”*⁴⁵³. Approfondendo l'analisi, la regolamentazione in esame può essere interpretata come una misura di natura protezionistica, equiparabile a una *“formidabile poison pill che il legislatore offre su un piatto di argento a nuclei più o meno duri, a famiglie arroccate nella difesa di posizioni ereditate e a managers propensi all'inamovibilità”*⁴⁵⁴. Questa espressione metaforica indica come la normativa possa cementare le gerarchie societarie, limitando la contestabilità del controllo e contrastando potenzialmente gli interessi ottimali della società, nonché degli azionisti minoritari. In seguito, sebbene con una formulazione normativa rinnovata tramite il t.u.f., il legislatore, nel 1998, aveva confermato con chiarezza il proprio proposito di mantenere detta prescrizione. Precedentemente, si era evidenziato che le norme attuali non assicuravano, se non occasionalmente, l'uguaglianza di trattamento tra i soci⁴⁵⁵, come dimostrato dal caso in cui il prezzo medio di mercato corrispondeva casualmente al prezzo più alto offerto dall'acquirente, nel periodo considerato⁴⁵⁶. Tuttavia, la *ratio* dell'OPA

⁴⁵³ *Ibidem*.

⁴⁵⁴ In questi termini, si esprime CARBONETTI, F., *“La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto”*, in Riv. soc., 1998, pp. 1352 e ss. In una rassegna delle normative sulle OPA, MINERVINI, G., *“Le società quotate nel Testo Unico sull'intermediazione finanziaria. Prove tecniche di una riforma”*, in Riv. dir. civ., 1998, pp. 210 e ss., sottolinea come l'imposizione dell'OPA al superamento del 30% delle azioni *“è veramente una pillola avvelenata contro le scalate”*. Diversamente, STELLA RICHTER, M. Jr., *“Trasferimento del controllo” e rapporti tra soci*, Milano, 1996, pp. 347 e ss., critica l'efficacia parziale dell'OPA obbligatoria, come prevista dalla normativa precedente. Richter propone l'introduzione di una tutela aggiuntiva per i soci di minoranza, la quale dovrebbe realizzarsi attraverso l'implementazione di un obbligo fiduciario e di correttezza da parte dell'azionista di maggioranza, il quale procede alla vendita del controllo societario.

⁴⁵⁵ Conformemente alle osservazioni di CANNIZZARO, V., *“Commento sub art. 106”*, G. Alpa e F. Capriglione (a cura di), in Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, Padova, CEDAM, 1998, pp. 981-983, si sostiene che la parità di trattamento rappresentava la ragione fondamentale dell'introduzione dell'OPA obbligatoria con la legge 149/1992. Questa interpretazione è ulteriormente elaborata da CUSMAI, M., D'AMBROSIO, R., *“Riflessioni sull'istituto dell'Opa obbligatoria”*, in Riv. dir. comm., v. I, 1995, pp. 407-420.

⁴⁵⁶ Cfr. MACCHIATI, A., SICILIANO, G., *“Gli effetti economici dell'offerta obbligatoria successiva”*, in Politica economica, 1999, pp. 169 e ss.

obbligatoria risiedeva nel fornire ai soci minoritari un meccanismo di salvaguardia, mediante l'opzione di recesso (cd. diritto di "exit"), in situazioni di trasferimento o consolidamento del controllo societario⁴⁵⁷. In conformità all'art.106 del Testo Unico, e fatte salve le eccezioni, si era constatato che soggetti incapaci di gestire l'entità in maniera più redditizia, rispetto al controllore in carica, non avevano ritenuto vantaggioso procedere all'acquisizione della maggioranza azionaria⁴⁵⁸.

Merita fin da qui sottolineare che, in virtù del primo comma dell'art. 106 t.u.f., scatta l'obbligazione di avviare un'OPA totalitaria qualora un individuo, mediante acquisti o maggiorazione dei diritti di voto, raggiunga o ecceda il 30% del capitale o dei diritti di voto di una società quotata. In tale circostanza, l'offerta coercitiva deve essere estesa a tutti i titolari di azioni, coprendo l'intero ammontare dei titoli negoziabili su mercati regolamentati detenuti dagli azionisti. D'altro canto, per approfondimenti sul comma 2 dell'art. 106 del TUF, si rinvia alla sezione pertinente⁴⁵⁹ di questo documento, ove la tematica è stata trattata in dettaglio. La nuova normativa, così introdotta dal D.lgs. 24/02/1998, n. 58, introduce alcuni adeguamenti tra OPA obbligatoria e contendibilità della gestione. Essa incorpora la necessità teorica di assegnare il premio di controllo a tutti i soci, e di agevolare il loro diritto di "exit"⁴⁶⁰, in seguito alla transizione del gruppo dirigente, implementando correttivi per "scongiurare il rischio di un eccessivo ingessamento del mercato del controllo"⁴⁶¹. Tra questi, la modifica più significativa riguarda il "price of the subsequent offer", che non corrisponde direttamente al prezzo di acquisizione della partecipazione significativa. La determinazione di questo costo avviene attraverso il calcolo della media aritmetica, tra quello massimo pagato per acquisti che hanno superato la soglia del 30% e quello medio ponderato di mercato registrato negli ultimi dodici mesi. Tale metodo cerca di equilibrare la protezione degli azionisti di minoranza, offrendo loro una via d'uscita nel caso di cambiamento della *leadership*, con l'obiettivo di non gravare eccessivamente sul nuovo dirigente. Di conseguenza, codesto

⁴⁵⁷ V. l'Audizione parlamentare, 10 dicembre 1997 del Prof. Mario Draghi davanti alla Commissione Finanze e Tesoro della Camera dei Deputati, in *Giur. comm.*, 1997, vol. I, pp. 771-782.

⁴⁵⁸ In questo senso, si richiama ENRIQUES, L., "Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'opa obbligatoria", Bologna, Il Mulino, 2002, p. 46.

⁴⁵⁹ V. Cap. I, par. 2.

⁴⁶⁰ Per una disamina esaustiva dei complessi equilibri tra gli interessi coinvolti, nella regolamentazione delle *tender offers*, si raccomanda la consultazione dell'elaborato di MONTALENTI, P., "Le offerte pubbliche di acquisto. Le fattispecie obbligatorie", Giuffrè Editore, Milano, 1995, pp. 1 e ss.

⁴⁶¹ Così, in tali termini, DESANA, E., *op. ult. cit.*, p. 222.

equilibrio assicura che quest'ultimo non sia costretto a estendere il massimo prezzo pagato a tutto l'azionariato, scongiurando così un impatto finanziario eccessivo e garantendo la fluidità, nonché l'accessibilità del mercato della gestione⁴⁶².

Oltre a quanto esposto, è opportuno rilevare che le esenzioni dall'obbligo di un'OPA ex art. 106, comma 1, TUF, sono state altresì considerate⁴⁶³. Queste deroghe costituiscono un elemento essenziale per attenuare l'effetto rigido, nonché deterrente, dell'OPA coercitiva, la quale si configura, allo stesso tempo, come una *poison* normativa e strumento di difesa preventiva anti-OPA. Esse garantiscono un equilibrio tra la tutela degli interessi degli azionisti e la dinamicità del mercato.

In conclusione, del presente paragrafo, L'OPA obbligatoria, pur potendo essere interpretata come una *poison pill* normativa, assume una funzione più articolata rispetto alle tradizionali difese anti-scalata. Mentre queste ultime sono progettate principalmente per "bloccare" acquisizioni ostili e salvaguardare il *management* esistente, la *tender offer* coercitiva ha anche il ruolo di tutelare gli azionisti di minoranza, durante il mutamento del controllo societario⁴⁶⁴. Dunque, sebbene possa inizialmente ridurre la contendibilità, rendendo le *takeover* più onerose, essa concorre contemporaneamente a "promuovere lo sviluppo dei mercati", favorendo un'allocazione equilibrata dei diritti di proprietà.

In questo senso, si può dire che l'OPA obbligatoria funge sia da strumento difensivo preventivo contro le offerte ostili, sia da meccanismo che favorisce la stabilità e la trasparenza del mercato. A supporto di ciò, si può osservare che, *"dal punto di vista dell'efficienza economica, gli azionisti di minoranza, se non protetti dal rischio di spoliazione implicita nel cambio del controllo sulla società, richiederebbero ex ante un rendimento maggiore sulle azioni al momento dell'acquisto o addirittura si rifiuterebbero di acquistarle"*⁴⁶⁵.

⁴⁶² In riferimento a tale contesto, si richiama un passaggio dall'opera di Eva Desana, *ibidem*, la quale sostiene: *"la soluzione"*, ai sensi del comma 2, art. 106, TUF, *"appare evidentemente il frutto del bilanciamento fra tutela degli azionisti di minoranza, cui è consentito uscire dalla società nel caso di cambiamento del controllo, ed esigenza di non rendere troppo oneroso l'acquisto dello stesso, come sarebbe nell'ipotesi opposta a carico del nuovo controllore l'obbligo di estendere i prezzi massimi delle operazioni praticate al ventaglio di tutti i gruppi azionisti"*.

⁴⁶³ V. Cap. I, par. 1.2. Inoltre, per un maggiore approfondimento in merito, si citano, *ex multis*, DESANA, E., *op. ult. cit.*, p. 223-224; ENRIQUES, L., *"Trasferimento del controllo e offerte pubbliche di acquisto"*, il Mulino, Bologna, 2000, pp. 99 e ss.

⁴⁶⁴ A mio avviso, la maggior parte delle difese anti-OPA trattate nella presente dissertazione non ha, neppure in via accessoria o residuale, l'obiettivo di tutelare gli azionisti di minoranza. Al contrario, quest'ultimi risultano del tutto trascurati, relativamente alle decisioni sulle strategie difensive anti-scalata.

⁴⁶⁵ Cit. di PAGANO, M., *op. ult. cit.*, pp. 154 e ss.

3.3.2 Risarcimento del danno in caso di mancata OPA obbligatoria

L'emblematica questione, la quale riguarda il risarcimento del danno patito dagli azionisti minoritari, in riferimento ad una società quotata, è stata affrontata dalla Suprema Corte, mediante due pronunce⁴⁶⁶. Ciò accade nell'eventualità in cui chi detiene una partecipazione superiore al 30%, in conformità e ai sensi dell'art. 106, TUF, violi il preciso obbligo di promuovere un'OPA in relazione alla totalità delle azioni emesse. In tali circostanze, viene ribadito dagli Ermellini che, i soci esclusi, in maniera illegittima, hanno diritto a una concreta, e non solo potenziale, compensazione pecuniaria. Di conseguenza, la mancata osservanza di tale dovere costituisce una mera violazione di un diritto soggettivo, in quanto l'acquirente, di una quota qualificata, è giuridicamente vincolato a promuovere la *tender offer*. Detto ciò, la suddetta violazione si configura in una responsabilità contrattuale ex art. 1218 c.c., con conseguente risarcimento del danno patito, salvo l'onere per l'azionista leso di provare il relativo pregiudizio subito. Di contro, non risulta possibile richiedere l'esecuzione specifica ai sensi dell'art. 2932 c.c. Nelle due sentenze sopracitate, viene confermato e ulteriormente consolidato un orientamento già affermato in precedenti pronunce. Le argomentazioni adottate, così come l'impianto decisionale, si inseriscono nel solco delle pregresse decisioni emesse in relazione alla nota vicenda SAI/Fondiarìa⁴⁶⁷.

In relazione al presente paragrafo, risulta di particolare rilevanza la questione originata dalla mancata promozione di un'OPA sull'intero capitale di Fondiarìa, che ha indotto un gruppo di investitori ad agire in giudizio contro Mediobanca e Premafin, al fine di ottenere una riparazione economica. Tale vicenda ha generato una serie di determinazioni sia da parte del Tribunale che della Corte d'Appello di Milano, le quali hanno delineato due orientamenti giurisprudenziali contrastanti circa la risarcibilità dei danni cagionati⁴⁶⁸.

⁴⁶⁶ Le due pronunce giurisdizionali di riferimento sono: Cass. Civ., Sez. I, Sentenza, 25/07/2018, n. 19741; Cass. Civ., Sez. I, 10/02/2016, n. 2665.

⁴⁶⁷ Per una descrizione dettagliata e completa del caso SAI/Fondiarìa, si richiama, *ex multis*, POMELLI, A., "Inadempimento dell'obbligo di OPA totalitaria e tutela risarcitoria: il caso è chiuso (?) - Il commento", in *Le Società*, vol. 5, 2016, pp. 564 e ss.; CONTI, A., "Caso Fonsai: diritto al risarcimento del danno per gli azionisti di minoranza in caso di omessa OPA", in *Danno e Responsabilità*, vol. 3, 2016, pp. 232 e ss.

⁴⁶⁸ In particolare, il Tribunale di Milano (v. Trib. Milano 26 gennaio 2005, in *Giur. it.*, 2005, pp. 1645 e ss.), fin dalle prime pronunce, seppur con alcune contraddizioni, si è espresso a favore della risarcibilità dei danni derivanti dalla mancata OPA obbligatoria, mantenendo tale orientamento nonostante il diverso indirizzo della Corte d'Appello. "I giudici ambrosiani di prime cure dapprima motivavano l'esistenza, in astratto, di un diritto all'OPA in capo a ciascun azionista argomentando da un principio di parità di

Questa divergenza interpretativa trova ora progressiva risoluzione in sede di Cassazione, alla luce delle pronunce che si sono susseguite e delle sentenze qui oggetto di analisi. Difatti, gli ermellini, con una serie di sentenze emesse a partire dal 2012, sono intervenuti nel contrasto tra i giudici di merito, aderendo sostanzialmente alle conclusioni del Tribunale di Milano, in relazione alla qualificazione della responsabilità imputabile all'offerente inadempiente. Tuttavia, si è discostata dalle stesse per quanto concerne i criteri applicabili alla quantificazione del danno, formulando principi distinti e autonomi sotto tale profilo. Nel delineare le proprie prime motivazioni in materia, la Suprema

trattamento nella percezione dell'eventuale premio di controllo tra possessori delle azioni residuali e venditori della partecipazione di maggioranza" (cit. di POMELLI, A., *op. ult. cit.*, pp. 564 e ss.). Questo principio fondamentale ha costituito la base del ragionamento giuridico appena menzionato. Il collegamento tra il diritto alla parità di trattamento e la perdita di contendibilità della società, insieme alla cristallizzazione degli assetti proprietari sotto il nuovo controllante, ha portato le prime decisioni a suggerire che il pregiudizio avrebbe potuto non sussistere. In particolare, se le sanzioni civili previste dall'art. 110, comma 1, TUF per la violazione dell'obbligo di OPA avessero ripristinato efficacemente lo *status quo ante*, il presupposto del danno sarebbe venuto meno. Tuttavia, nel caso di specie, tale ricostituzione non è avvenuta, poiché Premafin ha mantenuto il controllo della compagine sociale, configurando così la sussistenza della lesione patrimoniale. In merito a ciò, cfr. Trib. Milano 26 maggio 2005, in *Giur. comm.*, 2005, II, pp. 753 e ss., con nota di Gambaro, *"Riflessione breve sull'argomentazione giurisprudenziale"*.

Successivamente, il Tribunale di Milano (v. Trib. Milano, 02/05/2007, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, II, pp. 572 e ss.) in risposta alle critiche avanzate dalla Corte d'Appello nei confronti delle precedenti pronunce, ha individuato la *ratio* dell'OPA obbligatoria non tanto nel principio di parità di trattamento. Piuttosto, ha rilevato che tale obbligo risiede *"nella volontà di tenere gli azionisti di minoranza indenni dal pregiudizio loro arrecato dalla perdita di influenza, e quindi di valore, dei loro diritti di voto residuali"* (cit. di POMELLI, A., *op. ult. cit.*, pp. 564 e ss.).

Al più tardi, i giudici ambrosiani di prime cure, nel mese di giugno del 2007, hanno riconosciuto l'esistenza di un obbligo giuridico di promuovere un'OPA totalitaria, il quale si evince dal combinato disposto dell'art. 106, TUF e dalle sanzioni previste ex art. 192, TUF (cfr. Trib. Milano 9 giugno 2007, in *Corr. giur.*, 2007, p. 1573). Tale dovere è inquadrato come preesistente *ex lege* e fondato sul "contatto sociale" tra gli azionisti acquirenti e quelli esterni, conformemente all'art. 1374 c.c. La violazione di tale obbligo, non essendo un mero onere, genera una responsabilità contrattuale a carico dell'acquirente nei confronti dei soci esclusi, i quali vantano un diritto soggettivo all'OPA. L'inadempimento comporta per questi ultimi la perdita di un'opportunità di disinvestimento, la cui risarcibilità può essere riconosciuta come danno emergente. Inoltre, l'OPA obbligatoria persegue una duplice finalità: da un lato valorizzare l'investimento degli azionisti di minoranza, dall'altro promuovere l'efficienza del mercato del controllo. A tal fine, la compensazione in denaro e le sanzioni previste dall'art. 110 TUF operano in modo autonomo e complementare, rispondendo a interessi distinti, con il primo orientato alla tutela degli *shareholders* e il secondo alla salvaguardia del mercato. In merito alla quantificazione del danno, essa dovrebbe essere *"determinata per ciascun titolo detenuto nella differenza tra prezzo teorico dell'OPA e valore del titolo nel giorno della maturazione dell'obbligo di offerta, in quanto tale differenza corrisponderebbe al valore di scambio di un'ipotetica opzione di vendita (c.d. "put option")"* avente ad oggetto lo stesso titolo (cit. di POMELLI, A., *op. ult. cit.*, pp. 564 e ss.). Tale opzione avrebbe un prezzo di esercizio pari al prezzo teorico dell'OPA e una scadenza coincidente con l'insorgenza dell'obbligo di offerta. Inoltre, eventuali rivalutazioni del titolo o la percezione di dividendi, durante il corso del giudizio, non potrebbero eliminare il pregiudizio economico cagionato, poiché la mancata OPA avrebbe già cristallizzato la perdita del valore economico dell'opzione *put*. La successiva rivalutazione o redditività dell'azione con diritto di voto, quindi, non deriverebbe dall'inadempimento e non costituirebbe un caso di *compensatio lucri cum damno*.

I giudici milanesi di seconda istanza, per contro, hanno ritenuto che vi sia un'inconciliabilità di natura logico-giuridica tra l'azione risarcitoria e le sanzioni contemplate dall'art. 110, comma 1, del TUF. In tal senso, si richiama Corte App. Milano, 15/01/2007, in *Giur. it.*, 2007, pp. 1707 e ss.

Corte⁴⁶⁹ ha inteso chiarire un fraintendimento interpretativo, evidenziando come il fondamento dell'obbligo di promuovere un'OPA totalitaria, e quindi il diritto al risarcimento in caso di sua violazione, non possa essere ricondotto, in via principale, al principio di parità di trattamento sancito dall'art. 92 TUF. La vera radice di tale incombenza risiede, piuttosto, nell'esigenza di garantire agli azionisti residui la possibilità di beneficiare dell'eventuale plusvalore derivante dalla cessione del controllo, da parte del socio o dei soci venditori. Peraltro, la protezione delle posizioni giuridiche soggettive di quest'ultimi tramite il rimedio compensativo rappresenta, inoltre, uno strumento cruciale per garantire la salvaguardia e il buon funzionamento del mercato stesso. In questo senso, la tutela dell'interesse economico degli *shareholders* e il loro diritto di agire per ottenere un indennizzo, laddove tale interesse venga lesa, si configura come una forma di *private enforcement*⁴⁷⁰. In questo senso, con specifico riferimento alla pronuncia della Cass. Civ., Sez. I, Sent., 10/08/2012, n. 14392, si osserva che il danno derivante dalla perdita di un'opzione di acquisto (cd. *put option*), così come espressamente affermato dagli ermellini, può essere equiparato al pregiudizio subito dagli azionisti, in caso di omissione di un'OPA obbligatoria. Tale mancanza, infatti, preclude agli *shareholders* di esercitare la *put option* sulle proprie azioni, in condizioni potenzialmente più favorevoli. In particolare, un'importante enunciazione contenuta nella sentenza *ut supra* citata della S.C., stabilisce che, cioè *“la perdita di tale opzione di acquisto, che l'o.p.a. obbligatoria omessa avrebbe dovuto assicurare, determina un danno che può anche non conciliare in modo automatico con il prezzo di vendita se l'offerta fosse intervenuta (...)”*. Questo

⁴⁶⁹ V. Cass. Civ., Sez. I, Sent., 10/08/2012, n. 14392; Cass. Civ., Sez. I, Sent., 10/08/2012, n. 14399. Nella prima decisione, gli ermellini hanno statuito che *“competere agli azionisti, cui l'offerta avrebbe dovuto essere rivolta, il diritto soggettivo al risarcimento del danno patrimoniale a titolo contrattuale (o “ex lege”), ove essi dimostrino di avere perso una possibilità di guadagno a causa della mancata promozione dell'offerta (...)”*. Inoltre, aggiungono *“trattandosi di obbligo insuscettibile di esenzione forzata e che, tuttavia, sorge dal fatto in sé dell'acquisto di azioni per una quantità idonea, per presunzione legale, a conferire il controllo societario. La perdita di tale opzione di acquisto (...) determina un danno che può anche non conciliare in modo automatico con il prezzo di vendita se l'offerta fosse intervenuta, dovendosi considerare anche gli eventi successivi incidenti sul valore di borsa delle azioni rimaste in portafoglio”*. La seconda decisione citata risulta conforme alla prima, in cui si afferma nuovamente *“in caso di violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto (...) competere agli azionisti cui l'offerta avrebbe dovuto essere rivolta il diritto di ottenere il risarcimento del danno patrimoniale da essi sofferto, ove dimostrino di aver perso una possibilità di guadagno a causa della mancata promozione di detta offerta”*. Inoltre, è necessario aggiungere che, le due sentenze della presente nota, sono state successivamente confermate dalla Cass. Civ., Sez. I, 10/02/2016, n. 2665, menzionata *ut supra*, parte iniziale di questo paragrafo.

⁴⁷⁰ Tale approccio assume una funzione deterrente, andando ad integrare e rafforzare il complesso delle sanzioni civili, penali e amministrative già previste dall'ordinamento giuridico. In tal senso, cfr. GIUDICI, P., *“Il private enforcement in caso di elusione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto - Il commento”*, in *Le Società*, 2013, p. 175.

aspetto riveste un ruolo centrale nel ragionamento conclusivo della presente dissertazione, poiché si propone di dimostrare l'applicabilità degli orientamenti e delle considerazioni della Cassazione al contesto dell'adozione di difese anti-OPA, in situazioni caratterizzate da conflitto di interessi da parte dei *managers* e abuso di maggioranza da parte dei soci⁴⁷¹. Tale argomento sarà oggetto di un'analisi più dettagliata nel paragrafo epilogo del presente elaborato. In questa sede, si rende opportuno limitarsi a una disamina delle massime enunciate dalla Suprema Corte, in merito al risarcimento degli azionisti minoritari in caso di mancata OPA, al fine di utilizzarle quale fondamento per la costruzione della relativa conclusione.

D'altra parte, in continuità con quanto precedentemente esposto, per cui si è resa necessaria una breve premessa, la S.C. prevede la configurazione di un rapporto obbligatorio, accompagnato dal corrispondente diritto soggettivo del titolare di quote residuale a ricevere la *tender offer*. Tale interpretazione trova ulteriore conferma in riferimenti normativi successivi, i quali riflettono la *ratio* originaria delle disposizioni in esame. In questo contesto, viene richiamata la Direttiva 2004/25/CE del 21 aprile 2004 (Direttiva OPA), la quale definisce il sistema delle o.p.a. come misure volte a tutelare i possessori di titoli, in particolare quelli di minoranza⁴⁷². In secondo luogo, viene evocato l'art. 2497 quater, comma 1, lett. c), c.c., il quale prevede il diritto di recesso in capo agli *shareholders* in caso di cessazione o avvio dell'attività di direzione e coordinamento, qualora non venga promossa un'offerta⁴⁷³. Inoltre, gli ermellini sostengono che,

⁴⁷¹ In estrema sintesi, il principio è che, così come la mancata promozione dell'OPA obbligatoria arreca un danno economico agli azionisti residuali, privati dell'opportunità di cedere le proprie azioni in un contesto favorevole, parimenti l'adozione di difese anti-scalata potrebbe comportare una perdita analoga. Tale pregiudizio si manifesterebbe nella privazione, per i soci di minoranza, della possibilità di beneficiare delle opportunità economiche che l'offerta avrebbe potuto garantire.

A questo punto, risulta fondamentale cercare di applicare in modo estensivo le interpretazioni già fornite dalla Corte di Cassazione, in materia di OPA obbligatoria. La giurisprudenza consolidata, come evidenziato in precedenza, ha chiarito che "*la lesione dell'interesse soggettivo tutelato non trova invero protezione esaustiva nelle sanzioni penali ed amministrative*", poiché queste non sono sufficienti a compensare adeguatamente il danno economico subito dagli azionisti. Di conseguenza, a parer mio, è imprescindibile estendere tale principio alle ipotesi in cui le difese anti-OPA, adottate dalla maggioranza, producano un pregiudizio patrimoniale ai soci minoritari, privandoli della possibilità di avvalersi di opzioni economiche più favorevoli. In tali circostanze, il risarcimento del danno, derivante dalla perdita di opportunità economiche o dall'impossibilità di beneficiare di una *put option* vantaggiosa, potrebbe essere richiesto in maniera analoga. Ciò contribuirebbe a consolidare un principio di "equilibrio azionario" e a garantire una maggiore tutela giuridica per gli investitori di minoranza, assicurando al contempo una rigorosa applicazione della regola di parità di trattamento sancita dall'art. 92 del TUF.

⁴⁷² Cfr. il nono considerando della citata Direttiva OPA.

⁴⁷³ Ciò dimostra come il legislatore riconosca l'OPA quale garanzia equipollente al diritto di recesso, confermando implicitamente che l'una e l'altra costituiscono diritti soggettivi equivalenti, con particolare rilevanza per la tutela degli azionisti di minoranza.

l'inadempimento dello scalatore, pur non consentendo la correzione mediante l'esecuzione specifica ex art. 2932 c.c., costituisce una responsabilità contrattuale per la violazione di un obbligo derivante *ex lege*, ai sensi dell'art. 1173 c.c. Questa responsabilità non si fonda su un rapporto precontrattuale o su un "contatto sociale" instaurato con gli azionisti, bensì sull'acquisto stesso della partecipazione che supera la soglia stabilita dalla legge. Difatti, nel caso in cui l'OPA omessa fosse stata proposta a un prezzo superiore rispetto al valore di mercato, l'obbligazione di risarcire il danno, ai sensi dell'art. 1218 c.c.⁴⁷⁴, deriverebbe dalla perdita di un'opportunità economica legata a un'opzione di vendita, la quale avrebbe generato un beneficio per i soci di minoranza⁴⁷⁵. Successivamente, in conformità alle due sentenze menzionate in epigrafe al presente paragrafo⁴⁷⁶, le quali hanno confermato integralmente le decisioni precedenti, si è ulteriormente consolidato l'orientamento già delineato. In relazione a tali conclusioni, appare improbabile un mutamento di rotta nel prossimo futuro, salvo interventi legislativi⁴⁷⁷.

La questione dell'OPA obbligatoria suscita un acceso dibattito sugli effetti privatistici delle sanzioni civili di cui all'art. 110, essenziali per la ricostruzione del regime delle OPA e dei relativi rimedi. Secondo la teoria della "*lex perfecta*", si delinea una dicotomia logico-giuridica tra le misure civilistiche e il risarcimento dei danni. Per le prime, esplicitamente indicate, comprendono unicamente la sospensione del diritto di voto e l'obbligo di alienazione delle azioni eccedenti entro un anno, senza menzione del risarcimento, il che rivela la preferenza dell'ordinamento per soluzioni di sterilizzazione

⁴⁷⁴ In questo senso, la Cass. Civ., Sez. I, Sent., 26/09/2013, n. 22099, ribadisce i principi già espressi dalla Cass. Civ. 14392/2012 (v. nota 471). In particolare, la pronuncia del 2013 stabilisce che, la perdita subita non consiste in una mera aspettativa di fatto, bensì "*di una chance, cioè di una concreta ed effettiva occasione favorevole di conseguire un determinato vantaggio, che rappresenta un'entità patrimoniale a sé stante giuridicamente ed economicamente valutabile*". Inoltre, "*grava sul danneggiato l'onere di provare gli elementi in base ai quali possa riconoscersi a quell'opzione un valore economico effettivo, in relazione ai diversi fattori che possono aver influenzato l'andamento della quotazione di borsa delle azioni di cui si discute nel periodo considerato, tenendo conto dei criteri di determinazione del prezzo dell'offerta pubblica obbligatoria che avrebbe dovuto esser promossa*".

⁴⁷⁵ Tuttavia, eventuali eventi successivi all'inadempimento non precludono il diritto al risarcimento, bensì possono influire sulla valutazione del danno, determinando una *compensatio lucri cum damno*. In particolare, il ripristino della contendibilità della società, derivante dall'applicazione delle sanzioni previste ex art. 110 TUF, potrebbe incidere sul valore delle azioni detenute dagli azionisti e, di conseguenza, ridurre il pregiudizio subito. La verifica di tali circostanze rimane, comunque, di esclusiva competenza del giudice di merito e non di legittimità. In merito a ciò, si richiama POMELLI, A., *op. ult. cit.*, pp. 564 e ss.

⁴⁷⁶ V. nota 468.

⁴⁷⁷ Di conseguenza, è ragionevole ipotizzare che le corti di merito, nell'esaminare le questioni connesse alla violazione dell'obbligo dell'OPA totalitaria, continueranno a conformarsi ai principi giuridici enunciati dalla Corte di Cassazione sin dal 2012.

civile⁴⁷⁸. Tuttavia, questa visione limitata non coglie l'intera portata dell'OPA coercitiva, che è solo un elemento di un sistema più ampio. La legge non esclude espressamente lo strumento previsto ai sensi dell'art. 1218 c.c. o dell'art. 2043 c.c., pertanto, la possibilità di un rimedio risarcitorio deve essere valutata in base alla natura stessa dell'obbligo. Diverse soluzioni possono coesistere al fine di tutelare interessi distinti, con la specificità di alcuni correttivi che non implicano l'esclusività di applicazione. Anche considerando un interesse unico e pubblicistico protetto da misure speciali, il risarcimento danni continua a rappresentare una misura adeguata e opportuna nell'ambito del *private enforcement*. Tale approccio integra, da un lato, l'effetto dissuasivo delle sanzioni pubbliche e, dall'altro, l'effetto derivante dal contenzioso privato. Questa interpretazione si allinea con la concezione giuridica secondo cui, sebbene la compensazione dei pregiudizi patrimoniali non sia esplicitamente prevista per specifiche violazioni, come quelle derivanti dalle difese anti-OPA, ciò non preclude la possibilità di un simile rimedio. La giurisprudenza e la dottrina⁴⁷⁹ evidenziano che diverse soluzioni possono coesistere al fine di tutelare interessi distinti, e l'assenza di una menzione esplicita del risarcimento nei testi normativi non implica la sua esclusione.

L'indennizzo per danni, dunque, si configura come una soluzione adeguata e opportuna all'interno del *framework* del *private enforcement*, rafforzando il deterrente delle sanzioni pubbliche con il potenziale risarcitorio del contenzioso privato. Questa considerazione risulta particolarmente pertinente in contesti nei quali, nonostante l'assenza di una prescrizione normativa esplicita per il risarcimento, si manifestano situazioni di conflitto di interessi o abuso di maggioranza che arrecano danni agli azionisti minoritari.

La logica sottesa alla recente giurisprudenza, che amplia la possibilità di compensazione anche in mancanza di una norma esplicita, suggerisce che tale interpretazione possa essere applicata alle difese anti-OPA che, sebbene non regolamentate specificamente dal TUF,

⁴⁷⁸ Tuttavia, la problematica relativa alla sterilizzazione del diritto di voto e all'obbligo di alienazione delle azioni eccedenti, attuabile senza la cooperazione dell'offerente tramite l'impugnativa ex art. 2377 c.c., evidenzia le difficoltà pratiche e i limiti temporali inerenti alla concreta attuazione di tali misure. Ciò mette in evidenza l'esigenza di un meccanismo risarcitorio più ampio, in grado di garantire efficacemente la protezione degli interessi lesi.

⁴⁷⁹ Sul piano dottrinale, *ex multis*, cfr. POMELLI, A., *op. ult. cit.*, pp. 564 e ss.; GIUDICI, P., *op. ult. cit.*, p. 175. Sul piano giurisprudenziale, ai fini della trattazione, è sufficiente considerare la maggior parte delle sentenze emesse sia dai giudici ambrosiani che dagli ermellini, menzionate in questo paragrafo. Tali pronunce chiariscono che, il risarcimento del danno non trova fondamento in alcuna disposizione legislativa del TUF, bensì deriva direttamente dai principi generali del nostro ordinamento giuridico, in particolare dalla responsabilità contrattuale e da quella aquiliana.

determinano comunque una violazione dei diritti dei soci di minoranza. Questa estensione del ragionamento si inserisce coerentemente nel contesto normativo e giurisprudenziale attuale, nel quale la protezione di quest'ultimi assume un ruolo centrale. Peraltro, le pronunce della Corte di Cassazione richiamate nel presente paragrafo stabiliscono, implicitamente, un precedente secondo cui, anche in assenza di disposizioni normative specifiche, il danno subito dagli azionisti per perdita di *chance* e altri pregiudizi deve essere oggetto di valutazione e risarcimento. Ciò riflette un ampio riconoscimento del ruolo e dei diritti degli azionisti all'interno della struttura societaria, sancendo una più ampia tutela giuridica nei loro confronti.

L'OPA obbligatoria nel contesto italiano riveste altresì una funzione preventiva, assimilabile a una logica di tipo "assicurativo"⁴⁸⁰, concepita per proteggere gli investitori da un possibile deterioramento delle condizioni di investimento, derivante da un mutamento del controllo societario. Tale finalità si manifesta in modo intrinseco ed è attuata attraverso le stesse modalità della funzione primaria, ovvero garantendo il principio di equità di trattamento tra tutti gli *shareholders*. In tal modo, l'offerta ai sensi dell'art. 106, TUF, si configura come uno strumento volto a mitigare i rischi derivanti dall'instabilità della *governance* societaria. Essa garantisce che i cambiamenti nella composizione proprietaria siano accompagnati da benefici equamente distribuiti, senza arrecare pregiudizio ad alcun azionista, indipendentemente dalla misura della loro partecipazione.

In conclusione, ai fini della quantificazione del danno risarcibile, si deve premettere che, la metodologia di determinazione del pregiudizio deve essere basata sull'analisi del beneficio economico, che l'offerta non eseguita avrebbe potuto generare, in favore dei soggetti non destinatari della stessa. Questo approccio si fonda sulla valutazione del lucro cessante, come effetto diretto della mancata estensione della *tender offer* ai potenziali destinatari. In sintesi, dalle pronunce della Suprema Corte, si deduce che il valore economico attribuibile a un'OPA obbligatoria, il quale preveda un premio rispetto ai valori di mercato, si articola in due elementi fondamentali: in primo luogo, il valore intrinseco di un'opzione di vendita associata a ciascuna azione e, in secondo luogo, il

⁴⁸⁰ In questi termini, si esprime POMELLI, A., *op. ult. cit.*, pp. 564 e ss.

valore di una protezione di tipo assicurativo⁴⁸¹ (⁴⁸²). La portata⁴⁸³ di tali concetti fondamentali si estende oltre il contesto specifico delle OPA totalitarie, lasciando intravedere, a parer mio, una possibile applicabilità anche in quelle ipotesi in cui non sussista un obbligo formale di offerta pubblica. Tale interpretazione, infatti, apre alla possibilità di un'applicazione analogica dei medesimi principi, in situazioni caratterizzate dall'adozione di difese anti-scalata. Quest'ultime, pur non rientrando formalmente nell'ambito dell'OPA obbligatoria, possono influenzare in modo rilevante le condizioni di investimento degli azionisti di minoranza, producendo effetti analoghi a quelli previsti per le stesse offerte coercitive. Il concetto di un meccanismo che garantisca tanto un'opzione di vendita quanto una protezione assicurativa contro il rischio di deprezzamento dei titoli appare, dunque, applicabile anche alle dinamiche derivanti dall'adozione di strumenti difensivi anti-OPA. In contesti in cui quest'ultime incidano sulle condizioni di investimento o compromettano il diritto dei soci minoritari a un trattamento equo, l'impianto dell'OPA obbligatoria può costituire un fondamento per l'applicazione di misure risarcitorie analoghe. Sebbene tali difese siano finalizzate a tutelare la società da acquisizioni indesiderate, esse possono creare iniquità tra gli

⁴⁸¹ In riferimento al primo elemento, nelle prime decisioni del Tribunale di Milano, è stata riconosciuta la risarcibilità della perdita patrimoniale derivante dalla mancata concessione di un'opzione di vendita sui titoli, correlata al valore aggiunto dell'opzione stessa. La logica sottostante risiede nel fatto che, quando il prezzo di esercizio della *put option* supera il valore corrente del titolo sottostante, essa assume una rilevanza intrinseca positiva e, di conseguenza, un valore di scambio riconoscibile sul mercato. Dunque, all'annuncio di un'imminente OPA obbligatoria a premio, i titolari delle azioni acquisiscono implicitamente un'opzione di vendita su ogni titolo a un prezzo di esercizio pari al valore teorico dell'offerta stessa, con scadenza concomitante alla fine del periodo di adesione previsto. Tale pregio si riflette direttamente nella quota di scambio del titolo, il quale tende ad aumentare proporzionalmente. I titolari hanno, pertanto, la facoltà di esercitare la *put option* partecipando all'OPA o di capitalizzarne il pregio attraverso la vendita delle loro azioni sul mercato, prima della chiusura dell'offerta (si rimanda ai commenti di giuristi autorevoli indicati nelle note precedenti, ove vengono esaminate le prime pronunce dei giudici ambrosiani di prime cure). Oltremodo, la presente analisi solleva considerazioni di rilievo anche in merito a situazioni non espressamente disciplinate da un obbligo di OPA, come nel caso delle difese anti-OPA, le quali potrebbero determinare effetti analoghi. In tali contesti, l'opzione di vendita implicita e il conseguente valore patrimoniale potrebbero essere compromessi, generando una potenziale situazione di danno risarcibile, anche in assenza di una norma che lo preveda esplicitamente. Ciò consente di ampliare il campo d'azione del risarcimento per perdite patrimoniali, connesse a cambiamenti non consensuali nel controllo societario. Invece, con riferimento al secondo elemento, esso si attiva mediante l'esercizio del diritto di *exit*, finalizzato a mitigare il rischio di un possibile deterioramento del valore delle azioni, in conseguenza di un'alterazione delle condizioni di investimento. Tale diritto può essere invocato sia nel caso in cui il trasferimento del controllo risulti effettivamente realizzato, sia nel caso in cui si tratti di una situazione meramente ipotizzata.

⁴⁸² Da questo quadro emerge che l'OPA obbligatoria, oltre a configurarsi come meccanismo di offerta equa, si presenta anche come misura di salvaguardia per gli investitori dalle fluttuazioni negative del mercato. Questa dualità di funzioni enfatizza il ruolo dell'OPA non solo come strumento di correttezza mercantile, bensì anche come baluardo contro le incertezze del mercato.

⁴⁸³ V. nota 483-484.

azionisti, analoghe a quelle che l'OPA totalitaria mira a correggere. Dunque, ciò estende il concetto di *private enforcement* oltre i confini normativi, ammettendo il risarcimento anche in relazione a difese anti-OPA, che causano perdite di *chance* o altri pregiudizi economici ai soci di minoranza. Questo orientamento, coerente con la giurisprudenza prevalente, conferma l'obiettivo di protezione dei loro interessi. D'altro canto, in riferimento a questo ragionamento⁴⁸⁴, affrontare la questione relativa alla determinazione retrospettiva, circa l'effettivo esercizio o monetizzazione dell'opzione di vendita (*put option*) da parte del titolare, costituisce un problema di notevole complessità. A tale difficoltà si aggiunge l'incertezza riguardante il prezzo che sarebbe stato effettivamente realizzabile sul mercato al momento della profittabilità, introducendo un ulteriore livello di complessità nella valutazione.

Un ulteriore aspetto critico concerne l'influenza delle fluttuazioni di mercato, le quali si verificano successivamente alla data in cui avrebbero dovuto essere comunicati i presupposti per l'OPA. Tale incertezza, riguardante il comportamento del titolare dell'opzione, nonché l'effetto delle variazioni del valore di mercato successivo genera un dilemma rilevante per la corretta quantificazione del pregiudizio cagionato. Non si tratta unicamente di valutare il mancato guadagno potenziale, bensì è essenziale considerare come fattori esterni e decisioni degli investitori possano incidere sul risultato economico finale. In ambito giuridico, l'adozione di un approccio standardizzato potrebbe non riflettere appieno le dinamiche specifiche e le variabili di mercato, suggerendo la necessità di una valutazione più flessibile e contestualizzata, che tenga conto di tali fattori variabili e frequentemente imprevedibili.

D'altro canto, premesso ed evidenziato ciò, il Tribunale di Milano, con sentenza datata il 30 giugno 2009, ha posto in essere un approccio olistico e innovativo, in riferimento alla valutazione della probabilità che il soggetto non adempiente avrebbe, in effetti, proceduto all'esercizio della facoltà di alienazione, cioè dell'opzione di vendita. Sebbene si presuma in linea generale che un investitore razionale capitalizzi sul valore derivante da un'OPA a premio, la giurisprudenza ha riconosciuto che le decisioni degli azionisti possono discostarsi da tale comportamento normativo. In effetti, alcuni soci potrebbero optare per non alienare le proprie azioni, sia in previsione di rendimenti futuri più elevati sotto un nuovo controllo, sia in virtù della convinzione che l'offerta, pur apparendo vantaggiosa,

⁴⁸⁴ Invero, soprattutto anche considerando la nota 483, in merito alle pronunce del Tribunale di Milano.

non rappresenti adeguatamente il valore intrinseco del titolo. Di conseguenza, la stima del loro comportamento è stata condotta in modo equo e approssimativo, tenendo conto della complessità e dell'incertezza intrinseche alle decisioni di investimento nel contesto di un'OPA. In seconda battuta, emerge una distinta interpretazione fra il Tribunale di Milano e la Corte di Cassazione, in particolare riguardo alla gestione del valore del titolo successivo alla mancata comunicazione dell'OPA. Il primo ha optato per non considerare l'aumento del prezzo del titolo successivo come parte integrante del calcolo del danno, rifiutando l'applicazione del principio di "*compensatio lucri cum damno*". Al contrario, la seconda, nelle sue pronunce di agosto 2012, ha evidenziato la necessità di considerare tale incremento come intrinsecamente connesso al pregiudizio subito⁴⁸⁵. Secondo la S.C., tale principio si applica quando danno e guadagno derivano dalla medesima situazione, evidenziando che, in assenza del primo, non si sarebbe realizzato il secondo e viceversa. Questa considerazione sottolinea una prospettiva più olistica sulla relazione tra perdite e potenziali benefici per gli azionisti. Inoltre, offre una panoramica più ampia che integra la valutazione economica del danno. Invero, quest'ultima non può prescindere dall'andamento favorevole del titolo successivo all'ipotetico inadempimento⁴⁸⁶.

In tale cornice, la questione giuridica si complica nel momento in cui si esamina l'impatto di un incremento del valore del titolo post-evento. Non è scontato che tale aumento debba necessariamente tradursi in una riduzione del danno risarcibile, giacché il diritto al risarcimento si fonda sulla differenza di valore riscontrabile al momento dell'inadempimento. Tuttavia, l'onere della prova gravante sul convenuto che contesta piena risarcibilità del danno si presenta come notevole⁴⁸⁷. Di conseguenza, l'approccio

⁴⁸⁵ In questo senso, è utile richiamare la massima della Cass. Civ., Sez. Unite, Sentenza, 25/11/2008, n. 28056, il quale si evidenzia che l'"effetto della "*compensatio lucri cum damno*", che si riconnette al criterio di determinazione del risarcimento del danno ai sensi dell'art. 1223 cod. civ., si verifica esclusivamente allorché il vantaggio ed il danno siano entrambi conseguenza immediata e diretta dell'inadempimento, quali suoi effetti contrapposti, e non quando il fatto generatore del pregiudizio patrimoniale subito dal creditore sia diverso da quello che invece gli abbia procurato un vantaggio".

⁴⁸⁶ Questo principio è esplicitato nell'art. 1518, comma 1, del c.c., il quale stabilisce che, l'inadempimento nel contesto di un contratto di vendita di beni quotati in borsa, obbliga al risarcimento basato sulla differenza tra il prezzo pattuito e quello corrente al momento dovuto per la consegna. Ciò implica una possibilità di risarcimento aggiuntivo per danni maggiori, evidenziando come la legge consideri rilevanti le variazioni di valore nel tempo.

⁴⁸⁷ Secondo l'indagine di MACKINLAY, A., "*Event Studies in Economics and Finance*", in *Journal of Economic Literature*, vol. 35.1, 2001, pp. 13 e ss., l'onere di dimostrare la non integrale risarcibilità del danno richiede un approccio analitico complesso, basato su tecniche statistiche avanzate per disaminare le fluttuazioni di mercato. In base a questa analisi empirica, l'A. procede all'esame delle variazioni di prezzo di un titolo in corrispondenza di eventi specifici, confrontando tali variazioni con quelle che si sarebbero potute prevedere in assenza della circostanza in questione. Questo approccio non solo mette in luce le

legale non si limita a una mera applicazione aritmetica; richiede, invero, una valutazione olistica delle circostanze economiche e del contesto di mercato.

Per quanto concerne il secondo elemento essenziale del danno⁴⁸⁸, *ut supra* citato, né il Tribunale di Milano né la Corte di Cassazione sembrano accogliere l'idea di valutare le fluttuazioni del valore azionario post-evento. La seconda, in particolare, si è focalizzata esclusivamente sulla “perdita di un’opportunità di guadagno” e sul principio di *compensatio lucri cum damno*. Questa resistenza riflette un’interpretazione restrittiva, che limita la valutazione del pregiudizio alla semplice perdita di potenziali guadagni, senza considerare i cambiamenti del valore di mercato che possono verificarsi dopo l’evento principale.

Si conclude il presente paragrafo, con una breve analisi descrittiva dell’ultima pronuncia della S.C. (Cass. Civ., Sez. I, Sentenza, 25/07/2018, n. 19741)⁴⁸⁹, la quale conferma l’orientamento giurisprudenziale ormai consolidato, riconoscendo la risarcibilità del danno e concentrandosi sul *quantum* del pregiudizio subito. La sentenza chiarisce esplicitamente che quest’ultimo è interpretabile come una “perdita di *chance*”⁴⁹⁰. In aggiunta, specifica che “*ne discende che il danno da perdita di chance di disinvestimento patito dall’azionista, perciò commisurato alle probabilità che l’azionista avrebbe aderito all’OPA che non ha invece avuto luogo*”, va calcolato confrontando il prezzo teorico di rimborso, se l’OPA fosse stata eseguita, con il valore effettivo del titolo, basato sull’andamento successivo in borsa. In dottrina è stato riconosciuto che la “*chance*”, al

reazioni immediate del mercato, bensì consente anche di isolare l’impatto economico specifico dell’evento, fornendo una base quantitativa per la determinazione del danno effettivamente subito dall’investitore. La metodologia descritta da MacKinlay serve a stabilire, con precisione, la deviazione del comportamento del titolo rispetto alle normali tendenze di mercato, essenziale per calcolare un risarcimento equo e fondato.

⁴⁸⁸ V. nota 483.

⁴⁸⁹ A riguardo, COLOMBO, G., LISANTI, M.C., “*Attenti all’opa: consigli per l’acquisto del controllo*”, in Foro Italiano, parte I, 2016, pp. 1780 e ss., affermano che la giurisprudenza della Corte di Cassazione ha ormai consolidato il concetto secondo cui l’OPA obbligatoria “*sia identificabile con un’opzione put*”, (*put option*), “*garantita dalla legge all’azionista di minoranza, il cui prezzo di esercizio è stabilito ex lege*”.

⁴⁹⁰ Nel contesto della responsabilità civile per atto illecito, il concetto di “*chance*” emerge con una rilevanza critica. È divenuto, nella prassi giuridica attuale, equivalente a una posizione giuridica soggettiva vera e propria. Tale nozione è elevata dalla giurisprudenza al rango di diritto patrimoniale indipendente, qualificato come “*ipostasi giurisprudenziale*”, riconosciuto e tutelato dall’ordinamento come bene autonomo, dotato di specifico valore e protezione legale. In questi termini, si esprime GABRIELLI, E., “*Il contratto. Il torto e il danno da perdita di chance*”, in Giust. Civ., v. II, 2010, p. 506. Inoltre, nella recente evoluzione interpretativa della Cassazione, la nozione di *chance* è stata riconfigurata non più come la mera perdita di un esito positivo, bensì come la perdita della potenzialità di raggiungere tale esito. In tal senso, si richiama Cass. Civ., Sez. III, Sent., 16/10/2007, n. 21619. In senso conforme si cita Cass. Civ., Sez. III, Sent., 11/05/2007, n. 10840; Cass. Civ., Sez. III, Sent., 04/03/2004, n. 4400.

momento della sua lesione, possiede un valore economico determinabile⁴⁹¹. Sebbene la quantificazione di tale pregio possa risultare complessa e difficoltosa, è indiscutibilmente presente e deve essere oggetto di risarcimento. Pertanto, esso deve riflettere il valore patrimoniale della *chance* perduta, a prescindere dall'esito che il danneggiato avrebbe potuto conseguire qualora non fosse stato privato di tale opportunità⁴⁹². In questo contesto, l'omissione della *tender offer* si traduce nella concreta perdita di un'occasione vantaggiosa, configurando un danno emergente per l'azionista minoritario, il quale ha l'onere di dimostrarne l'esistenza. Affinché possa ottenere il risarcimento per la perdita di *chance*, è imprescindibile che il socio provi non solo la sua propensione a aderire all'OPA, bensì anche il grado di probabilità associato al suo disinvestimento⁴⁹³.

La decisione in oggetto ha evidenziato lo svolgimento di una consulenza tecnica d'ufficio, volta a quantificare il danno subito dallo *shareholder*, utilizzando due criteri differenti. Il primo, denominato "danno immediato", ha posto l'accento sulla differenza tra il prezzo di rimborso delle azioni, ipotizzato in caso di OPA, e quello adottato durante la fusione tra Fondiaria e Sai. Tale criterio è stato ritenuto essenzialmente teorico, poiché il prezzo di borsa dei titoli si attestava a un valore inferiore, impedendo così all'azionista di poter effettivamente realizzare il guadagno presunto derivante dalla vendita delle proprie partecipazioni. Il secondo, definito "danno realizzato", si fonda sulla differenza tra il prezzo dell'OPA e il valore medio di mercato delle azioni, tenendo conto dei benefici economici ottenuti dal titolare delle quote azionarie che ha mantenuto le proprie partecipazioni nel tempo. Inoltre, un autorevole esperto in materia societaria sostiene l'opportunità di applicare, nel presente caso, una valutazione equitativa per la determinazione del pregiudizio, in conformità a quanto disposto dall'art. 1226 c.c.⁴⁹⁴.

⁴⁹¹ Cfr. BOCCHIOLA, M., "Perdita di una chance e risarcimento del danno", in Riv. trim. e Dir. Proc. Civ., 1976, p. 97.

⁴⁹² Difatti, secondo l'orientamento prevalente in giurisprudenza, la perdita di *chance* è delineata come la "possibilità perduta di un risultato sperato", qualificabile, dunque, come un esito incerto (Cass. Civ., Sez. III, Sent., 09/03/2018, n. 5641). Questa prospettiva deve essere strettamente collegata, mediante un nesso di causalità convalidato dal principio del "più probabile che non", a una specifica azione o omissione responsabile del mancato verificarsi dell'evento (Cass. Civ., Sez. III, Sent., 16/10/2007, n. 21619).

⁴⁹³ A riguardo v. ROLLI, R., "Risarcimento del danno per perdita di chance - Private enforcement per mancata OPA e risarcimento del danno per perdita di chance", in Giurisprudenza Italiana, fasc. 5, 2019, p. 1029.

⁴⁹⁴ Cfr. ROLLI, R., *op. ult. cit.*, p. 1029. In aggiunta, l'A. afferma che, nel caso in esame, l'azionista di minoranza è tenuto a fornire la prova qualora, in presenza di un'OPA, avesse deciso di aderirvi, al fine di dimostrare la sussistenza di una perdita di *chance*. In seguito, per quanto concerne la quantificazione del danno, il socio deve provare l'entità del valore proposto nell'offerta, nonché il prezzo di mercato dei titoli rilevato successivamente alla mancata presentazione della stessa.

È doveroso concludere questo paragrafo, menzionando una sentenza emblematica emanata dalla S. C. nel maggio del 2018, avente un ruolo chiave ai fini della mia tesi⁴⁹⁵. Tale pronuncia delle Sezioni Unite, secondo cui “*la prospettiva non è quindi quella della coincidenza formale dei titoli, ma quella del collegamento funzionale tra la causa dell’attribuzione patrimoniale e l’obbligazione risarcitoria*”, assume particolare importanza nell’ambito della presente trattazione. Tale orientamento risulta cruciale per l’analisi del danno da perdita di *chance*, nel contesto specifico esaminato in questo paragrafo, subito dagli azionisti di minoranza, in conseguenza dell’adozione di misure difensive anti-OPA⁴⁹⁶. Da tale considerazione deriva, a livello giuridico, un notevole e singolare fondamento teorico, in quanto gli Ermellini invitano a tenere in considerazione non solo gli aspetti formali delle relative azioni legali, bensì anche il contesto e l’aspetto funzionale in cui quest’ultime si inseriscono. In particolare, e come più volte affermato in questo scritto, la problematica nodale verte proprio sull’eventuale responsabilità derivante dall’implementazione di taluni meccanismi di difesa anti-scalata, nei casi in cui vi è una situazione di conflitto di interessi e/o abuso di maggioranza. Esso non si limita alla svalutazione del valore delle azioni, bensì si estende, in misura preminente, alla perdita di opportunità di partecipazione ad OPA particolarmente vantaggiose. L’interpretazione fornita dalle Sezioni Unite apre la strada a una lettura più estesa delle disposizioni in materia di obbligazione risarcitoria, suggerendo che, anche in assenza di un legame diretto e formale tra il titolo e il dovere indennitario, il danno possa essere configurato in base al nesso funzionale che si instaura in caso di violazioni normative. Ne consegue che, in una controversia riguardante l’adozione di difese anti-OPA, qualora si dimostri un conflitto di interessi o un abuso di maggioranza, gli azionisti di minoranza potrebbero legittimamente sostenere che tali difese hanno compromesso la loro *chance* di conseguire un beneficio economico tramite l’OPA. In tal caso, si configurerebbe il diritto al risarcimento per la perdita di *chance*. Pertanto, l’approccio funzionale delineato dalle Sezioni Unite potrebbe essere impiegato come argomento a sostegno della posizione dei

⁴⁹⁵ V. Cass. Civ., Sez. Unite, Sent., 22/05/2018, n. 12564.

⁴⁹⁶ Il principio enunciato dagli ermellini trova ulteriore fondamento nella dottrina civilistica europea, risultando particolarmente rilevante in un contesto giuridico in continua evoluzione. In tale prospettiva, i *Principles of European Tort Law*, all’art. 10:103, stabiliscono che, ai fini della determinazione dell’ammontare dei danni, è necessario considerare i vantaggi eventualmente conseguiti dal danneggiato a seguito dell’evento dannoso, a condizione che tale valutazione sia compatibile con lo scopo del beneficio in questione: “*unless this cannot be reconciled with the purpose of the benefit*”.

soci minoritari in sede di contenzioso. La lesione del loro diritto di partecipazione alle decisioni societarie e alle opportunità di vendita di azioni, infatti, non solo costituisce una violazione dei principi di correttezza e parità di trattamento, bensì rappresenta anche una diretta conseguenza della condotta scorretta degli amministratori, tale da generare un obbligo risarcitorio. Così, l'interpretazione offerta dalla S.C. si inserisce in modo coerente nel quadro normativo e giurisprudenziale esistente, contribuendo a garantire una maggiore tutela per questi *shareholders*, in sede giudiziale.

D'altro canto, in quest'ottica, *“nell'una e nell'altra prospettiva, pertanto, si è ben lontani dal suggerire una regola categoriale destinata ad operare in modo “bilancistico”: c'è, piuttosto, l'invito ad instaurare un confronto tra il danno e il vantaggio che di volta in volta viene in rilievo”*⁴⁹⁷. Questa affermazione sottolinea, a mio avviso, la rilevanza di esaminare non solo il pregiudizio subito dagli azionisti, bensì anche i benefici che potrebbero derivare da una corretta gestione delle misure difensive anti-OPA. Ciò partendo dalla *ratio* giustificatrice del beneficio collaterale e dalla necessità di una ragionevole applicazione del *difalco*⁴⁹⁸.

4. Difese successive: esplorazione delle sottocategorie generali e delle relative conseguenze giuridiche cruciali

4.1 Strategie di difesa avanzate e contromisure drastiche

4.1.1 Il cavaliere bianco e la sua liceità

La figura del cavaliere bianco si inserisce all'interno delle “Strategie di difesa avanzate e contromisure drastiche”, evidenziando l'uso strategico delle dinamiche di mercato e delle relazioni societarie per contrastare le minacce di acquisizioni ostili. Tale approccio

⁴⁹⁷ V. nota 497.

⁴⁹⁸ Il termine “*difalco*” si riferisce alla possibilità di considerare i benefici o le opportunità positive che una persona potrebbe aver ottenuto nonostante il danno subito, al fine di determinare l'importo finale del risarcimento. È un approccio che mira a bilanciare il pregiudizio cagionato e il vantaggio, per evitare una compensazione eccessiva.

implica l'intervento di un'entità amichevole, che si propone di acquisire il controllo della società bersaglio, creando un'alternativa vantaggiosa rispetto all'offerente ostile. Le misure adottate da un *white knight* sono finalizzate a mantenere la stabilità dell'assetto societario e a proteggere gli interessi degli azionisti, nella loro totalità, garantendo una gestione equa delle operazioni di mercato. D'altronde, queste strategie sono concepite per promuovere un ambiente di fiducia tra gli *stakeholder* e tutelare i soci minoritari, evitando potenziali svantaggi derivanti da un'acquisizione ostile e, talvolta, sottostimata da quest'ultimi. In tal modo, il cavaliere amico si configura come una contromisura drastica, necessaria per garantire la continuità operativa della società target e salvaguardare l'integrità della *governance* societaria in situazioni di cambiamento di controllo.

Difatti, quando un'impresa si trova a fronteggiare una *hostile bid* o la minaccia di un'acquisizione non desiderata, può decidere di cercare il supporto di un cavaliere bianco. Dunque, questo termine si riferisce a un'altra società disposta a intervenire come un acquirente più accettabile, presentando un'offerta per acquisire completamente o in parte la società bersaglio, spesso a condizioni più favorevoli rispetto a quelle proposte dall'offerente ostile⁴⁹⁹. I termini vantaggiosi possono includere un prezzo superiore rispetto alla *bid* originale. D'altro canto, la direzione della compagine azionaria potrebbe anche cercare un soggetto amico, il quale garantisca il mantenimento dell'integrità dell'impresa target, evitando dimissioni o licenziamenti di *manager* e dipendenti. Tuttavia, l'identificazione di un acquirente disposto ad accettare condizioni restrittive può rivelarsi un compito arduo. Di conseguenza, la società emittente è spesso costretta a negoziare per conseguire l'accordo più vantaggioso possibile, al fine di eludere il rischio di essere acquisita dal primo *bidder*. Gli attuali amministratori della società bersaglio possono chiedere il mantenimento della loro posizione, mediante un patto con il cavaliere bianco. Inoltre, potrebbero decidere di vendere a quest'ultimo alcuni *asset*, mantenendo il controllo su altri aspetti dell'emittente. Per indentificarlo, la compagine sociale può sfruttare i propri contatti industriali o richiedere assistenza a banchieri d'investimento, i quali possono sondare il mercato alla ricerca di potenziali acquirenti. È importante notare che, se il *white knight* richiede condizioni favorevoli o altre considerazioni come incentivo per entrare nel processo di acquisizione, e se queste venissero offerte esclusivamente a

⁴⁹⁹ Prendendo in considerazione la dottrina americana si rimanda, *ex multis*, GAUGHAN, P.A., *op. ult. cit.*, pp. 200 e ss. L'autore delinea una definizione chiara del termine "*white knight*", d'altronde, afferma "*another company that would be a more acceptable suitor for the target*".

lui, senza un'analoga proposta per l'offerente ostile, potrebbe sorgere il rischio di violare i doveri fiduciari previsti ai sensi degli art. 2391 e 2392 c.c.⁵⁰⁰. Questi “*duties*” impongono agli amministratori di agire con trasparenza, diligenza e buona fede, garantendo che tutte le proposte siano considerate equamente.

Prima di svolgere alcune conclusioni per ciò che interessa la nostra analisi, risulta necessaria una breve premessa. La misura difensiva in oggetto, nota come “ricerca di offerte concorrenti” ha ottenuto un favore rilevante, prima da parte della dottrina e poi dal legislatore, sia italiano che europeo, dato che rappresenta una via per massimizzare il valore per gli azionisti. Sul piano legislativo, la sua liceità si deve alla riforma finanziaria con D.L. 29 novembre 2008, n. 185, nell'art. 104, TUF. Tuttavia, già prima dell'esordio di una regolamentazione esplicita sulla legittimità di tali pratiche difensive, la Consob si era espressa chiaramente sull'argomento⁵⁰¹. In particolare, aveva escluso dall'applicazione di detto articolo le iniziative degli amministratori finalizzate a “*individuare la fattibilità di una proposta alternativa ritenuta maggiormente favorevole*”

⁵⁰⁰ Sul piano dottrinale statunitense, invece, qualora il trattamento favorevole venga riservato esclusivamente al cavaliere bianco, escludendo l'offerente ostile da analoghe opportunità, e qualora tale vantaggio risulti talmente determinante da indurre quest'ultimo a ritirarsi dall'offerta, “*it could cause the hostile bidder to withdraw, the deal with the white knight may be a violation of the target's Revlon duties*”. Tale estratto, derivante dall'opera di GAUGHAN, P.A., *op. ult. cit.*, pp. 200 e ss., si riferisce ai “*fiduciary duties*” previsti nell'ordinamento USA, e ampiamente trattati dalla loro dottrina e giurisprudenza. Difatti, uno di essi è il “*duty of loyalty*”, in quanto ai fini del rispetto del dovere di lealtà, non è tanto l'assenza di qualsiasi forma di coinvolgimento degli amministratori nelle operazioni societarie a rilevare. Infatti, è stato riconosciuto che tali situazioni “*non sono intrinsecamente dannose per una società*”. Ciò che realmente conta è che eventuali coinvolgimenti non risultino in conflitto con gli obiettivi societari, nonché non devono mai compromettere la buona fede nell'esercizio delle proprie funzioni. In questo senso, si veda *Re Oberly v. Kirby*, 592 A.2d 445, 467 (Del.1991). In particolare, questo onere, talvolta denominato anche “*duty of fairness*”, cd. dovere di equità, si focalizza sulla responsabilità degli amministratori di prevenire o, nel caso in cui ciò non sia del tutto praticabile, di monitorare attentamente le eventuali situazioni di conflitto di interessi, le quali possono emergere nell'ambito della loro gestione societaria. Ciò implica una vigilanza attiva e proattiva, affinché le decisioni prese nell'interesse della società siano esenti da influenze personali o discordanti. Un ulteriore dovere si tratta del cd. “*duty of good faith*”. Infatti, la buona fede rappresenta un requisito fondamentale che deve caratterizzare l'operato dei *manager*. Essa implica che i dirigenti siano tenuti a comportarsi con integrità e trasparenza, evitando comportamenti che possano favorire i propri interessi personali a danno della società. Infine, il terzo onere, che merita di essere citato, è il “*duty of care*”. L'importanza di esso è emersa come una concreta fonte di responsabilità per gli amministratori, i quali sono stati ritenuti responsabili per decisioni prese senza un adeguato livello di informazione. In questo contesto, la violazione del principio di “*reasonable care*” viene interpretata attraverso il prisma della colpa grave (*gross negligence*). La scelta di adottare tale standard riflette l'intento della *business judgment rule* di garantire ai dirigenti apicali uno spazio operativo, nel quale possano compiere scelte strategiche e assumere rischi, senza la costante paura di subire una revisione da parte del giudice. La responsabilità si configura, pertanto, soltanto in presenza di trasgressioni alle più chiare norme di condotta e comportamento. In merito a ciò, si rimanda al cap. I, par. 3.2., ad es. la sentenza relativa al caso *Smith v. Van Gorkom*. Invece, per ulteriori approfondimenti, si menziona, *ex multis*, la pronuncia dei giudici USA in *Re Tomczak v. Morton Thiokol, Inc., Fed. Sec. L. Rep.* (CCH), 95,327 at 96,585 (Del. Ch. Apr. 5, 1990).

⁵⁰¹ V. nota 175.

per gli azionisti". Tale orientamento trovava fondamento in due ragioni principali: da un lato, la consapevolezza che tra i doveri fiduciari degli amministratori rientrasse l'individuazione delle soluzioni societarie più vantaggiose per gli azionisti. In secondo luogo, l'apparente mancanza di giustificazione per richiedere una preventiva autorizzazione assembleare, per l'esercizio di tale potere discrezionale da parte del consiglio di amministrazione. Nella prima ipotesi, si evidenzia un rischio latente di conflitto di interessi. Questa dinamica si accentua in situazioni di acquisizione ostile, dove l'integrità del *management* è minacciata e il rischio di compromissione delle scelte strategiche a favore degli amministratori stessi aumenta considerevolmente. Difatti, quando tale circostanza è in corso, la possibilità che gli amministratori favoriscano una controfferta che li preservi nella loro funzione, piuttosto che agire nell'esclusivo interesse della società, è concreta. Come riconosciuto dalla dottrina, menzionata all'inizio del Capitolo II della presente trattazione, le operazioni di acquisizione ostile sono intrinsecamente caratterizzate da un'elevata probabilità di conflitto, poiché vi è in gioco il controllo e la gestione dell'impresa, il quale, nella maggior parte dei casi, subisce un ricambio totale o parziale in caso di successo dell'offerta. Nello specifico, il ricorso alla figura del *white knight*, sebbene formalmente lecito e regolato dall'ordinamento italiano, ai sensi dell'art. 104 TUF, solleva ulteriori perplessità in relazione ai potenziali conflitti di interesse ex artt. 2391 e 2392 c.c., in particolare il primo. Questo presunto conflitto, pur trovando una sua legittimità nell'ottica di difendere la continuità societaria, evidenzia l'importanza di una rigorosa applicazione delle norme codicistiche. Tale tematica, rilevante in ottica teorica e pratica, sarà oggetto di ulteriore approfondimento nel successivo paragrafo.

Invece, tornando al discorso sulla premessa, la prassi permetteva ai dirigenti apicali di agire senza l'obbligo di ottenere il consenso preventivo dell'assemblea, rendendo possibile una gestione più fluida e reattiva delle proposte di fusione o acquisizione. Il principio sottostante era che, in tale contesto, l'agire proattivo del consiglio rispondesse al dovere di lealtà verso gli azionisti, specialmente nel caso in cui la proposta alternativa garantisse condizioni più vantaggiose rispetto all'offerta ostile.

La presente riflessione trova fondamento nella Comunicazione n. DAL/99039392 del 18 maggio 1999 emessa dalla Consob, citata nel precedente capitolo. Essa trae le proprie conclusioni, oltre che dalla disciplina vigente nel *City Code* britannico e dall'art. 3,

comma 3, del regolamento COB n. 89/03 francese, anche e soprattutto dal principio secondo cui “*la ricerca di nuove offerte*” risulta “*esplicitamente consentita agli amministratori*”, senza necessità di preventiva autorizzazione assembleare, come sancito dall’art. 8 della versione della Proposta di Direttiva OPA del 2004. In aggiunta, tale previsione trova ulteriore conferma nell’art. 9, comma 2, della normativa europea precedentemente citata nel primo capitolo.

La riflessione di gran parte della dottrina riguardo alla questione della ricerca di offerte concorrenti, antecedente all’emanazione della direttiva, ha condotto a posizioni interpretative affini, giustificate da due principali considerazioni. In primo luogo, si sostiene che l’assenza di necessità di autorizzazione assembleare per tale esplorazione possa derivare dal potenziale vantaggio per gli azionisti. Questa prospettiva considera l’interesse di quest’ultimi come prioritario, promuovendo una gestione orientata alla creazione di valore⁵⁰². In secondo luogo, si può osservare che la ricerca di offerte alternative non debba essere qualificata come una strategia difensiva, nel senso più rigoroso del termine⁵⁰³. La proposta di questa ricognizione non implica necessariamente una reazione di difesa contro un’acquisizione ostile, bensì rappresenta un ampliamento delle opportunità per gli *shareholder*. Tale meccanismo permette, infatti, di generare una pluralità di opzioni, facilitando decisioni più informate e ponderate da parte degli investitori. Inoltre, è opportuno sottolineare che gli amministratori dovrebbero limitarsi a promuovere offerte non coercitive, onde evitare problematiche legate a conflitti d’interesse e azioni collettive⁵⁰⁴. Oltre a ciò, dal punto di vista del primo *bidder*, non si tratta di una circostanza che comporti un rischio più elevato o diverso rispetto a quello che si manifesta quando un terzo presenta autonomamente un’offerta alternativa. Questa eventualità rientra nel normale quadro dei rischi che un offerente accetta di affrontare, partecipando attivamente alle dinamiche del mercato e assumendosi la consapevolezza

⁵⁰² In tal senso cfr., *ex multis*, VELLA, F., “*La nuova passivity rule nella disciplina delle offerte pubbliche d’acquisto: alla ricerca di un difficile equilibrio*”, in Banca Impresa Società, 2000, p. 169; HIRTE H., “*Verteidigung gegen Übernahmeangebote und Rechtsschutz des Aktionars gegen die Verteidigung*”, in ZGR, 2002, p. 639; GILSON, R.J., “*The law and finance of corporate acquisitions*”, New York, 1986, pp. 625 e ss.; ROMANO, R., “*Foundations of Corporate Law*”, in Caroline Academic press, 1993, pp. 267 e ss.

⁵⁰³ V. MUCCIARELLI, F., *op. ult. cit.*, pp. 171, al fine di evidenziare una moltitudine di ulteriori autori.

⁵⁰⁴ In questo contesto, qualora l’ordinamento richieda l’autorizzazione assembleare per l’attuazione di determinate strategie difensive, sarebbe saggio richiederla esclusivamente per quelle operazioni che possono generare difficoltà di *governance* o controversie tra gli azionisti. Per un’analisi approfondita riguardante le problematiche connesse all’azione collettiva dei titolari delle quote, si rinvia a MUCCIARELLI, F.M., *op. ult. cit.*, pp. 171-172.

della potenziale comparsa di offerte migliorative, secondo la logica competitiva che governa le operazioni di acquisizione societaria.

Dopo aver analizzato i vantaggi connessi alla possibilità per gli amministratori di agire senza necessitare di un'autorizzazione assembleare, in presenza di un *white knight*, è opportuno ora soffermarsi sugli effetti negativi che possono derivare da tale strategia. A tal proposito, le risultanze di alcune ricerche empiriche evidenziano che, le offerte presentate dai cavalieri bianchi, raramente si allineano agli interessi degli azionisti delle società offerenti. Uno studio condotto su 100 casi di *white knight* tra il 1978 e il 1987 ha rilevato perdite significative di valore patrimoniale per tali titolari. Questo dato si inserisce in un quadro di analisi pregresse che confermano risultati analoghi. La motivazione è che queste tipologie di *bid* non rientrano solitamente in un piano strategico di acquisizione pianificata, non apportando quindi benefici netti agli *shareholder* della società acquirente. Inoltre, tali soggetti intervengono in un contesto di asta competitiva, dove i prezzi tendono a essere superiori rispetto alle *takeover* non competitive. È stato dimostrato che la concorrenza tende a influire negativamente sulla ricchezza degli azionisti della società offerente, un effetto che risulta amplificato per quelle successive⁵⁰⁵. Un ulteriore svantaggio derivante dall'affidamento a un *white knight* si manifesta nel momento in cui quest'ultimo ritira la propria offerta, causando conseguenze negative significative per la società target. In tali circostanze, il ritiro di questa può generare un improvviso deprezzamento delle azioni dell'impresa, come avvenuto nel caso *Cities*

⁵⁰⁵ In riferimento a queste ricerche empiriche si consulta EASTERBROOK, F.H., & DANIEL R.F., "The economic structure of corporate law", in Harvard University press, 1996, pp. 162 e ss. Inoltre, si veda GAUGHAN, P.A., *op. ult. cit.*, pp. 200 e ss., dove viene analizzato il caso *Boone Pickens e Mesa Petroleum* contro *Cities Service*, un classico esempio dell'uso di molteplici *white knight* in una contesa di acquisizione. In questa vicenda, la Mesa Petroleum, guidata da Pickens, aveva lanciato un'offerta per l'acquisizione della Cities Service, una compagnia petrolifera significativamente più grande. Tuttavia, la risposta della Cities Service si sviluppò in una difesa aggressiva, culminando nella ricerca di un cavaliere bianco per contrastare l'offerta ostile di Mesa. Il primo *white knight* individuato da Cities Service fu Gulf Oil, un altro gigante dell'industria petrolifera, che si propose con una *bid* più favorevole rispetto a Mesa. Questa manovra sembrava offrire una via d'uscita alla Cities Service, che preferiva mantenere il controllo sotto un'acquisizione meno ostile. Tuttavia, Gulf, preoccupata per l'onere finanziario della *takeover* e per possibili contestazioni antitrust da parte delle autorità, decise di ritirare la propria offerta. Ciò lasciò la Cities Service vulnerabile e con un valore azionario in netto calo, costringendola a trovare un nuovo soggetto amico. Successivamente, entrò in scena Occidental Petroleum, con una proposta che, dopo un primo rifiuto, fu aumentata a 55 dollari per azione. Questa seconda *bid*, più strutturata e articolata, venne infine accettata da Cities Service, segnando la conclusione della vicenda.

Il caso dimostra l'importanza strategica del *white knight* nelle operazioni di difesa contro OPA ostili. Tuttavia, la vicenda mette in luce anche i rischi legati all'affidamento a un *white knight*, soprattutto quando l'acquirente designato ritira la propria offerta, lasciando la società in una posizione di maggiore vulnerabilità finanziaria e gestionale.

Service, esponendo la stessa a rischi finanziari e gestionali gravi. L'annullamento dell'operazione non solo compromette la credibilità della compagine azionaria bersaglio sul mercato, invero accentua la sua vulnerabilità nei confronti di ulteriori tentativi di acquisizione ostile. Inoltre, la fiducia riposta nell'intervento di un soggetto amico, se mal riposta, può portare la società target a trascurare soluzioni difensive alternative, amplificando i rischi e aggravando la sua posizione competitiva.

Dopo aver esaminato sia i benefici che gli inconvenienti associati alla partecipazione di un *white knight*, si procede ora a mettere in luce una specifica tipologia di tale strategia, ampiamente utilizzata, in primo luogo nel contesto statunitense e successivamente in quello europeo, nota come "*white squire defense*". Quest'ultima è una strategia simile a quella del cavaliere bianco, d'altro canto si distingue per il suo obiettivo di preservare l'indipendenza della *target*. In questo contesto, una società che si qualifica come "*white squire*" accetta di acquisire un ampio blocco di azioni della società emittente, di solito attraverso azioni privilegiate convertibili, già approvate tramite un emendamento al documento costitutivo dell'impresa. È importante notare che, sebbene i titoli partecipativi siano di tipo "*blank check*", potrebbe essere comunque necessaria l'approvazione degli azionisti, specialmente se il numero di azioni emesse supera il 20% di quelle in circolazione. Dal punto di vista della società target, l'attrattiva risiede nel fatto che un'ampia quantità di titoli con diritto di voto venga trasferita a un investitore, il quale non intende vendere a un potenziale acquirente ostile. L'accordo può essere strutturato in modo tale che le azioni trasferite non possano essere offerte al proponente nemico. Talvolta, a chi svolge il ruolo di *white squire* possono essere offerti incentivi per completare la transazione, come un seggio nel consiglio di amministrazione o prezzi favorevoli per le azioni, insieme a promesse di dividendi generosi. Per garantire che non si verifichino conflitti, lo "*squire*" potrebbe essere tenuto a concordare preventivamente di votare a favore della società target⁵⁰⁶.

⁵⁰⁶ Un esempio emblematico, citato nel testo di GAUGHAN, P.A., *op. ult. cit.*, pp. 200 e ss., di questa strategia è rappresentato dalla vendita di azioni privilegiate convertibili da parte di Carter Hawley Hale (CHH) alla General Cinema Corporation nel 1984. L'operazione conferì a General Cinema un potere di voto pari al 22% delle votazioni complessive di CHH, considerato necessario per prevenire un'acquisizione da parte della Limited Corporation nello stesso anno. Questa difesa fu affiancata da un programma di riacquisto di azioni, il quale aumentò il potere di voto delle azioni di General Cinema fino al 33% del totale delle azioni votanti di CHH. Per ulteriori approfondimenti in merito, si veda lo scritto dell'autore appena menzionato. Invece, per altri casi, si rimanda a LIPTON, M., BROWNSTEIN, A. R., "*Takeover Responses and Directors' Responsibilities - An Update*", in *Business Lawyer (ABA)* 40, no. 4, August 1985, p. 1421.

Infine, nel contesto delle difese anti-OPA, la *white knight* si inserisce in una posizione peculiare che richiede un'analisi accurata, tenuto conto delle due fattispecie delineate nel Cap. II, par. 2, della presente tesi. In particolare, essa costituisce una difesa successiva, in quanto implica l'intervento di un soggetto terzo che acquisisce una partecipazione azionaria, con l'obiettivo di contrastare un'offerta pubblica ostile. In via generale, l'art. 104 del TUF dispone che, per l'adozione delle misure *post-bid*, sia necessaria l'autorizzazione dell'assemblea. Tuttavia, la normativa vigente contempla un'eccezione in merito alla ricerca di offerte alternative, sancendo la possibilità di agire anche in assenza di un'espressa approvazione. In particolare, come accennato nel primo capitolo del presente scritto, mediante apposite Comunicazioni, la Consob, ha riconosciuto tale legittimità, affinché gli amministratori possano intervenire in situazioni di necessità ed emergenza. Inoltre, ciò serve per evitare ritardi che possono essere potenzialmente dannosi per l'emittente stessa. Nonostante ciò, bisogna tenere in considerazione l'eventuale presenza di un rischio di conflitto di interessi, dell'organo di gestione, anche se l'art. 104 TUF afferma che non sia necessario un nulla osta da parte dei soci. Difatti, nel caso in cui i dirigenti apicali vogliono perseguire interessi propri o di un gruppo di soci, solitamente quelli di maggioranza, si potrebbe configurare, senza alcun dubbio, una tale situazione. In quest'ultima ipotesi, l'art. 104, pur prevedendo l'eccezione, impone comunque il ricorso all'adunanza dei soci per un loro consenso, al fine di garantire la correttezza e la trasparenza della decisione, a tutela della minoranza azionaria.

Alla luce di quanto sopra esposto, la *white knight* può essere collocata nella seconda categoria delineata nel Cap. 2, par. 2, in quanto, in assenza di un coinvolgimento, diretto o indiretto, dei *manager*, l'operazione può essere attuata senza autorizzazione assembleare. Tuttavia, la stessa strategia difensiva potrebbe rientrare nella prima ipotesi, essendo soggetta all'art. 104 TUF, che prevede l'esenzione dal benessere dei soci in caso di ricerca di offerte alternative, ma la rende obbligatoria in presenza di un potenziale conflitto di interessi. Qualora tale circostanza si verifici, il "cavaliere bianco" si colloca senza dubbio nella prima categoria, poiché non trova applicazione la deroga e si rende necessaria l'approvazione degli azionisti per legittimare l'operazione.

In tutte le circostanze, è necessario rispettare e conformarsi ai doveri fiduciari in capo agli amministratori, in quanto devono agire, esclusivamente, con il fine di tutelare l'interesse sociale e non il proprio. In conclusione, e traendo, brevemente, un'importante

considerazione, si può affermare che la difesa è legittima, senza considerare un'autorizzazione dei soci, però non ci devono essere conflitti di interesse. D'altra parte, nel caso in cui si verificasse quest'ultima situazione, risulta necessaria la ratifica dei proprietari dell'emittente, cosicché viene assicurato e contemperato le esigenze di protezione societaria e la tutela dei soci di minoranza.

4.1.2 *White knight* e conflitto di interessi: conseguenze e responsabilità ex art. 2391 c.c.

In virtù dell'ammissibilità dell'adozione della difesa *white knight* nel nostro ordinamento, ai sensi dell'art. 104 TUF, come altresì confermato dalle comunicazioni della Consob precedentemente richiamate, si profila la questione del potenziale conflitto di interessi tra gli amministratori e la società. Sebbene tale strumento sia formalmente legittimo, l'operato dei *manager* deve conformarsi ai *fiduciary duties*, nel pieno rispetto dell'art. 2391 c.c., che impone la corretta gestione di ogni situazione di tale conflitto.

Di conseguenza, nel caso in cui viene ipotizzata l'effettiva sussistenza della menzionata circostanza, nel presente paragrafo verranno segnalate le relative ricadute giuridiche e, nello specifico, quelle derivanti dall'attuazione del cd. cavaliere bianco, introdotto in violazione degli obblighi fiduciari.

Prima di intraprendere e iniziare la disamina del presente paragrafo, evidenzio, in quanto appare opportuno, alcuni profili, affinché vengano eliminati o circoscritti eventuali incertezze, nonché particolari ambiguità. Invero, riveste una singolare importanza la questione in merito alla configurabilità del *white knight*, nell'ambito dell'art. 2391 c.c., in particolar modo se consideriamo le società quotate nei mercati regolamentati. A tal riguardo, la Corte di Cassazione si è soffermata sul fatto che, la validità di un certo negozio giuridico e la relativa incidenza del conflitto di interessi devono essere regolati e disciplinati ai sensi del disposto di cui all'art. 2391 c.c. e non dal dettame generale di cui all'art. 1394 c.c.⁵⁰⁷. Ciò avviene nel caso in cui un amministratore si attiva e si avvale di una determinata delibera formale, adottata dal consiglio di amministrazione, al fine di

⁵⁰⁷ V. Cass. Civ., Sez. II, Ord., 21/03/2022, n. 9054. In senso conforme si sottolinea Cass. Civ., Sez. I, Sentenza, 10/10/2013, n. 23089; Cass. Civ., Sez. I, Sentenza, 13/02/2013, n. 3501; Cass. Civ., Sez. I, Sentenza, 21/11/2008, n. 27783; Cass. Civ., Sentenza, Sez. I, 26/01/2006, n. 1525; Cass. Civ., Sez. III, Sentenza, 26/09/2005, n. 18792;

stipulare il correlato negozio giuridico con una terza parte.

In tal riguardo, la difesa, in oggetto, si presenta come una strategia sofisticata e complessa, la quale viene adottata, nella generalità dei casi, in maniera collettiva dal *management*, al contrario di configurarsi come atto unilaterale. Questa distinzione risulta fondamentale, al fine di comprendere appieno il contesto normativo di riferimento. Per di più, la responsabilità degli amministratori viene regolata e disciplinata anche dai principi di buon governo e dai doveri fiduciari di cui all'art. 2391 c.c., e non solamente dall'ammissibilità della *white knight* ai sensi dell'art. 104, TUF. In talune circostanze, ad esempio nel caso in cui un gestore agisca senza il consenso del consiglio, il rischio di violazione, ex art. 2391 c.c., relativo agli obblighi fiduciari, è elevato, poiché una gestione non collegiale potrebbe non tenere conto dell'interesse della società nel suo complesso. Invero, la probabilità che diversi *manager* possano essere coinvolti deriva dalla tematica di un potenziale coinvolgimento, legato all'eventualità che gli attuali membri, i quali detengono il potere gestionale, vengano sostituiti in seguito a un'OPA ostile, con l'innesto di un nuovo *board* designato dall'acquirente ostile stesso⁵⁰⁸. Questo aspetto è stato reiteratamente evidenziato dalla dottrina nel corso di questa trattazione.

Alla luce di quanto esposto, è evidente che, nell'ambito dell'adozione della strategia del cavaliere bianco, l'art. 2391 c.c. rappresenta il riferimento normativo principale.

Pertanto, il presente paragrafo analizzerà le implicazioni giuridiche⁵⁰⁹ e le responsabilità risarcitorie in capo agli amministratori coinvolti in tali circostanze.

Riprendendo la dissertazione e, secondo quanto stabilito nell'ordinanza n. 14072/2018 emanata dalla Suprema Corte, viene menzionata una fattispecie che è relativa ad un

⁵⁰⁸ Dunque, i dirigenti apicali, consapevoli delle implicazioni legali connesse a un'amministrazione autonoma e potenzialmente conflittuale, devono quindi garantire che l'adozione di tale strategia avvenga solo dopo una determinazione formale, consapevole, trasparente da parte del *board*.

⁵⁰⁹ La violazione delle disposizioni di cui all'art. 2391 c.c. comporterebbe l'applicazione dell'art. 2407 c.c., che prevede la denuncia al tribunale in caso di gravi irregolarità nella gestione. A tal riguardo, si cita la sentenza del Tribunale Catanzaro Sez. spec. Impresa, 18/07/2016, in IUS Societario 14 marzo 2017. Invero, nelle società per azioni, la grave irregolarità che giustifica la denuncia ai giudici di prime cure, ai sensi dell'art. 2409 c.c., si verifica in caso di conflitto di interessi da parte dell'amministratore. Tali conflitti possono determinare l'invalidità o irregolarità di delibere che comportano perdite patrimoniali. Nello specifico, il Tribunale sostiene che: "*in caso di conflitto d'interessi, l'art. 2391 c.c. impone all'amministratore di comunicare agli altri amministratori e al collegio sindacale non solo degli interessi che egli abbia in una determinata operazione e che si pongano in conflitto con l'interesse sociale, ma anche di ogni interesse, ivi compresi quelli compatibili con quelli sociali, come nel caso in cui dall'operazione derivi un vantaggio sia per la società che per l'amministratore. Pertanto, in presenza di un interesse dell'amministratore, la delibera può essere impugnata quando sia stata assunta senza che l'amministratore abbia fornito l'informazione di cui all'art. 2391 c.c., integrandosi, in una simile ipotesi, la grave irregolarità nella gestione richiesta dall'art. 2409 c.c.*".

ricorso promosso da una società per azioni. Gli ermellini hanno rigettato una domanda di risarcimento promossa nei confronti di un certo amministratore delegato, di cui si veniva lamentata l'assenza di una dettagliata e trasparente informativa riguardante un conflitto di interessi, non solo potenziale ma anche concreto. In riferimento a ciò, era presente un legame di parentela tra il *manager* esecutivo e un componente dell'organo di consulenza, il quale era stata nominato e incaricato di valutare l'opportunità o meno di una determinata operazione di finanziamento. Tuttavia, gli stessi Giudici hanno ritenuto infondate, senza eccezioni e riserve, le pretese e le ragioni avanzate dall'impresa, in quanto mancava la prova correlata sia al danno subito che al nesso causale, tra la condotta del dirigente apicale e le perdite patrimoniali patite. Questa pronuncia offre un importante e delicato spunto riflessivo, nonché interpretativo con riferimento alla gestione del potenziale conflitto di interessi, il tutto in relazione alla strategia del *white knight*. Infatti, è possibile che un gestore possa avere un *nexus cognationis* con membri del comitato consultivo, la cui funzione è valutare in modo indipendente l'offerta di un cavaliere bianco. Tale situazione non solo potrebbe mettere in discussione l'imparzialità dell'analisi, ma renderebbe necessaria una trasparente comunicazione degli interessi in gioco nei confronti dei soci.

Alla luce di questo caso di specie, è stata imputata all'amministratore convenuto la violazione degli obblighi di trasparenza previsti dall'art. 2391, comma 1, c.c., che impongono al *manager* di segnalare agli altri membri del consiglio e al collegio sindacale qualsiasi interesse personale, il quale possa risultare in conflitto con l'interesse della società, in merito a una specifica operazione⁵¹⁰. Inoltre, l'art. 2391, comma 4, c.c. stabilisce che lo stesso sia tenuto al risarcimento dei danni arrecati alla società a causa di una sua condotta negligente o omissiva. È fondamentale sottolineare che l'obbligo informativo è imperativo e non ammette deroghe o limitazioni di tipo statutario⁵¹¹⁽⁵¹²⁾.

⁵¹⁰ Si ritiene opportuno che la comunicazione riguardante l'interesse dell'amministratore debba essere effettuata nei confronti di ciascun membro del consiglio di amministrazione in modo individuale. In merito all'informativa al collegio sindacale, essa può essere effettuata nei confronti dell'organo nel suo complesso, senza necessità di rivolgersi a ciascun sindaco, potendo quindi essere sufficiente l'avviso al presidente del collegio stesso. Così si esprime VENTORUZZO, M., "*Commento sub art. 2391*", in Commentario alla riforma delle società, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2005, p. 452.

⁵¹¹ *Ibidem*.

⁵¹² Prima della riforma societaria, il sistema normativo prevedeva un diverso approccio alla gestione dei conflitti di interesse. Invero, il *manager* coinvolto aveva l'obbligo di informare preventivamente il *board* e il consiglio di sorveglianza, astenendosi dal partecipare alle decisioni relative all'attività in conflitto. Qualora l'amministratore avesse violato questo dovere, la delibera risultante sarebbe stata annullabile soltanto se il voto di quest'ultimo fosse stato determinante per l'approvazione della stessa e avesse causato

Nondimeno, l'art. 2391 c.c. consente al *manager* di votare anche in presenza di un interesse personale, purché non confliggente con quello della società. Non è previsto l'obbligo di astensione automatica, salvo che il suo interesse rappresenti un rischio di danno per la società⁵¹³. Dunque, l'amministratore, oltre a dover comunicare il proprio coinvolgimento, è tenuto a valutare se la sua partecipazione possa nuocere a quest'ultima. Questo per dire che, sempre secondo l'ordinanza della Cassazione citata *ut supra*⁵¹⁴, l'obbligo normativo di *disclosure* pone in capo al rappresentante legale interessato una responsabilità specifica, integrativa rispetto a quella delineata dagli artt. 2392 e ss. del Codice civile, esponendolo a un potenziale risarcimento del danno per l'inadempimento. È importante notare che tale responsabilità non si estende ai dirigenti non coinvolti nell'operazione, anche nel caso in cui violino il secondo comma dell'art. 2391, omettendo di motivare adeguatamente la convenienza dell'affare o fornendo una giustificazione insufficiente. Tuttavia, ai sensi del comma primo art. 2392, rimane la possibilità di individuare e ritenere come responsabili quest'ultimi. Con particolare riferimento alla posizione del CEO, viene evidenziato che, a differenza di tutti gli altri membri del *board*, egli deve, in ogni caso, astenersi dall'intervenire, trasmettendo la relativa questione all'organo collegiale competente, presente nella società presa in considerazione⁵¹⁵.

danno alla compagine azionaria.

D'altro canto, la disciplina attuale stabilisce un obbligo più ampio, imponendo loro di dichiarare ogni interesse legato a un'operazione, non limitandosi ai soli conflitti con l'interesse sociale. Non è più il dirigente apicale a valutare autonomamente la rilevanza del proprio interesse, bensì il consiglio di amministrazione, che deve essere informato con precisione per poter esaminare la convenienza della delibera. L'informativa deve essere dettagliata, specificando la natura e l'entità dell'interesse e come questo possa essere collegato all'amministratore, direttamente o indirettamente.

Per ulteriori spunti cfr. FERRARI, M.P., "*Responsabilità amministratore in conflitto d'interessi: la società deve provare il danno*", pubblicato il 11 giugno 2018, in *Il Quotidiano Giuridico*, disponibile al sito web: <https://www.altalex.com/documents/2018/06/11/responsabilita-amministratore-in-conflitto-dinteressi-la-societa-deve-provare-il-danno>.

⁵¹³ Invero, si tratta di un "*obbligo generale e preventivo*", così come enunciato nella sentenza Cass. Civ., Sez. II, 17/12/2018, n. 32573. Infatti, essa afferma che: "*la disposizione di cui al primo comma dell'art. 2391 c.c. pone a carico dell'amministratore in conflitto di interessi un obbligo generale e preventivo di esplicitare tale sua condizione soggettiva [...]. La norma, quindi, ha una portata applicativa generale, che prescinde dall'effettiva incidenza del conflitto di interessi sulle delibere in concreto assunte dal consiglio di amministrazione*" (fonte: *Il caso.it*, 2019).

⁵¹⁴ In senso conforme si veda la sentenza della Corte d'Appello Milano, 06/02/1998, in *Giur. It.*, 1998, 2350, nota di FIORIO.

⁵¹⁵ In questo contesto, la Corte Suprema sostiene che, se un amministratore delegato di una società per azioni avvia un'operazione in cui ha un interesse personale, omettendo di informare il consiglio di amministrazione e il collegio sindacale e non astenendosi in attesa della deliberazione, il conflitto d'interessi è regolato dall'art. 1394 c.c. anziché dall'art. 2391 c.c. Nello specifico si cita Cass. Civ., Sez. II, Ordinanza, 21/03/2022, n. 9054, nella quale si afferma esplicitamente che: "*qualora un amministratore delegato di una società per azioni, il quale abbia un interesse in una determinata operazione sociale, vi dia corso autonomamente, omettendo cioè, in violazione delle disposizioni di legge, sia di darne preventiva notizia*

Oltretutto, tale vincolo risulta rilevante solamente quando il CEO ha esercitato un potere discrezionale sull'affare⁵¹⁶.

In aggiunta, può essere assoggettato a responsabilità per danni, ai sensi dell'art. 2391, 4° comma, c.c., nel caso in cui quest'ultimo non adempia agli obblighi informativi e di astensione. In merito a codeste circostanze, la revoca dell'incarico, per giusta causa, risulta legittima. D'altro canto, in caso della presenza di conflitto di interessi e senza un'adeguata informazione e in base all'art. 1394 c.c., gli atti giuridici posti in essere dall'amministratore sono suscettibili di annullamento, in caso della presenza di conflitto di interessi e senza un'adeguata informazione.

Il presente enunciato giurisprudenziale sottolinea che queste circostanze possono compromettere l'efficacia e la validità delle decisioni adottate e poste in essere, e, invero, non si limitano al solo risarcimento dei pregiudizi patrimoniali patiti⁵¹⁷.

Inoltre, l'art. 2391, al 3° comma, stabilisce la possibilità di impugnazione in merito alle deliberazioni del CDA o del comitato con compiti esecutivi, qualora il *manager* coinvolto non abbia informato l'organo collegiale del proprio interesse personale nell'operazione o qualora, per di più, la determinazione in oggetto sia priva di una motivazione adeguata e completa. In base al ragionamento posto in essere dal Tribunale di Napoli, tale impugnazione viene ammessa, purché vi sia un danno potenziale per la società, indipendentemente dalla partecipazione diretta o meno dell'amministratore al relativo processo decisionale⁵¹⁸. In aggiunta, qualora quest'ultimo (secondo la cd. "prova di

agli altri amministratori ed al collegio sindacale, che di astenersi dal compierla in attesa della decisione dell'organo collegiale, il conflitto d'interessi che risulti esistere è disciplinato non già ai sensi dell'art. 2391 c.c., bensì in base alla regola generale di cui all'art. 1394 c.c."(fonte: Giur. It., 2022, 11, 2430, nota di BERTOLOTTI).

Inoltre, sempre a tal riguardo e secondo la Cass. Civ., Sez. I, Ord. 03/08/2022, n. 24156, il conflitto di interessi previsto ex art. 1394 c.c. si manifesta durante l'esercizio del potere rappresentativo e può dar luogo all'annullamento del contratto, anche qualora l'amministratore ignori le disposizioni della delibera autorizzativa del consiglio di amministrazione. Il caso di specie concerneva la situazione in cui il gestore disattendeva la clausola contenuta nella decisione formale, che prevedeva un prezzo minimo di vendita.

Collegando questo principio e la relativa fattispecie al contesto del *white knight*, si può osservare che, se il cavaliere bianco propone un prezzo inferiore durante un'OPA, rispetto al primo offerente ostile, e l'amministratore delegato ha precedentemente preso impegni o fatto promesse in nome della società nei confronti del *white knight*, il rischio di violare l'art. 1394 c.c. diventa rilevante. In tal modo, il dirigente apicale si espone a potenziali conflitti e responsabilità, poiché non solo disattende le direttive del consiglio, bensì potrebbe anche compromettere l'integrità dell'operazione nel suo complesso. Relativamente a ciò, si può ipotizzare un'azione giudiziale ex art. 2395 c.c. da parte degli azionisti.

⁵¹⁶ In tal senso, cfr. VENTORUZZO, M., *op. ult. cit.*, p. 467.

⁵¹⁷ V. Cass. Civ., Sez. I, 01/02/1992, n. 1089; Cass. Civ., Sez. I, 22/06/1990, n. 6278.

⁵¹⁸ In particolare, si veda la sentenza del Tribunale di Napoli, 06/06/2006, in Foro It., 2007, 1, 2, 628, nella quale si evidenzia che: "la deliberazione del consiglio di amministrazione [...], anche se assunta col voto determinante di un consigliere portatore di un interesse proprio o di terzi, non è annullabile qualora la sua

resistenza”), abbia partecipato attivamente alla votazione e il relativo voto sia stato determinante ai fini dell’adozione della delibera in oggetto, essa può essere contestata. Dunque, tutti i membri dell’organo gestorio, in caso di violazione dell’obbligo di informativa, hanno l’assoluto diritto di impugnare la deliberazione posta in essere⁵¹⁹. Ai sensi dell’art. 2392, comma 2, c.c., i dirigenti apicali sono tenuti non solo a vigilare sull’esecuzione delle operazioni societarie, ma anche a intervenire per eliminare o attenuare gli effetti dannosi di eventuali decisioni che possano arrecare pregiudizio alla società⁵²⁰.

In tale ottica, un interessante collegamento può essere effettuato con le difese anti-OPA, e in particolare con la strategia del *white knight*. L’intervento del cavaliere bianco deve avvenire in conformità agli interessi dell’impresa e, nel lungo termine, non deve comportare un pregiudizio per la stessa o per gli azionisti. Questo è il compito dell’amministratore, il qual cerca nuovi offerenti. In tal senso, egli ha un obbligo di intervento, qualora costui concluda un accordo con il *white knight* che prevede condizioni svantaggiose, ad esempio, e a titolo esemplificativo, la cessione di titoli azionari a un prezzo inferiore rispetto a quanto viene stabilito o viene atteso. L’art. 2392, 2° comma, in questa ipotesi, impone all’amministratore di adoperarsi per rimediare a questa situazione, affinché si attivi al fine di annullare o rinegoziare l’affare. D’altra parte, il nuovo art. 2391 c.c. chiarisce che l’impugnazione delle deliberazioni consiliari spetta esclusivamente al collegio sindacale, eliminando il dubbio circa la possibilità per i singoli sindaci di agire individualmente. Tuttavia, nella norma non viene specificato se vi sia la presenza di un obbligo di agire, nell’eventualità di potenziali danni alla società o se tale potere possa essere inteso come discrezionale.

Il singolo azionista, in ogni caso, inteso colui che è legittimato ad impugnare, può applicare e richiamare, mediante un’interpretazione analogica, l’art. 2377, in particolare il terzo comma, che prevede l’annullamento o la dichiarazione di nullità della decisione

esecuzione non risulti, in concreto, potenzialmente dannosa per la società”.

⁵¹⁹ Nondimeno, anche l’amministratore che ha votato a favore dell’operazione può proporre l’impugnazione, in quanto potrebbe rivedere la propria posizione e considerare, in un momento successivo, l’affare come potenzialmente dannoso per la società.

⁵²⁰ Tale obbligo comprende la facoltà di impugnare deliberazioni già adottate, nonché l’onere di promuovere misure correttive volte a revocare o modificare l’operazione in questione, al fine di limitare le conseguenze negative per l’impresa. In questo senso, si rimanda a PATRONI GRIFFI, A., “*Commento sub art. 2391*”, in *La riforma delle società*, Commentario a cura di Sandulli-Santoro, I, Torino, 2003, p. 464.

consigliare con effetti *erga omnes*, ovvero estesi a tutti i soci⁵²¹. Tuttavia, rimane invariato il principio secondo cui gli atti eseguiti in favore di terzi in buona fede, fondati su tali risoluzioni formali, conservano validità. La compagine azionaria, al fine di sciogliersi da obbligazioni derivanti da delibere irregolari, è gravata dall'onere di dimostrare la consapevolezza del terzo circa l'invalidità della stessa, richiedendo pertanto una prova onerosa, cd. diabolica.

A seguito di quanto già osservato in merito all'annullamento delle determinazioni del *management*, è opportuno considerare le conseguenze delle irregolarità gestionali e le loro implicazioni più gravi. In caso di condotte amministrative scorrette, che non solo pregiudicano i diritti dei soci, bensì risultano caratterizzate da irregolarità sostanziali nella gestione societaria, si può ricorrere alla denuncia al Tribunale ai sensi dell'art. 2409 c.c. Tale norma mira a tutelare gli interessi della società e degli azionisti, attraverso l'intervento giudiziario.

Un esempio concreto di applicazione è fornito dalla pronuncia del Tribunale di Milano, sez. specializzata in materia di Impresa⁵²², dove si è disposto il controllo giudiziario della società in questione a fronte di ripetute gravi disfunzioni operative. In questo caso, i gestori avevano posto in essere una serie di operazioni in evidente conflitto d'interessi senza il rispetto delle prescrizioni procedurali previste dall'art. 2391 c.c., non lasciando traccia documentale di alcun adempimento a riguardo. Tali gravi violazioni hanno giustificato, dunque, l'intervento dei giudici ambrosiani di prime cure, i quali hanno potuto disporre il controllo giudiziario della società, quale misura volta a ristabilire la regolarità della gestione e a prevenire ulteriori danni.

L'analisi di codesto caso di specie, in risposta a gravi irregolarità procedurali, offre un interessante spunto di riflessione sulle responsabilità degli amministratori, anche qualora ricorrano alla strategia del *white knight*. Nella fattispecie menzionata, l'assenza di documentazione e la violazione delle procedure ex art. 2391 c.c. hanno legittimato l'intervento del Tribunale. In contesti di OPA ex art. 104 c.c., il *board* può cercare offerte

⁵²¹ Si cita Cass. Civ., Sez. I, 14/12/2000, n. 15786. In senso conforme, si veda Cass. Civ., Sez. I, 28/03/1996, n. 2850, il quale afferma: "*le delibere del Consiglio d'amministrazione di una s.p.a. possono essere impugnate anche dai soci, quando siano direttamente lesive dei loro diritti, in quanto i poteri degli amministratori sono circoscritti al campo della gestione [...]*". (fonte: Mass. Giur. It., 1996)

⁵²² V. Tribunale Milano, Sez. spec. in materia di Imprese, 28/09/2016, in *Le Società*, n. 3, 2017, p. 279, nota di AMORESE. Per ulteriori approfondimenti in merito, si rimanda a AMORESE, M., "*Denuncia al tribunale ex art. 2409 c.c. e gravi irregolarità - il Commento*", in *Le Società*, fasc. 3, 2017, p. 279.

alternative. Tuttavia, è fondamentale che ogni trattativa, con il cavaliere bianco, sia adeguatamente documentata e motivata nelle delibere consiliari. La loro mancanza potrebbe non solo compromettere la fondatezza e la ragionevolezza delle decisioni assunte, bensì anche esporre i dirigenti a conseguenze risarcitorie ex art. 2391, comma 4, c.c. per conflitto di interessi⁵²³.

Invece, l'attuale art. 2391, comma 4, c.c.⁵²⁴ impone un regime di responsabilità più stringente a carico dell'amministratore interessato, rispetto alla disciplina previgente. L'originaria nozione di "perdite", presente nel testo normativo precedente, è stata infatti sostituita dal concetto di "danni", ampliando così l'ambito di tutela della società rispetto alle condotte pregiudizievoli poste in essere dal gestore stesso. Tale cambiamento terminologico, confermato anche dalla Relazione illustrativa, sottolinea che quest'ultimo non risponde più solo delle perdite immediate subite dall'emittente, bensì anche di qualsiasi pregiudizio patrimoniale che si manifesti, ricomprendendo tanto il danno emergente quanto il lucro cessante. Inoltre, il significato della responsabilità ex comma quarto si estende a tutte le conseguenze negative derivanti dall'azione o dall'omissione del dirigente interessato, senza alcuna distinzione. Quindi, la sua imputabilità non è subordinata alla partecipazione alla deliberazione o all'esecuzione materiale dell'operazione. Anche la condotta omissiva, come nel caso della violazione dell'obbligo di informativa previsto dall'art. 2391 c.c., integra pienamente la responsabilità risarcitoria⁵²⁵.

Peraltro, l'onere probatorio grava sulla società, la quale dovrà dimostrare non soltanto l'illecito commesso e il danno patito, ma anche il nesso causale che collega direttamente

⁵²³ In effetti, se le trattative non vengono formalizzate e rese trasparenti, gli amministratori rischiano di incorrere in violazioni normative significative, potendo giustificare, in tali circostanze, l'applicazione dell'art. 2409 c.c. per la richiesta di un controllo giudiziario. La corretta gestione delle negoziazioni e delle decisioni relative a un potenziale intervento di un *white knight* diventa, quindi, non solo una questione di prudenza, bensì una necessità per evitare irregolarità e per garantire la trasparenza delle operazioni in corso.

⁵²⁴ Il presente comma è stato novellato dal D.Lgs. 28 dicembre 2004, n. 310.

⁵²⁵ Nondimeno, si possono citare ulteriori esempi rilevanti. Nel contesto della difesa *white knight*, un amministratore può affidare la valutazione dell'offerta del cavaliere bianco a un consulente esterno con cui ha legami personali, senza informare il consiglio né procedere a una selezione trasparente. Tale incarico, svolto senza gara per ottenere condizioni più vantaggiose, può risultare economicamente svantaggioso per la società. La mancata trasparenza, oltre a costituire una violazione dell'art. 2391 c.c., può causare un danno economico all'impresa, configurando responsabilità dell'amministratore anche ai sensi dell'art. 2409 c.c. qualora emergano gravi irregolarità gestionali. In aggiunta, nel corso delle trattative con il *white knight*, un dirigente apicale può omettere di documentare correttamente le diverse fasi dell'accordo, evitando di aggiornare il collegio di gestione in merito allo sviluppo dell'operazione. Tale mancanza di adeguata documentazione impedisce al *management* di monitorare efficacemente l'evoluzione dell'affare e di intervenire tempestivamente in caso di circostanze potenzialmente dannose per l'emittente.

l'operato dell'amministratore al pregiudizio subito. Tale dimostrazione si estende non solo a quella commissiva, bensì anche a quelle omissioni che, qualora adeguatamente evitate, avrebbero potuto impedire l'insorgere del danno patrimoniale⁵²⁶.

Tale inadempimento assume ulteriore gravità nelle società con azioni quotate o diffuse, poiché l'art. 2629-bis c.c. prevede, in questi casi, sanzioni penali quando dalla violazione emergano danni non solo all'impresa, bensì anche a terzi⁵²⁷. È doveroso, in ogni caso, rimarcare che il conflitto di interessi fra amministratore e società si manifesta in un dato momento, precisamente quando viene esercitato il potere deliberativo, in relazione sia in assemblea che nel CDA. Quando un atto è compiuto dal primo attore senza una preventiva deliberazione collegiale, la regolamentazione di codesta conflittualità deve essere inquadrata secondo le disposizioni di cui all'art. 1394 c.c., piuttosto che alle norme degli artt. 2373 e 2391 c.c. Queste ultime si riferiscono specificamente alle decisioni collettive e agli obblighi di informativa, e non sono applicabili nel caso di decisioni unilaterali⁵²⁸.

Infine, il D.lgs. 28 dicembre 2004, n. 310 ha introdotto una rilevante innovazione all'art. 2391 c.c., specificando che *“l'amministratore risponde altresì dei danni che siano derivati alla società dalla utilizzazione a vantaggio proprio o di terzi di dati, notizie o opportunità di affari appresi nell'esercizio del suo incarico”*⁵²⁹(art. 2391, comma 5, c.c.). Dunque, risulta importante, per la società che viene danneggiata, dimostrare, sebbene vi siano molteplici difficoltà, la circostanza che le informazioni o le opportunità siano state effettivamente acquisite *“nell'esercizio del suo incarico”*, cioè da parte dell'amministratore. Considerando che il comma 5 dell'art. 2391 delinea una forma particolare di responsabilità verso la società, si può dedurre l'applicabilità degli artt. 2393 e 2393-bis c.c., compatibilmente con le nuove disposizioni. Di conseguenza, l'azione per il risarcimento del danno è in primo luogo attribuita all'assemblea dei soci, ma le minoranze qualificate, come specificato nell'art. 2393-bis, dovrebbero avere il diritto di

⁵²⁶ In aggiunta, nel caso in cui una deliberazione collegiale venga adottata senza la corretta informazione da parte del dirigente apicale interessato, il nesso di causalità tra la mancata comunicazione e la decisione dannosa può essere provato anche mediante presunzioni. Ciò avviene qualora si dimostri che la conoscenza delle informazioni omesse avrebbe modificato, in senso negativo, la valutazione del consiglio gestorio circa l'operazione in questione. In tal contesto cfr. TAURINI, S., BONISOLI, M., *“Doveri ed obblighi generali degli amministratori di S.p.A.”*, in Wolters Kluwer, anno di pubblicazione non disponibile.

⁵²⁷ *Ibidem*.

⁵²⁸ V. Cass. Civ., Sez. II, Ordinanza, 21/03/2022, n. 9054. Inoltre, si rimanda alla nota 517.

⁵²⁹ Tale norma ha come obiettivo quello di prevenire comportamenti opportunistici da parte degli amministratori, equiparando il mancato rispetto del dovere di lealtà al fenomeno dell'*insider trading* e alla perdita di occasioni di *business*, conosciute come *“corporate opportunities”*.

agire in giudizio, avvalendosi delle norme relative all'azione sociale di responsabilità⁵³⁰. In conclusione, è opportuno evidenziare quanto affermato dal Tribunale di Brescia, sezione specializzata in materia d'impresa, che offre una rilevante interpretazione della normativa prevista ex art. 2391, comma 5, c.c. In tale pronuncia, il Giudice sottolinea la necessità di mantenere una netta distinzione tra “*il piano della natura di mera tutela risarcitoria apprestata da parte del legislatore italiano da quello della commisurazione del danno risarcibile*”⁵³¹. Difatti, risulta cruciale questa distinzione, dato che la difficile quantificazione del pregiudizio patito non deve comportare una deroga al principio fondamentale di corrispondenza, tra il danno subito dall'impresa e il risarcimento necessario al fine di compensare gli effetti economici, considerati negativi. Orbene, la funzione riparatoria della responsabilità civile consiste in un obiettivo primario, secondo i principi generali del sistema giuridico italiano. Pertanto, in assenza di previsioni normative particolari e specifiche, bisogna continuare ad applicare, affinché il risarcimento assuma la funzione di effettiva compensazione in favore della società danneggiata, questo principio di corrispondenza.

4.2 Strategie basate su accordi contrattuali e poteri di controllo

4.2.1 Sindacati di blocco e compatibilità con il TUF

Prima di intraprendere l'analisi relativa ai sindacati di blocco costituiti dalla minoranza nelle società per azioni quotate, è opportuno effettuare una premessa riguardante la “*Controlling Minority Structure*”, un fenomeno ampiamente diffuso nel contesto italiano⁵³². Questa circostanza giustifica la mia decisione di classificare questa specifica

⁵³⁰ In questi termini, si esprime VENTORUZZO, M., *op. ult. cit.*, p. 495. Difatti, l'azione sociale di responsabilità consente agli azionisti minoritari di intervenire in situazioni in cui l'assemblea non adotta un comportamento proattivo, impedendo così che la passività della maggioranza possa ledere gli interessi legittimi di chi detiene quote minori. Questa dinamica è particolarmente rilevante nei casi in cui vi sia il rischio di conflitti di interesse o di gestione imprudente delle risorse societarie, poiché le minoranze, avendo accesso a informazioni specifiche, possono agire come guardiani della trasparenza e della correttezza gestionale. Inoltre, il potere di azione riconosciuto a quest'ultimi non solo funge da deterrente contro comportamenti illeciti, ma rappresenta anche un incentivo per gli amministratori a mantenere alti *standard* di lealtà e integrità.

⁵³¹ Cit. Tribunale Brescia, Sez. spec. in materia di imprese, Ordinanza, 23/07/2021 (fonte: in Massima redazionale, 2021).

⁵³² In senso affermativo si esprime DESANA, E., *op. ult. cit.*, p. 178. Secondo l'A., si registra una marcata

tipologia di difesa anti-OPA all'interno della categoria delle "Strategie basate su accordi contrattuali e poteri di controllo". In particolare, l'ultima parte del titolo assume una certa rilevanza e si riferisce al potere di controllo che può derivare dai sindacati di blocco, incroci azionari, evidenziando l'importanza di tali accordi nel garantire ai soci minoritari un'influenza significativa nelle decisioni societarie. Dunque, il modello sopra citato si distingue per la sua capacità di centralizzare il dominio nelle mani di un azionista di minoranza. Tale predominio è facilitato dall'uso di *legal devices* e barriere tecniche, che distorcono il tradizionale equilibrio tra capitale e autorità gestionale⁵³³. Gli strumenti impiegati includono, ma non si limitano a, azioni privilegiate, strutture piramidali, intrecci azionari e accordi di sindacato.

L'inefficienza fondamentale, rispetto allo schema menzionato, risiede nella sua propensione a integrare gli inconvenienti di altri due sistemi di *governance*, "*Controlled Structure*" e "*Dispersed Ownership*". Tale approccio sincretico, pur somigliando agli assetti della "proprietà diffusa" per quanto riguarda l'onerosità dei costi di agenzia, si orienta verso il modello di "struttura controllata" attraverso la concentrazione dell'autorità decisionale nelle mani di un azionista minoritario, il quale, pur possedendo una porzione limitata del capitale, esercita un controllo significativo. Questa divisione artificiosa tra possesso e comando gestionale genera conseguenze negative sulla fluidità di mercato. Al contrario della *dispersed ownership*, il quale favorisce un maggiore controllo da parte degli *shareholder* sulla gestione societaria, tale configurazione restringe efficacemente la sorveglianza, aumentando i rischi di inefficienze e mancanza di trasparenza nella direzione societaria⁵³⁴.

Riprendendo il discorso poc'anzi in corso di analisi, il sindacato di blocco, in conformità all'art. 122 del TUF, si qualifica come un meccanismo duttile ed efficace per la tutela contro le OPA⁵³⁵. Tali patti parasociali possono essere istituiti sia in via successiva che in

inclinazione critica da parte di economisti e giuristi riguardo a questa specifica configurazione del capitale societario. Nello stesso senso, anche FERRARINI, G., "*Le difese contro le O.P.A. ostili: analisi economica e comparazione*", in *Rivista delle Società*, fasc. 5, 2000, pp. 737 e ss., il quale afferma: "*anche i sindacati di voto, nella misura in cui attribuiscono agli aderenti il controllo di una quotata, ne diminuiscono la contendibilità*".

⁵³³ Per ulteriori dettagli in merito, si veda BARCA, F., "*Imprese in cerca di padrone. Proprietà e controllo nel capitalismo italiano*", Bari, 1994, pp. 170 e ss.; LA PORTA, R., LOPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R.W., "*Legal determinants of external finance*", in *Journal of Finance*, 1997, pp. 3 e ss.

⁵³⁴ Cfr. DESANA, E., *op. ult. cit.*, p. 179-180. Inoltre, l'A. si interroga sul ruolo che potrebbero assumere interventi normativi finalizzati a favorire il superamento del modello "*Controlling Minority Structure*".

⁵³⁵ D'altronde, nel contesto britannico, i sindacati azionari, pur riconosciuti come strumenti efficaci nella prevenzione delle OPA, sono scarsamente utilizzati a causa della percezione negativa che ne ha il mercato.

via preventiva, ancor prima che si manifesti una minaccia tangibile di acquisizione ostile, fungendo da misura di difesa anticipata. Nonostante ciò, l'effettiva attivazione di questi accordi si verifica esclusivamente a seguito della comunicazione di una *tender offer*.

Il comma 5, lett. d-bis dell'art. 122 TUF stabilisce chiaramente che le intese, fra azionisti, possono “*favorire o contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'OPA*”⁵³⁶.

Tale ostacolo si concretizza attraverso il blocco della vendita di azioni, subordinato al *placet* della minoranza, che risulta essenziale per il successo dell'OPA. Il citato disposto trova applicazione sia nel contesto in cui questa misura protettiva sia stata istituita a priori come strategia di prevenzione, sia nel caso in cui venga costituita in risposta immediata alla presentazione della *bid*.

D'altro canto, dal punto di vista normativo, la creazione di questo strumento difensivo *post-bid* non contravviene alla “*passivity rule*”, enunciata ex art. 104 del TUF. Codesta disposizione impone agli amministratori di astenersi dall'implementare difese anti-scalata, senza l'approvazione assembleare. Nonostante queste limitazioni siano rivolte alla gestione societaria, non si applicano agli azionisti, i quali mantengono la facoltà di coordinarsi attraverso intese di sindacato per ostacolare il successo dell'OPA.

In sintesi, il *lock-up agreement* si configura come una difesa successiva per due motivi: da un lato, la sua attivazione avviene sempre in risposta a una *bid* già comunicata al mercato; dall'altro, può essere costituito anche successivamente al lancio dell'OPA, senza violare le norme sulla *passivity rule*.

Alla luce di tutto ciò, è utile considerare che il Testo Unico della Finanza, nel delineare il quadro normativo per i sindacati azionari, stabilisce criteri rigorosi di trasparenza e limiti

Al contrario, in Italia, tali accordi hanno svolto un ruolo cruciale nel consolidare i nuclei di controllo e nell'assicurare una barriera contro le aggressioni esterne ai pacchetti azionari, contribuendo significativamente alla stabilità delle strutture societarie. In questi termini, si esprime FERRARINI, G., *op. ult. cit.*, pp. 737 e ss.

⁵³⁶ In ogni caso, secondo l'art. 122, TUF, questa tipologia di patti parasociali (comma 5, lett. d-bis), i quali influenzano l'esercizio del diritto di voto in società quotate o in quelle che detengono il controllo, deve essere formalizzata seguendo specifiche procedure legali. Qualora siano stipulati in qualsiasi forma giuridica, tali intese devono essere sottoposte a meticolose modalità di trasmissione e registrazione, da completarsi entro un termine inderogabile di cinque giorni dalla loro conclusione. Altresì, è necessario che queste siano notificate alla Consob, pubblicate mediante estratto sulla stampa quotidiana, registrate presso il registro delle imprese della giurisdizione dove ha sede legale la società interessata e comunicate alle società quotate pertinenti. Inoltre, l'Autorità di vigilanza, per mezzo di apposito regolamento, determinerà le specifiche metodologie e i dettagli informativi necessari per l'adempimento delle comunicazioni richieste. La mancata osservanza di tali obblighi comporterà la nullità dei patti conclusi e l'interdizione all'esercizio del diritto di voto relativo alle azioni quotate interessate.

temporali per tali misure di protezione⁵³⁷. Tuttavia, esso limita significativamente la loro efficacia difensiva in scenari di offerta pubblica di acquisto⁵³⁸. Conformemente all'art. 123, comma terzo, del TUF, è previsto che gli azionisti possano disimpegnarsi (cd. diritto di recesso) dai patti parasociali senza obbligo di preavviso, nel contesto di un'OPA formulata ai sensi degli artt. 106 e 107 del medesimo *corpus* legislativo. Inoltre, si precisa che la cessazione del patto diviene effettiva solo a seguito della conclusione del trasferimento delle quote azionarie.

In merito alla legittimità delle strategie di difesa contro le scalate ostili nelle società quotate, il Testo Unico della Finanza sembra aver parzialmente risolto la problematica delle quote azionarie non controllate. La riforma del diritto societario, con l'introduzione della Sezione I, Capo II, Titolo III, Parte IV, dedicata ai "patti parasociali", ha generalmente facilitato una risoluzione favorevole per tutte le società per azioni. Difatti, alcuni studiosi⁵³⁹ ritengono che le disposizioni del TUF, le quali prevedono la nullità dei patti sociali esclusivamente nei casi di inadempimento degli obblighi di divulgazione ex art. 122 TUF, possano implicitamente sostenere la legittimità dei patti di sindacato, in particolare per le società quotate. Questa interpretazione si fonda sulla presunzione che, limitando la sanzione della nullità a specifiche violazioni pubblicitarie, il legislatore riconosca la validità di tali accordi quando rispettano i requisiti informativi imposti.

Le problematiche emergono distintamente nei contesti dei sindacati di voto e di blocco. I primi si dimostrano efficaci nel consolidare il controllo azionario minoritario attraverso la creazione di concentrazioni proprietarie, simili ad altre tecniche di barriera come gli incroci di partecipazioni, le azioni di risparmio e le strutture piramidali⁵⁴⁰. L'efficacia dei sindacati di blocco, invece, è implicitamente sottolineata dalla loro essenza contrattuale, che prevede principalmente l'impegno dei soci paciscenti a non disfarsi delle proprie azioni per un periodo stabilito. Questo dovere rimane vincolante anche in presenza di un'OPA, impedendo così modifiche sostanziali ai patti preesistenti che potrebbero

⁵³⁷ Cfr. FERRARINI, G., *op. ult. cit.*, pp. 737 e ss.

⁵³⁸ In questo senso, si rimanda a CHIAPPETTA, F., "I patti parasociali nel Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria", in Giuffrè Editore, Milano, 1998, pp. 988 e ss.

⁵³⁹ Tale visione è supportata da autorevoli contributi nel campo del diritto commerciale, come evidenziato, *ex multis*, dall'opera di LIBONATI, B., "Gli assetti proprietari: contendibilità e regolamentazione", in Riv. dir. comm., v. I., 2002, pp. 1 e ss.; OPPO, G., "Le convenzioni parasociali fra diritto delle obbligazioni e diritto delle società", in Riv. Notariato, v. I., 1987, pp. 647 e ss.

⁵⁴⁰ Cfr. RESCIO, G.A., "I sindacati di voto", in Trattato delle società per azioni, diretto da Colombo e Portale, v. 3, t. 1, Torino, 1994, p. 652.

influenzare la stabilità azionaria. In caso di violazioni, dove un socio agisce in contrasto con i termini del sindacato, alienando le proprie quote o deviando dalla linea comune senza il consenso dei co-sindacalisti, le operazioni di *takeover* realizzate rimangono valide ed efficaci⁵⁴¹. Tuttavia, l'unica sanzione applicabile è la possibilità di un risarcimento per i danni subiti dai restanti membri del sindacato⁵⁴².

In conclusione, alla luce di tutte queste considerazioni, si osserva che il sindacato di blocco rientra prevalentemente nella seconda categoria delineata nel Cap. 2, par. 2 della presente dissertazione, in quanto strumento attuabile indipendentemente dall'intervento diretto degli amministratori, al fine di respingere efficacemente un'OPA annunciata.

Benché la normativa generale preveda, ai sensi dell'art.104 del TUF, la necessaria autorizzazione dell'assemblea per le difese successive, la coalizione di minoranza si configura come un'eccezione. Mentre questa misura difensiva, originata da un accordo tra soci minoritari, può essere istituita in anticipazione di un'OPA (*pre-bid*) o in risposta ad essa (*post-bid*), diventa effettivamente operativa solo dopo la comunicazione di una *tender offer*. In tal modo, si evita l'esigenza di un consenso assembleare per la sua implementazione, salvaguardando la società da eventuali violazioni normative e rischi di risarcimento per azioni non autorizzate, consolidando così una difesa efficiente senza la necessità di convocazione assembleare⁵⁴³. Pertanto, sebbene le manovre di protezione poste in essere a seguito di un'OPA siano generalmente soggette alle disposizioni dell'art.104 del TUF, che impone l'approvazione dell'assemblea dei soci, il sindacato di blocco costituisce una notevole deroga a tale principio. Tale accordo, infatti, abilita gli azionisti di minoranza a esercitare un controllo effettivo, potenzialmente ostruzionistico, mediante l'utilizzo delle proprie quote azionarie, indipendentemente dall'assenso assembleare. In questo contesto, il presente patto parasociale si distingue come una forma eccezionale di tutela, eludendo l'ordinario requisito di ratifica degli *shareholder* previsto per le difese implementate in risposta a OPA, consolidando la sua posizione nella seconda categoria di misure difensive, come specificato nel corso di questa analisi.

La facoltà dei soci minoritari di operare autonomamente rappresenta un significativo

⁵⁴¹ In questi termini, si rimanda a DESANA, E., *op. ult. cit.*, p. 281.

⁵⁴² *Ibidem*.

⁵⁴³ Mentre altre strategie difensive successive (*post-bid*) potrebbero necessitare di una deliberazione formale, al fine di scongiurare potenziali abusi di maggioranza e assicurare il rispetto della normativa vigente, il sindacato di blocco consente ai soci di minoranza di esercitare un'influenza decisiva sulle decisioni societarie, eludendo la necessità di tali procedure formali.

distacco dalla consueta necessità di autorizzazione ex art. 104, TUF, traslando il rischio verso un potenziale abuso di potere della minoranza. Tale rischio emerge quando quest'ultimi impiegano il meccanismo in oggetto per perseguire interessi particolari, a discapito dell'interesse collettivo della società. Nonostante il sindacato di blocco sia classificato tra le difese *post-bid*, non è necessariamente associato a un rischio elevato di abuso di maggioranza. Tuttavia, la sua facile implementazione da parte della minoranza può portare a decisioni che non riflettono l'ottimale interesse di tutti gli *shareholder*, compromettendo così l'equilibrio e contendibilità della target.

D'altra parte, come sarà esposto nei paragrafi successivi, l'aumento di capitale è soggetto a un esame approfondito dell'adunanza dei soci. A differenza dello *shareholder lock-up agreement*, necessita di approvazione per prevenire abusi di maggioranza e per assicurare che le modifiche al capitale sociale tutelino gli interessi di tutti gli azionisti, inclusi quelli di minoranza. Pertanto, mentre l'emissione di nuove azioni rappresenta una misura difensiva che generalmente richiede il consenso assembleare per mitigare il rischio di abuso di potere maggioritario; il sindacato di blocco si afferma come una strategia efficace e autonoma, fungendo da eccezione nel panorama delle difese successive anti-OPA.

Infine, l'eccezionalità del patto di blocco azionario, utilizzato unilateralmente dai soci di minoranza, solleva questioni significative sulla conformità delle decisioni societarie con gli interessi generali della società. Questo strumento, sebbene efficace contro le OPA non sollecitate, richiede un'attenta valutazione delle sue implicazioni legali e del suo impatto sulla *governance*.

4.2.2 Sindacati di blocco e le condotte abusive delle minoranze azionarie

Come delineato nel paragrafo antecedente, l'istituzione di un patto di sindacato può innescare potenziali abusi di minoranza, con conseguenze legali di rilievo. Tali ricadute comprendono la possibilità di impugnazione delle delibere adottate sotto l'influenza di questo accordo parasociale, oltre alla potenziale azione di risarcimento danni a favore degli azionisti estromessi dal blocco di minoranza.

Invero, quest'ultimi possono istituire tale misura difensiva in diversi scenari, inclusa la prevenzione di un'OPA ostile o per contrastare iniziative suscettibili di diluire la loro quota di partecipazione azionaria. Ad esempio, qualora un gruppo di soci minoritari

paventanti che un *hostile takeover* possa compromettere la gestione dell'emittente o minacciare la loro posizione, è possibile che costoro costituiscano un sindacato per accumulare sufficienti voti, al fine di ostruire l'approvazione dell'offerta. Tale configurazione potrebbe essere concretizzata mediante l'adozione di una delibera assembleare, la quale delinea le modalità di coordinamento dei voti nelle future adunanze. In un ulteriore contesto, gli azionisti di minoranza possono optare per difendere la società mediante l'implementazione di modifiche statutarie, le quali prevedano la necessità di una maggioranza qualificata per l'approvazione di qualsivoglia OPA futura, coordinando i loro voti per assicurare l'adozione o il rigetto di tali proposte. Invece, in risposta a iniziative di aumento di capitale, che potrebbero comportare una diluizione della partecipazione azionaria e una diminuzione dell'influenza dei piccoli investitori, può essere costituito un sindacato di blocco per contrastare efficacemente tali misure. Ciò permette di esercitare un certo contrappeso.

In tutte queste circostanze, i soci paciscenti si coordinano non solamente riguardo al metodo di voto su specifiche deliberazioni, bensì anche sulle strategie giuridiche atte a tutelare i loro diritti e sugli obblighi di non alienazione delle proprie quote per un termine prestabilito.

Premesso ciò, esaminiamo ora, nello specifico, l'abuso di minoranza nei casi sopracitati. Tale eccesso di potere è un argomento ampiamente dibattuto nel diritto amministrativo e trova rilevanti applicazioni anche nel contesto societario⁵⁴⁴. Questa nozione emerge quando l'esercizio della discrezionalità, normalmente attribuita agli organi di *governance* societaria, si allontana dalla sua finalità originaria, orientandosi verso azioni che possono danneggiare gli interessi della società e degli azionisti, nonché violare i loro diritti patrimoniali e di partecipazione⁵⁴⁵. In particolare, questa deviazione si manifesta attraverso pratiche gestionali che, pur ricadendo formalmente nei poteri conferiti statutariamente, sono eseguite in modo tale da pregiudicare le minoranze azionarie.

⁵⁴⁴ A riguardo cfr., *ex multis*, MAISANO, A., "L'eccesso di potere nelle deliberazioni assembleari di società per azioni", Giuffrè, Milano, 1968; FERRARI, A., "L'abuso del diritto nelle società", Cedam, Padova, 1998.

⁵⁴⁵ Tale concetto valevole per i casi di abuso della maggioranza può essere, senza dubbio, trasposto anche alle ipotesi di eccesso di potere da parte della minoranza. Inoltre, qualora l'esercizio dei poteri conferiti a un azionista, dalla legislazione e dallo statuto societario, si riveli incompatibile con il principio di buona fede, si impone una valutazione critica di tale comportamento, applicabile tanto ai soci di minoranza quanto a quelli di maggioranza. In questi termini, si veda in dottrina GALGANO, F., "Contratto e persona giuridica nelle società di capitali", in *Contr. e Impr.*, 1996, p. 6.

Anche se codesto fenomeno rappresenta la manifestazione di abuso di potere più frequente, esso si verifica quando le decisioni occultano e nascondono intenzioni fraudolente o discriminatorie, nonostante siano superficialmente legittime. Tuttavia, il presente paragrafo riguarda e riprende una dinamica, intesa come fenomeno applicativo nella prassi, meno usuale, ma non per questo deve essere considerata meno rilevante. Si tratta dell'eccesso di potere perpetrato e derivante dagli azionisti minoritari⁵⁴⁶. Difatti, quest'ultimi, in tale contesto, possono eludere principi di equità e trasparenza in relazione ad ogni pratica societaria. In tal caso, viene esercitata un'influenza sproporzionata in riferimento ai diritti in capo ai soci di minoranza, e, al contempo, si distorce così la *governance* societaria a favore di interessi particolari a discapito dell'equilibrio collettivo, detto anche equilibrio azionario. In base e in conformità a quanto illustrato precedentemente, l'abuso di potere, nascente in una società, può manifestarsi con modalità diverse. Ad esempio, vi è l'applicazione di restrizioni (limitazioni) ingiuste rispetto ad un'eventuale vendita di azioni, al fine di conservare il controllo societario, anche se risulta minoritario. D'altronde, in epoche recenti, l'approccio alla definizione del vizio di eccesso di potere nelle deliberazioni assembleari di società è stato caratterizzato da una visione marcatamente privatistica, invocando il concetto di abuso del diritto e il correlato principio di buona fede nell'esecuzione contrattuale. Difatti, nei contratti associativi le parti sono tenute a evitare condotte che contraddicono le legittime aspettative altrui. Tale principio, vigente in ogni rapporto obbligatorio, persiste nell'ambito societario a partire dalla stipulazione dell'atto costitutivo e prosegue per tutta la durata della vita della società⁵⁴⁷. Tuttavia, è opportuno ricordare che, storicamente, le

⁵⁴⁶ In questo senso, si rimanda a RORDORF, R., "*Minoranza di blocco ed abuso di potere nelle deliberazioni assembleari di S.p.A. - Il commento*", in *Il Corriere Giuridico*, n. 10, 2007, p. 1443; RORDORF, R., "*L'abuso di potere della minoranza*", in *Le Società*, n. 7, 1999, p. 809; SCHIATTONE, S.S., "*Soci di minoranza e strumenti di tutela nelle società per azioni quotate in borsa*", in *Altalex*, pubblicato il 21 luglio 2004, disponibile sul sito web: <https://www.altalex.com/documents/news/2004/07/21/soci-di-minoranza-e-strumenti-di-tutela-nelle-societa-per-azioni-quotate-in-borsa#sdfootnote88sym>, consultato il giorno 02/10/2024; DI BITONTO, C., "*Delibere assembleari negative (profili sostanziali e processuali) - Abuso del diritto di voto a carattere ostruzionistico (c.d. "delibere negative")*: profili sostanziali", in *Le Società*, fasc. 6, 2015, p. 689.

⁵⁴⁷ Rispetto a questa tematica, si cita Cass. Civ., Sez. I, 26/10/1995, n. 11151. Questa pronuncia sancisce espressamente che "*poiché la disposizione dell'art. 1375 c.c., in materia di buona fede nell'esecuzione contrattuale deve intendersi applicabile a tutti i rapporti giuridici, compresi quelli societari, vincolando così i soci al dovere di lealtà, è illegittima ed impugnabile ai sensi dell'art. 2377 c.c. la delibera assembleare che risulti in concreto preordinata ad avvantaggiare alcuni soci rispetto ad altri*". In aggiunta, sempre secondo gli ermellini, in virtù dell'art. 1375 del c.c., che prescrive la buona fede nell'esecuzione di tutti i rapporti giuridici, inclusi quelli societari, si riconosce l'illegittimità di ogni delibera assembleare che non rispetti tale principio. Pertanto, è impugnabile ai sensi dell'art. 2377 c.c. ogni delibera che, pur non

minoranze azionarie hanno avuto limitate possibilità di influenzare la formazione della volontà sociale. I diritti concessi dal Codice civile, come la richiesta di convocazione dell'assemblea (art. 2367 c.c.) o il rinvio delle discussioni (art. 2374 c.c.), hanno offerto solo una tutela marginale, con possibili utilizzi contrari al principio di buona fede⁵⁴⁸. D'altro canto, il Testo Unico della Finanza, in particolare con l'emanazione del d.lgs. n. 58/1998, ha significativamente potenziato la tutela dei soci minoritari, soprattutto all'interno delle società quotate. Tra le prerogative introdotte per rafforzare la posizione delle minoranze qualificate, l'art. 126 del TUF si distingue per conferire a quest'ultimi la capacità di impedire l'approvazione di delibere, nell'ambito delle adunanze straordinarie. Sulla scorta di tutte queste considerazioni, derivanti sia dal punto di vista dottrinale che giurisprudenziale, non risultano essere presenti ostacoli giuridici che impediscano l'estensione dei criteri di buona fede, tipicamente invocati per scrutinare e limitare l'esercizio del potere posto in essere dalla maggioranza. Dunque, la valutazione della legittimità, con cui le minoranze esercitano i propri diritti può, senza alcun dubbio, essere analizzata e verificata attraverso gli stessi principi, appena menzionati. Fin ad oggi e premesso ciò, gli abusi di potere, derivanti sia dalla maggioranza che dalla minoranza non hanno trovato un'espressione significativa sul piano risarcitorio. Tutt'al più, si sono manifestati in relazione alle delibere assembleari, adottate dagli stessi soci. Tali decisioni, infatti, sono state occasionalmente soggette a revoca giudiziaria, quando si è rilevato che fossero afflitte da vizi sostanziali di eccesso di potere⁵⁴⁹. Tuttavia, è essenziale tenere in considerazione che, l'abuso di potere, da parte della minoranza azionaria, si traduce in effetti diversi rispetto a quelli derivanti dalla maggioranza. Mentre quest'ultima può effettivamente imporre decisioni favorevoli ai propri interessi, la prima può solo impedire l'adozione di proposte presentate dagli amministratori o dai soci maggioritari, non avendo la capacità di far approvare proposte contrarie ai desideri della maggioranza stessa⁵⁵⁰. In

presentando conflitti di interesse direttamente attribuibili all'art. 2373 c.c., sia manifestamente preordinata a favorire indebitamente i soci di maggioranza a danno di quelli di minoranza.

⁵⁴⁸ In questo senso, si veda SCHIATTONE, S.S., *op. cit.*

⁵⁴⁹ V. Cass. Civ., 05/05/1995, n. 4923; Cass. Civ., 11/03/1993, n. 2958; Trib. Milano, 20 novembre 1995, in *Giur. comm.*, 1996, vol. II, p. 825; Trib. Catania, 12 settembre 1989, *ivi*, 1991, vol. II, p. 315. Invece, sul piano dottrinale, MAZZONI, A., "*Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*", in *Giur. comm.*, v. I, 1998, pp. 499 e ss., afferma che, in relazione a tali questioni, una delle soluzioni più efficaci risiede nell'applicazione delle normative inerenti al risarcimento del danno.

⁵⁵⁰ L'abuso di potere esercitato dalla minoranza tende a manifestarsi con un'influenza primariamente "negativa", che si traduce in azioni di ostruzione, contrariamente al vizio di potere perpetrato dalla maggioranza, il quale generalmente culmina in deliberazioni "positive", ovvero volte a implementare decisioni attive e direttive.

quest'ultimo senso, si produce un effetto principalmente ostruzionistico.

In relazione a questa osservazione, si esamina, a conclusione del paragrafo, la manifestazione di un eccesso di potere da parte della minoranza, la quale produce un effetto meramente avverso, risultando così in una delibera “negativa”. In questo senso, è pertinente citare, per la materia trattata in questo paragrafo, una pronuncia emblematica emessa dalla Sezione specializzata in materia di imprese del Tribunale di Milano⁵⁵¹.

Nel pronunciarsi su un caso di rilevanza pratica, i giudici ambrosiani di prime cure, mediante l'ordinanza citata, hanno espressamente supportato la tesi che accoglie, in linea con le più avanzate interpretazioni dottrinali e una parte significativa, seppur minoritaria, della giurisprudenza. Difatti, si riconosce l'ammissibilità di una tutela reale e sostanziale⁵⁵² nei confronti dell'uso abusivo del diritto di voto in assemblea, da parte di minoranze di blocco nelle società per azioni, inclusa la fattispecie di quelle quotate, come nell'istanza in esame. Peraltro, premesso che una delibera negativa, pur non essendo equiparabile a una deliberazione assente, si configura come un atto assembleare valido, rappresentando una manifestazione di volontà espressa dai soci secondo le procedure stabilite per legge. In una delle massime del Tribunale milanese si considera che *“la delibera negativa è da ritenere senz'altro una delibera assunta dall'assemblea, come tale imputabile alla società, e dunque suscettibile di essere impugnata come quelle positive nelle forme e nei limiti di cui all'art. 2377 c.c.”*⁵⁵³.

Oltre a ciò, come accennato precedentemente, è essenziale sottolineare che il fulcro dell'impugnabilità di una delibera negativa risiede nella relazione tra il contratto sociale, il cosiddetto “canone di buona fede”, e il diritto di voto in assemblea. Infatti, nel contesto giuridico attuale, si riconosce ampiamente che il principio di buona fede oggettiva (o correttezza), come delineato negli artt. 1175 e 1375 c.c., opera come principio ordinatore dell'intero sistema privatistico. Questa normativa si estende oltre l'ambito contrattuale, applicandosi coerentemente anche all'ambito societario, enfatizzando così l'importanza della lealtà e della correttezza nelle operazioni societarie⁵⁵⁴. Rispetto a quest'ultimo

⁵⁵¹ V. Tribunale Milano, Sez. spec. in materia di imprese, Ord., 28/11/2014, n. 9846.

⁵⁵² Tuttavia, la tutela sostanziale non è limitata a un effetto demolitorio, bensì è estesa a una funzione sostitutiva.

⁵⁵³ V. nota 553. Inoltre, sul piano dottrinale, per una lettura in merito alla natura giuridica della delibera negativa, si richiama DI BITONTO, C., *op. ult. cit.*, p. 689; DE PRA, A., *“Deliberazione negativa votata in conflitto d'interessi e divieto di voto del socio-amministratore”*, in *Giur. comm.*, v. II, 2010, p. 934.

⁵⁵⁴ In questo senso, sul piano giurisprudenziale, si richiama Trib. Novara, ord. del 21 gennaio 2010, in www.novaraius.it. D'altra parte, a livello dottrinale, cfr. DI BITONTO, C., *op. ult. cit.*, p. 689.

scenario, la giurisprudenza di legittimità, guidata dalla Suprema Corte ha consolidato un approccio innovativo per sostenere l'applicabilità del "canone di buona fede" nei contratti associativi⁵⁵⁵. In aggiunta, gli artt. 1175 e 1375 c.c., agiscono come elementi integrativi del contratto sociale, imponendo il rispetto di quegli equilibri di interessi che le parti avrebbero idealmente negoziato, previsto e regolato nei loro accordi iniziali, coprendo tutti gli sviluppi futuri dei loro rapporti⁵⁵⁶.

Un'ulteriore questione, da tenere in considerazione, riguarda l'esercizio del diritto di voto in assemblea e il correlato diritto di convocazione, come delineato dall'art. 2367 c.c. Da una frazione minoritaria della giurisprudenza di merito, si riconosce che l'abuso di questo diritto da parte di una minoranza assembleare, quando esercitato esclusivamente con intenti dilatori o per creare mero disturbo, può risultare in un effetto disgregatore sulla compagine sociale⁵⁵⁷. In tali circostanze, il Tribunale d'Aosta ha confermato che gli amministratori possono legittimamente declinare la convocazione dell'adunanza richiesta dalla minoranza, a tutela dell'integrità e del regolare funzionamento societario.

D'altro canto, in riferimento ai limiti d'esercizio dei diritti di voto, non è questa la sede per tale analisi. Si rinvia, pertanto, alle pertinenti trattazioni dottrinali e giurisprudenziali per ulteriori approfondimenti sull'argomento⁵⁵⁸.

Ultimo tema da considerare riguarda l'impatto dell'utilizzo improprio del diritto di voto da parte di soci minoritari. Si analizzeranno le misure di protezione disponibili,

⁵⁵⁵ Cit. Cass. Civ., Sez. I, Sent., 26/10/1995, n. 11151. Gli ermellini affermano che: "*il principio dell'art. 1375 c.c., secondo il quale "il contratto deve essere eseguito secondo buona fede" si applica anche ai contratti con più di due parti, in cui le prestazioni di ciascuna sono dirette al conseguimento di uno scopo comune. A ciò non osta la personificazione delle società di capitali*". Inoltre, aggiungono: "*poiché la disposizione dell'art. 1375 c.c., in materia di buona fede nell'esecuzione contrattuale deve intendersi applicabile a tutti i rapporti giuridici, compresi quelli societari, vincolando così i soci al dovere di lealtà, è illegittima ed impugnabile ai sensi dell'art. 2377 c.c. la delibera assembleare che risulti in concreto preordinata ad avvantaggiare alcuni soci rispetto ad altri*".

⁵⁵⁶ In merito a ciò, si cita la Cass. Civ., Sez. I, Sent., 17/07/2007, n. 15942. In senso conforme, si veda Cass. Civ., Sez. I, Sent., 12/12/2005, n. 27387; Cass. Civ., Sez. I, Sent., 11/06/2003, n. 9353.

⁵⁵⁷ V. Tribunale Aosta, 12/04/1994 (fonte: in *Le Società*, 1995, vol. 1, p. 70, nota di STRANEO). In questo contesto, la Cass. Civ., Sez. I, Sent., 12/12/2005, n. 27387, evidenzia che le decisioni prese dai soci durante il rapporto associativo sono atti che concretizzano il contratto sociale, come previsto dall'art. 2367 c.c. Esse mirano a una gestione efficiente e conforme agli scopi societari, garantendo che ogni azione sia allineata agli obiettivi dell'ente.

⁵⁵⁸ In tal proposito, a livello dottrinale, si vedano, *ex multis*, DI BITONTO, C., *op. ult. cit.*, p. 689; FRISOLI, G., "*La clausola generale della buona fede in ambito societario*", in *Giur. comm.*, v. II, 2007, p. 100; FERRARA, F. - CORSI, F., "*Gli imprenditori e le società*", 2a ed., Milano, 2006, pp. 554 e ss.; ASCARELLI, T., "*Interesse sociale e interesse comune nel voto*", in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1951, p. 1160. Invece, sul piano giurisprudenziale, è utile cfr. Cass. Civ., Sez. I, Sent., 22/04/2013, n. 9680; Cass. Civ., Sez. I, Sent., 23/10/1997, n. 10422; Trib. Roma 14 giugno 2014, in www.giurisprudenzadelleimprese.it; Cass. Civ., Sez. I, Sent., 17/02/2012, n. 2334; Cass. Civ., Sez. I, Sent., 20/01/2011, n. 1361.

concentrando l'attenzione sulla tutela risarcitoria e reale.

In *primis*, esaminando la tutela sostanziale, la giurisprudenza, pur essendo relativamente scarsa in materia, suggerisce che un voto minoritario, quando esercitato in modo lesivo verso gli altri soci o la società stessa, possa configurarsi come vizio giuridico. In virtù del dovere di lealtà codificato nell'art. 1375 c.c., tale voto potrebbe essere classificato, a seconda delle circostanze e delle interpretazioni giuridiche, come nullo se fondato su cause o motivi illeciti, annullabile, o addirittura inefficace se determina un superamento dei limiti consentiti nell'influenzare la volontà sociale⁵⁵⁹. Sulla scorta di tali premesse, i giudici ambrosiani di prime cure⁵⁶⁰, in merito alle deliberazioni negative, hanno espresso una netta preferenza verso l'orientamento che riconosce la loro piena ammissibilità e legittimità giuridica. Conseguentemente, hanno stabilito che esse, qualora siano compromesse da un voto abusivo, sono integralmente impugnabili. Specificatamente, una decisione affetta da tali vizi non è nulla, bensì annullabile. Tale interpretazione si avvale di un'applicazione estensiva o analogica sia delle norme generali contenute nell'art. 2377 c.c. sia delle disposizioni specifiche dell'art. 2373 c.c. (⁵⁶¹).

In conclusione di questo paragrafo, si fa riferimento alla tutela risarcitoria. In giurisprudenza, seppur non ampia, prevale l'opinione secondo cui, nei casi di comportamento abusivo dei soci contro specifiche decisioni assembleari, la tutela per gli azionisti lesi dovrebbe limitarsi al risarcimento del danno, come alternativa alla protezione giuridica diretta⁵⁶². Questa forma di salvaguardia è derivante dalla violazione dell'obbligo di buona fede e correttezza, sancito dall'art. 1375 c.c. Per tale tematica, il Tribunale di Milano ha chiarito che, per stabilire un abuso del diritto di voto nelle delibere negative, è essenziale provare che il voto sia stato esercitato in modo fraudolento o

⁵⁵⁹ Sul punto si richiama Cass. Civ., 15/11/1967, n. 2743; App. Roma, 29/05/2001, in Riv. dir. comm., 2001, vol. II, p. 295.

⁵⁶⁰ In questo contesto, si fa riferimento al Tribunale Milano, Sez. spec. in materia di imprese, Ord., 28/11/2014, n. 9846. In senso conforme, si veda Tribunale Catania, Sez. IV, 10/08/2007 (fonte: Corriere Giur., 2008, vol. 3, p. 397, nota di CIAN); Tribunale Napoli, Sez. spec. in materia di imprese, Ord., 30/12/2015 (fonte: Corriere Giur., 2016, vol. 5, p. 659, nota di FERRARO).

⁵⁶¹ In accordo con l'interpretazione ormai consolidata della Suprema Corte (Cass. Civ., Sez. I, 17/07/2007, n. 15942), si sostiene che le votazioni influenzate da conflitti di interessi, così come quelle azioni effettuate per "emulazione" dannosa nei confronti degli altri soci, rappresentino varie manifestazioni di un medesimo concetto fondamentale di voto abusivo. Questo comprende tanto il voto della maggioranza, reso illecito da eccessi o abusi di potere, quanto il voto di minoranze o soci paritetici, caratterizzato da un intento ostruzionistico. Tali pratiche sono giudicate contrarie al principio di buona fede, essendo oggettivamente disapprovate dall'ordinamento giuridico per la loro natura distorsiva e lesiva dell'equità societaria. Per ulteriori dettagli, cfr. DI BITONTO, C., *op. ult. cit.*, p. 689.

⁵⁶² Sul punto v. Tribunale Catania, Sez. IV, 10/08/2007, *cit.*

ingiustificato⁵⁶³. Tale condotta deve apparire chiaramente mirata a limitare i diritti altrui senza un valido interesse per il votante, risultando così arbitrariamente lesiva per l'armonia complessiva della società. Inoltre, una deliberazione assembleare deve necessariamente riflettersi, direttamente e in maniera determinante, sul patrimonio dei soggetti coinvolti, manifestando effetti concreti sia in termini di danno emergente sia di lucro cessante⁵⁶⁴.

Infine, a mio avviso, è utile evidenziare che, in scenari di OPA ostile, gli azionisti che non sono parte di un sindacato di blocco possono subire svantaggi, qualora l'offerta non pervenga a compimento per effetto di un'opposizione organizzata da parte degli stessi sindacati di minoranza. In tale scenario, i soci indipendenti perdono la possibilità di alienare le proprie azioni a un prezzo superiore rispetto a quello corrente di mercato, proposto dall'offerente. Tale circostanza può tradursi in rilevanti ripercussioni economiche, soprattutto se, a seguito del mancato successo dell'OPA, il valore di mercato delle azioni subisce una diminuzione, un esito frequentemente osservato in virtù dell'instabilità indotta da simili offerte sul mercato azionario. Inoltre, assume rilievo l'analisi delle implicazioni legali connesse alla formazione di tale patto parasociale e alla sua interazione con i principi del risarcimento del danno, come delineato nel paragrafo dedicato all'OPA obbligatoria. La problematica si estende al confronto tra i diversi strumenti di difesa anti-OPA e le relative ripercussioni in termini di compensazione del pregiudizio patrimoniale subito. Queste questioni saranno oggetto di discussione nella conclusione della mia tesi, dove verranno esaminati i paralleli tra i diversi meccanismi difensivi e la loro coerenza con i principi risarcitori.

⁵⁶³ V. Tribunale Milano, Sez. spec. in materia di imprese, Ord., 28/11/2014, n. 9846. In senso conforme, si veda Trib. Milano 18 maggio 2000, *cit.*

⁵⁶⁴ Per ulteriori considerazioni sul piano dottrinale, in merito al risarcimento del danno, cfr. RORDORF, R., *op. ult. cit.*, p. 1443.

4.3 Strategie di controllo e manipolazione del capitale e Strategie finanziare

4.3.1 Tipologie di aumento di capitale nel diritto societario e le relative implicazioni

Nella sezione delle difese successive contro le OPA ostili, l'incremento del capitale sociale riveste una funzione preponderante. Questa strategia, apparentemente omogenea, si declina in molteplici configurazioni, ciascuna connotata da specifiche implicazioni giuridiche e potenziali divergenze. Pertanto, tale operazione si distingue in diverse varianti: l'aumento di capitale deliberato dall'assemblea (senza delega), l'aumento con esclusione del diritto di opzione, l'aumento di capitale delegato agli amministratori e l'emissione di azioni a premio⁵⁶⁵. Queste tipologie influenzano significativamente la natura e l'efficacia della difesa anti-OPA⁵⁶⁶.

⁵⁶⁵ La varietà delle tipologie di aumento di capitale è altresì documentata nell'opera di MUCCIARELLI, F.M., *"Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto - Le difese successive contro offerte pubbliche d'acquisto di azioni quotate"*, in Giuffrè Editore, Milano, 2004, p. 193. Secondo l'A., nell'ambito delle strategie di contrasto alle OPA ostili, l'incremento del capitale sociale rappresenta una manovra multidimensionale, articolata attraverso decisioni che riguardano: l'entità dell'aumento, la delega di tale compito agli amministratori, la possibile esclusione del diritto di opzione e la determinazione di un sopraprezzo. Questi aspetti costituiscono una struttura decisionale che normativa e giurisprudenza delineano, isolando elementi essenziali per configurare, *ex ante*, una tipologia di deliberazioni predeterminate. Al centro di tale struttura si trova l'aumento di capitale, elemento qualificante per la classificazione e l'interpretazione normativa delle decisioni assembleari. La peculiarità di tali decisioni si manifesta nella loro adattabilità alle disposizioni legislative, ai precetti giurisprudenziali e alle norme statutarie, facilitando l'adozione di meccanismi come l'*opting in* previsto dalle direttive comunitarie in materia di OPA.

⁵⁶⁶ In particolare, una strategia efficace, per neutralizzare un'OPA ostile, consiste nell'attuazione di un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione. Questa manovra si configura quando le nuove azioni emesse non sono assegnate agli azionisti attuali, bensì a entità fidate, quali alleati strategici o agli stessi amministratori della società. Il successo di questa operazione si verifica qualora il volume di azioni di nuova emissione, aggregate a quelle già detenute dalla maggioranza esistente, superi la soglia del cinquanta per cento più uno del capitale sociale totale, creando di fatto una barriera insormontabile per qualsiasi tentativo di scalata ostile. Inoltre, *"l'aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione può essere una misura difensiva efficace soprattutto negli ordinamenti che attribuiscono direttamente agli amministratori il potere di decidere l'esclusione o nei quali l'assemblea può delegare agli amministratori tale decisione"*. In questi termini, si esprime MUCCIARELLI, F.M., *op. ult. cit.*, p. 193.

Considerando lo stesso contesto, l'A. evidenzia che, l'art. 29, comma 5, della Direttiva 77/91 CEE del 13 dicembre 1976, ha introdotto una novità significativa, permettendo agli Stati membri dell'UE di autorizzare gli amministratori delle società a decidere autonomamente riguardo agli aumenti di capitale. Con la riforma del diritto societario del 2003, attuata tramite il D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, l'Italia ha adottato una posizione all'avanguardia in questo ambito. Secondo l'art. 2443, comma 1, c.c., è stata introdotta la possibilità per l'assemblea di delegare all'organo di gestione non solo la decisione sull'aumento di capitale, bensì anche sull'esclusione del diritto di opzione. Questo cambiamento ha rappresentato una modifica

Gli aumenti di capitale non delegati, in particolare quelli che precludono il diritto di opzione, richiedono l'autorizzazione dell'assemblea, come previsto dal Codice civile, e allo stesso tempo rientrano nell'ambito di applicazione dell'art. 104 del TUF. Questo implica che tali incrementi, non essendo decisioni autonomamente adottabili dal *top management*, possono solo eccezionalmente essere considerati come difese preventive e, più frequentemente, si configurano come difese successive⁵⁶⁷. Di conseguenza, l'impiego di questa manovra finanziaria si configura, dunque, più come una difesa *post-bid*, che può essere attivata generalmente *post* approvazione, rientrando nella categorizzazione delineata nel Cap. 2, par. 2 della presente dissertazione. Le conseguenze giuridiche connesse a tali aumenti sono significative: nella maggior parte dei casi, essi si prestano al rischio concreto di abuso di maggioranza, potendo così causare danni risarcibili agli azionisti minoritari. È possibile, altresì, che emergano forme di tutela di natura "reale". La questione sarà esaminata più dettagliatamente nei paragrafi successivi, con particolare attenzione alla giurisprudenza della Corte di Cassazione.

D'altra parte, l'aumento di capitale per delega introduce una dinamica differente. In questa configurazione, gli amministratori possiedono un potente strumento di difesa anti-OPA⁵⁶⁸, che può essere esercitato autonomamente, a seconda delle condizioni, generali o specifiche, stabilite preventivamente dall'assemblea o dallo statuto sociale. Qualora la delega per un aumento di capitale venga deliberata ed eseguita antecedentemente a un'OPA, essa assume la qualità di difesa preventiva, sottraendosi all'applicazione

significativa rispetto al regime precedente, dove tale facoltà era rigidamente circoscritta.

L'introduzione della possibilità di escludere il diritto di opzione, in particolare, permette di navigare scenari economici complessi, al fine di rispondere con prontezza alle esigenze di finanziamento e di espansione societaria. Tuttavia, questo ampliamento dei poteri gestionali richiede una ponderata valutazione degli equilibri interni, in particolare riguardo ai diritti degli azionisti minoritari, i quali potrebbero vedere diluita la loro quota di partecipazione senza opportunità di intervento.

⁵⁶⁷ Di conseguenza, l'opzione dell'aumento di capitale, sebbene presenti una flessibilità apparente, è circoscritta da limitazioni normative e procedurali che ne definiscono l'utilizzo esclusivamente come difesa successiva. Tale manovra non è attuabile autonomamente dagli amministratori, bensì necessita del consenso esplicito dei soci, come statuito dall'art. 104 del TUF, che codifica la *passivity rule*. Difatti, tale disposizione legislativa richiede che ogni azione potenzialmente ostruttiva nei confronti di un'OPA riceva l'approvazione assembleare, marcando il carattere eccezionale e reattivo di questa tattica. La deliberazione di un'operazione di ricapitalizzazione non delegata, anche se preventiva, è soggetta a una serie di vincoli temporali e procedurali che ne limitano l'efficacia immediata, relegandola a una misura post-consensuale. La mancanza di un mandato preventivo dell'assemblea per l'adozione di tale misura espone gli amministratori a rischi legali significativi. Pertanto, quest'ultimi sono tenuti ad operare con la massima diligenza, correttezza, trasparenza, osservando scrupolosamente le direttive assembleari e le normative vigenti.

⁵⁶⁸ In questo senso, in presenza di delega, un noto autore afferma: "gli amministratori hanno nelle loro mani un'efficace arma di difesa". Così si esprime MUCCIARELLI, F.M., *op. ult. cit.*, p. 192.

dell'art. 104 del TUF. In tale contesto, il *board of directors* è autorizzato a implementarla, nonché a utilizzarla con l'intento specifico di contrastare future OPA, beneficiando dell'esonero da responsabilità ai sensi del medesimo disposto. Tuttavia, qualora l'aumento con delega sia realizzato successivamente all'annuncio di un'OPA, è imperativo che gli amministratori operino con estrema diligenza, buona fede, correttezza per prevenire conflitti di interesse e conseguenze giuridiche avverse, inclusa la responsabilità risarcitoria ai sensi dell'art. 104 del TUF. In tale scenario, si configura una difesa potenzialmente contraria agli scopi dell'OPA, dato che, in caso di codesti incrementi, non si richiede un'ulteriore ratifica assembleare, oltre a quella precedentemente deliberata o a quanto disposto dallo statuto sociale, per delegare ai *manager* l'attuazione di questa manovra finanziaria⁵⁶⁹. Inoltre, tali circostanze evidenziano un notevole rischio di conflitti di interesse, richiedendo un'impeccabile gestione basata su integrità e trasparenza, al fine di evitare gravi implicazioni legali.

Riassumendo, si delineano due principali categorie di aumento di capitale nell'ambito delle difese successive: la prima include l'incremento *standard* e quello con esclusione del diritto di opzione, e la seconda ricomprende l'aumento di capitale delegato, suscettibile di qualificarsi sia come difesa preventiva sia come reattiva, in funzione del *timing* e delle modalità di attuazione. La prima configurazione può frequentemente generare un significativo rischio di abuso di maggioranza, con conseguenti pregiudizi per gli azionisti minoritari, mentre la seconda è spesso causa di un marcato potenziale di conflitto di interessi a carico degli amministratori. Nondimeno, la delega relativa all'aumento di capitale, esercitabile antecedentemente o successivamente ad un'OPA⁵⁷⁰,

⁵⁶⁹ In sintesi, l'aumento di capitale delegato si rivela uno strumento di rilevante impatto, conferito agli amministratori sia tramite disposizioni statutarie sia mediante deliberazione straordinaria dell'assemblea dei soci. Inoltre, si possono distinguere due ipotesi ulteriori. In primo luogo, la delega può essere attribuita in modo preventivo (*pre-bid*), e in tale ipotesi, non rientra nell'ambito di applicazione ex art. 104 del TUF, permettendo quindi una certa autonomia decisionale, purché esercitata con buona fede, correttezza e trasparenza, evitando ogni conflitto di interesse. Diversamente, se la delega viene posta in essere successivamente alla presentazione di un'OPA, i *manager* sono tenuti a ottenere l'approvazione degli *shareholder* per l'attuazione del suddetto incremento, ai sensi dell'art. 104, TUF. In assenza di tale nulla osta, la manovra può esporre i dirigenti a responsabilità risarcitoria, per aver intrapreso azioni che potenzialmente contrastano con gli obiettivi dell'OPA, configurando un illecito ai sensi delle norme vigenti. Ulteriori complicazioni emergono in relazione ai potenziali conflitti di interesse ai sensi degli artt. 2391 e 2392, c.c.

⁵⁷⁰ Dunque, nell'ipotesi di un aumento di capitale delegato attuato post-OPA, a mio parere, in queste circostanze, dovrebbe essere applicato uno *standard* di condotta più elevato rispetto a quello ordinariamente richiesto. La responsabilità degli amministratori, come delineata dall'ultimo comma ex art. 104 del TUF, si attiva espressamente quando adottano misure anti-OPA, le quali si pongono in contrasto con gli obiettivi dell'offerta comunicata. Pertanto, quest'ultimi devono operare con la massima diligenza, buona fede,

necessita di un esame minuzioso e di un'esecuzione prudente per evitare rischi legali e preservare la fiducia del corpo sociale, evidenziando così la complessità e l'eterogeneità delle implicazioni connesse a tali strategie difensive⁵⁷¹.

Oltre a ciò, risulta utile un'ulteriore premessa. Il fatto di includere l'aumento di capitale⁵⁷² nelle categorie "Strategie di controllo e manipolazione del capitale" e "Strategie finanziarie", viene giustificato mediante l'effetto diretto che deriva da questo stesso strumento sulla struttura azionaria, nonché sulla solidità finanziaria della società presa in considerazione. In primo luogo, serve, in linea di massima e in generale, a diluire la partecipazione azionaria rispetto a potenziali e ostili offerenti, affinché sia più oneroso acquisire una certa e significativa quota di controllo. Tale meccanismo si iscrive pienamente nella logica del primo titolo citato, in quanto opera modifiche strutturali nella composizione del capitale sociale. Attraverso l'emissione di nuove azioni, spesso offerte a condizioni vantaggiose per gli azionisti attuali o per nuovi investitori strategici, l'impresa non solo protegge la sua autonomia, bensì reindirizza le leve del controllo. Parallelamente, dal punto di vista delle "Strategie finanziarie", l'aumento di capitale può essere utilizzato per rafforzare il bilancio della società in vista di un'OPA, creando una barriera finanziaria supplementare. Le nuove risorse apportate possono essere destinate a investimenti strategici che aumentano il valore a lungo termine della società o per ridurre il debito, migliorando così i parametri finanziari chiave che rendono la società meno appetibile agli occhi di un acquirente per motivi puramente speculativi.

Sulla scorta di tutte queste premesse, si riprende l'analisi relativa alla difesa anti-OPA in oggetto, con le sue varianti. Per quanto riguarda l'aumento di capitale senza delega, la società bersaglio può optare per tale strumento, anche mantenendo il diritto di opzione per gli azionisti esistenti. Questa manovra può accrescere significativamente il costo

correttezza e trasparenza, al fine di mitigare il rischio di responsabilità per danni.

Tuttavia, anche se i *manager* optano per la prudenza e sottopongono la decisione di attuare l'aumento di capitale delegato all'approvazione dei soci, non sono completamente esentati da implicazioni legali. Tale autorizzazione può conformarsi all'art. 104 del TUF, ma non elimina il rischio di conflitto di interessi tra amministratori e azionisti di maggioranza, portando potenzialmente a un nuovo eccesso di potere.

⁵⁷¹ Nel contesto francese, sul piano comparatistico, il Regolamento 2002-04 COB prescrive che qualsiasi operazione, di straordinaria amministrazione, richieda l'autorizzazione esplicita dell'assemblea degli azionisti o una preventiva notifica alla COB. Inoltre, il Reg. specifica che gli aumenti di capitale delegati agli amministratori devono essere eseguiti senza escludere il diritto d'opzione dei soci preesistenti. In merito a questo tema, si rimanda a VIANDIER, A., "Opa, ope et autres offres publiques", in Levallois, 1999, pp. 330 e ss.

⁵⁷² Relativamente al concetto di "aumento di capitale", si includono, nelle categorie sopra delineate, anche le varie tipologie di operazioni di ricapitalizzazione precedentemente menzionate.

dell'OPA per l'offerente. Infatti, per raggiungere il controllo della compagine sociale, quest'ultimo si troverà nella necessità di acquisire un numero di azioni superiore rispetto a quello originariamente richiesto, in ragione dell'ampliamento del capitale azionario. Tale aumento proporzionale del numero di titoli, essenziali per il dominio societario, aggrava il costo dell'operazione, fungendo da deterrente contro iniziative ostili di *takeover* e salvaguardando pertanto l'autonomia, nonché la solidità della società destinataria⁵⁷³. Detto ciò, si limita l'esame delle peculiarità dell'aumento di capitale senza delega, poiché, sebbene produca effetti deterrenti, non manifesta l'efficacia incisiva delle sue varianti. Conseguentemente, non risulta proficuo approfondire ulteriormente tale argomento in questa dissertazione.

In modo particolare, l'incremento di capitale con esclusione del diritto di opzione emerge per la sua capacità distintiva, in quanto preclude categoricamente il conseguimento degli scopi di un'OPA ostile, rendendola di fatto impraticabile. Questa misura, in virtù della sua natura escludente, rafforza ulteriormente le barriere contro intrusioni non sollecitate. In riferimento ad essa, si rinvia a quanto delineato *ut supra*⁵⁷⁴, limitandosi ora a qualche osservazione complementare per chiarire ulteriormente le implicazioni di tale meccanismo difensivo.

Nel caso di un aumento di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione per motivi strettamente legati all'interesse societario, l'art. 2441, comma 6, c.c., richiede che gli amministratori redigano una relazione dettagliata. Quest'ultimo documento deve illustrare le motivazioni di tale esclusione o limitazione. Invece, deve anche contenere le *ratio* sottostanti e i criteri utilizzati ai fini della determinazione del prezzo di emissione dei titoli azionari, in caso di conferimenti in natura. Oltretutto, questa analisi deve essere comunicata sia al collegio sindacale o, in alternativa, al consiglio di sorveglianza, sia al soggetto nominato e incaricato in relazione alla revisione legale dei conti, così come viene previsto dal D.Lgs. n. 39, datato 2010, con almeno trenta giorni di anticipo rispetto all'assemblea dei soci. Successivamente, il parere dei membri dei menzionati organi collettivi e la relazione giurata dell'esperto indipendente designato dal tribunale devono essere resi disponibili. Questi documenti, unitamente ai requisiti dell'art. 2343-ter, terzo comma, c.c., devono essere depositati presso la sede sociale nei quindici giorni che

⁵⁷³ Nello stesso senso, si veda WEIGMANN, R., "Le offerte pubbliche d'acquisto", in Trattato delle Società per azioni, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. X, t. 2, 1993, p. 579; P.A. GAUGHAN, P.A., *op. ult. cit.*, p. 219.

⁵⁷⁴ V. nota 568.

precedono l'adunanza e restare accessibili fino alla sua conclusione. Questo processo garantisce che i soci abbiano la possibilità di esaminare tutte le informazioni rilevanti prima di prendere decisioni critiche per la struttura del capitale della società.

Nondimeno e in primo luogo, la dottrina evidenzia che ogni restrizione al diritto di opzione deve essere apprezzata individualmente, all'interno delle specifiche operazioni di aumento di capitale, e non può essere generalizzata attraverso clausole statutarie permanenti⁵⁷⁵. Secondariamente, è prerogativa discrezionale della maggioranza decidere se limitare o escludere questo diritto, anche se un interesse legittimo della società potrebbe giustificarlo. La normativa attuale vieta limitazioni motivate da finalità non inerenti agli interessi societari, concedendo alla maggioranza ampia libertà decisionale quando esistono giustificazioni valide. In contestazioni, la responsabilità di dimostrare la validità di tali decisioni incombe sulla maggioranza stessa. In aggiunta, da un punto di vista normativo, qualsiasi delibera che limiti o escluda tale diritto di opzione senza rispettare queste condizioni è considerata invalida, per mancanza di legittimazione dell'assemblea straordinaria a privare l'azionista di un diritto individuale⁵⁷⁶.

D'altro canto, la giurisprudenza ha stabilito criteri severi riguardo a questa tipologia di esclusione (art. 2441, comma 5 e 6, c.c.), sostenendo la nullità di tali deliberazioni quando non si rispetti la maggioranza qualificata prescritta dalla normativa pertinente, come dimostrato dalle decisioni del Tribunale di Ancona del 18 gennaio 2002 e della Corte di Cassazione nel 1987⁵⁷⁷. Alternativamente, la determinazione può essere dichiarata annullabile, se priva di una motivazione adeguata che illustri l'interesse sociale ai sensi dell'art. 2377, come indicato nelle sentenze di alcuni tribunali di merito⁵⁷⁸. In particolare,

⁵⁷⁵ Sul punto, si evidenzia il contributo di Galgano, F. (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2003, p. 376. D'altronde, tale approccio risponde alla necessità di trattare il diritto di opzione in maniera concreta, evitando restrizioni generalizzate e astratte.

⁵⁷⁶ Per ulteriori dettagli a riguardo, si richiama, *ex multis*, GRECO, T., *"sub art. 2441"*, in Comm. Sandulli, Santoro, Torino, 2003, p. 919.

⁵⁷⁷ V. Tribunale Ancona, 18/01/2002 (fonte: in *Le Società*, 2002, vol. 4, p. 464, nota di ORTOLANI); Cass. Civ., Sez. I, 13/01/1987, n. 133. In particolare, i giudici di Ancona sostengono che: *"la delibera di esclusione del diritto di opzione senza un'adeguata allegazione e dimostrazione dell'interesse sociale è annullabile e soggetta, pertanto, al termine di decadenza di cui all'art. 2377, comma, c.c. la delibera di esclusione del diritto di opzione adottata senza l'osservanza della maggioranza qualificata prevista dall'art. 2441, comma 5, c.c. è inesistente o nulla"*.

⁵⁷⁸ In particolare, si veda Tribunale di Milano del 31 gennaio 2005 (fonte: in *Giur. It.*, 2005, p. 1865, nota di CERRATO), Tribunale di Napoli del 13 agosto 1992, e Tribunale di Milano del 18 aprile 1991. Inoltre, Cass. Civ., Sez. I, 23/03/1993, n. 3458. Per quanto riguarda i giudici ambrosiani di prime cure, si sostiene che: *"la locuzione "quando l'interesse della società lo esige" deve essere interpretata nel senso che è legittimo il sacrificio del diritto di opzione quando rappresenta la soluzione anche solo preferibile e ragionevolmente più conveniente"*.

la decisione non può limitarsi a dichiarazioni vaghe; deve specificare in modo concreto l'interesse sociale per permettere una valutazione giuridica della sua validità e pertinenza⁵⁷⁹.

Recentemente, così come viene previsto e regolamentato dall'art. 2441 del c.c., viene ulteriormente chiarito che il diritto di opzione può essere soppresso, nell'eventualità in cui l'adunanza riconosce un interesse sociale qualificato, inteso in senso preponderante rispetto a quello in capo ai soci. Invece, spetta alla società, in caso di contenzioso, dimostrare che le motivazioni, adottate a supporto di tale soppressione, siano veritiere. Ciò viene illustrato, in particolare, dalla sentenza emanata dal Tribunale di Milano, il 7 febbraio 2006⁵⁸⁰. Inoltre, non risulta necessario che l'eliminazione del menzionato diritto di opzione sia l'unico e il solo strumento, al fine di perseguire un concreto e determinato interesse sociale. Tuttavia, è sufficiente che questa soppressione appaia e venga individuata come una delle soluzioni o, meglio, la scelta più vantaggiosa. È importante notare che, mentre una delibera che preveda la reintegrazione del capitale sociale, in caso di perdite coperte per intero, può limitare il citato diritto non può tuttavia escluderlo completamente, come sancito dalla sentenza della Suprema Corte⁵⁸¹.

Inoltre, nel contesto di un aumento di capitale, il settimo comma, del relativo disposto citato più volte, stabilisce un *framework* per il "diritto mediato di opzione". Ciò prevede un accordo tra la società emittente e un ente finanziario o bancario, autorizzato a operare

⁵⁷⁹ Ciò viene sostenuto dal Tribunale di Saluzzo il 14 aprile 2001 (fonte: in Giur. It., 2001, 1667, nota di SARALE) e dal Tribunale di Verona il 22 luglio 1993. Nella prima pronuncia menzionata si evidenzia che: *"la legittimità dell'esclusione del diritto di opzione nell'interesse della società non può basarsi su una motivazione generica, dovendo la delibera spiegare concretamente quale sia tale interesse, al fine di consentire al giudice di valutarne la consistenza e la reale sussistenza"*. In questo contesto, i giudici di merito hanno precisato che l'interesse sociale deve essere dimostrato come effettivamente significativo e pertinente, in modo tale che la rinuncia al diritto di opzione, pur non essendo l'unica possibile soluzione, si configuri come un'alternativa preferibile e ragionevolmente più vantaggiosa per la società, come ribadito dal Tribunale di Milano il 31 gennaio 2005, *ut supra* citato.

⁵⁸⁰ Cfr. Tribunale Milano, Sez. VIII, Sentenza, 07/02/2006, n. 1372, il quale precisa: *"la sussistenza concreta delle ragioni addotte dalla delibera a motivazione della soppressione del diritto di opzione deve essere dimostrata dalla società"*.

⁵⁸¹ Cass. civ., 28/06/1980, n. 4089. In particolare, secondo gli ermellini, nel contesto di un aumento di capitale, la delibera che permette la sottoscrizione integrale delle nuove azioni da parte di terzi, offrendo ai soci esistenti una porzione di tali azioni, configura una limitazione del diritto di opzione piuttosto che una sua completa esclusione. Questa pratica è giustificabile sotto l'art. 2441, c.c., qualora esista un interesse qualificato della società che giustifica tale decisione. Non è indispensabile che l'eliminazione del diritto di opzione rappresenti l'unica via per salvaguardare gli interessi societari; è sufficiente che, data la situazione specifica, questa opzione risulti essere la più vantaggiosa per la realizzazione dell'aumento di capitale, favorendo così un rafforzamento patrimoniale più efficace. Nondimeno, questa precisa definizione sottolinea che il sacrificio del diritto di opzione deve essere giustificato da un interesse sociale tangibile e significativo, chiaramente delineato e giustificato nei documenti societari per soddisfare i requisiti legali e procedurali.

nel mercato dei capitali, per la sottoscrizione dei titoli emessi. L'ente si impegna a offrire questi titoli agli azionisti esistenti, rispettando rigorosamente le normative vigenti per salvaguardare i loro diritti di opzione e di prelazione⁵⁸². Di conseguenza, questo meccanismo non solo protegge le prerogative dei soci esistenti, bensì agisce anche come strumento di difesa contro le OPA ostili. Attraverso la sottoscrizione esterna, l'impresa può influenzare la distribuzione delle nuove azioni, mantenendo un equilibrio strategico che limita la possibilità per un acquirente ostile di accumulare una quota significativa. Questo tipo di operazione, pertanto, si qualifica come una strategia difensiva nell'ambito delle misure anti-scalata, fornendo un esempio chiaro di come le modifiche statutarie possano essere impiegate per fortificare la posizione dei soci di minoranza, contro manovre di acquisizione indesiderate.

Sulla scorta di quanto evidenziato ed esposto fino ad ora, risulta non solo utile, ma anche essenziale, tenere in considerazione il contesto normativo, che è stato al momento delineato, in combinato disposto con l'art. 158 del TUF. Quest'ultimo dettame si presenta come una disposizione speciale rispetto e in relazione alle regole generali menzionate in precedenza. Oltre a ciò, è possibile considerare l'art. 2441 c.c. e le sue recenti modifiche come una breve premessa, in quanto interessano in particolare le società quotate.

Difatti, con il Decreto legge 16/07/2020, n. 76, convertito, con modificazioni, dalla Legge 11/09/2020, n. 120, si è intervenuti sugli aumenti di capitale per le società con azioni quotate. L'art. 44 del decreto ha riformulato i commi 2°, 3° e 4° dell'art. 2441 c.c., confermando le condizioni già previste per l'esclusione del diritto di opzione. Ad esempio, vi è inclusa, la necessaria presenza, di una determinata e specifica disposizione statutaria, nonché vi deve essere un certo limite quantitativo, il quale non deve essere superiore al 10% del capitale sociale preesistente. In ogni caso, il prezzo di emissione deve riflettere il valore e il prezzo di mercato dei titoli azionari, potenzialmente emessi. In aggiunta, viene prescritta un'illustrazione dettagliata, mediante una relazione redatta dagli amministratori, che evidenzia le motivazioni sia dell'esclusione che della limitazione in relazione al diritto di opzione. Nonché è un presupposto fondamentale al fine di individuare i criteri utilizzati, cosicché si possa stabilire il prezzo di emissione delle future ed eventuali azioni⁵⁸³.

⁵⁸² Sul punto, cfr. GRECO, T., *op. ult. cit.*, p. 920.

⁵⁸³ Tale documento deve essere depositato presso la sede societaria e pubblicato sul sito internet della società emittente entro i termini per la convocazione dell'assemblea. Questa normativa si applica salvo

Invece, prendendo in considerazione l'art. 158 del TUF, che si occupa specificamente degli aumenti di capitale con possibile limitazione o esclusione del diritto di opzione, il disposto prevede espressamente che il prezzo di emissione delle nuove azioni debba essere oggetto di una valutazione di congruità. Tale verifica deve essere effettuata da un revisore legale indipendente o da una società di revisione autorizzata. Conformemente al dettato dell'art. 2441, comma 6, c.c., le proposte di questo incremento devono essere sottoposte a quest'ultimi soggetti, insieme alla relazione esplicativa redatta dal *top management*. D'altronde, quarantacinque giorni prima, rispetto alla data dell'adunanza dei soci, deve essere redatto, presentata tale documentazione, in modo accurato, veritiero e completo. Oltre a ciò, devono essere resi disponibili al pubblico non solo il resoconto degli amministratori, ma anche il parere del revisore legale o della società di revisione. Ciò viene previsto dall'art. 125-ter, comma 1, c.c., e devono essere pubblicati almeno ventuno giorni prima, rispetto alla data dell'adunanza. La norma citata si estende anche al parere del revisore previsto ai sensi dell'art. 2441, comma 4, parte seconda, che deve seguire lo stesso regime di pubblicità e disponibilità.

A conclusione dell'esame di questa forma di difesa anti-OPA, è importante notare che, prima dell'emanazione del decreto legislativo n. 58 del 1998, la responsabilità di fornire il parere sulle operazioni che implicano un aumento di capitale era condivisa tra il collegio sindacale e la società di revisione, secondo le disposizioni dell'art. 2441 c.c. Tuttavia, con l'introduzione del Testo Unico della Finanza, si è verificato un netto spostamento di responsabilità esclusivamente verso gli "*auditor*", per quanto riguarda le società quotate. Tale modifica riflette una più vasta riforma nel panorama della regolamentazione finanziaria, che ha comportato il trasferimento delle prerogative di controllo contabile dal collegio sindacale agli enti di revisione⁵⁸⁴. Questo ha instaurato una deroga significativa rispetto alla disciplina generale presente nel Codice civile, potenziando decisamente il ruolo di quest'ultime nella salvaguardia dell'integrità finanziaria delle società quotate. Si conclude il presente paragrafo sottolineando gli aspetti fondamentali dell'aumento di capitale delegato, in linea con quanto delineato in precedenza, con enfasi su aggiunte

disposizioni ulteriori contenute nelle leggi speciali, come vedremo a breve, rafforzando la trasparenza e la correttezza nell'approccio alle modificazioni di capitale in contesti finanziari regolamentati.

⁵⁸⁴ Su quest'ultimo punto, si richiama COTTINO, G., SARALE, M., ABRIANI, N., GALLIA, P., SANZO, S., AMBROSINI, S., CAVALIERE, T., "*Corporate Governance. La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati - D.Lgs. 24-02-1998, n. 58, artt. 148-165, 209*", in *Giurisprudenza Italiana*, vol. 11, 1998, p. 1001.

puntuali⁵⁸⁵. Preliminarmente, risulta essenziale una considerazione. Con l'introduzione della *passivity rule* prevista dall'art. 104 del TUF, qualsiasi operazione derivante da decisioni di carattere straordinario, precedentemente ratificate, è soggetta a vincoli specifici, a meno che non vi sia una nuova determinazione dell'assemblea dei soci che soddisfi i requisiti di un *quorum* speciale e specifichi l'OPA da contrastare. Questo include anche azioni già deliberate o in corso di esecuzione, anche in assenza di poteri discrezionali concessi agli amministratori.

Nel contesto specifico dell'aumento di capitale delegato a quest'ultimi, la Consob, attraverso la comunicazione n. DIS/99085578 del 19 novembre 1999, fornisce un chiarimento importante: distingue tra operazioni discrezionali, che necessitano di una riautorizzazione, e quelle completamente vincolate, che non richiedono ulteriori approvazioni⁵⁸⁶. Tale distinzione si basa sulla premessa che, nel caso di una delibera vincolante, il prezzo di mercato e, di conseguenza, il prezzo dell'offerta riflettano già la manovra in corso, anche se non completamente realizzata. Di conseguenza, la comunicazione dell'Autorità di vigilanza sottolinea che, in situazioni di aumento di capitale sotto la direzione dei dirigenti apicali, anche se le operazioni sono state deliberate e potrebbero essere in corso di esecuzione, deve essere assicurata la conformità con l'art. 104, TUF. Dunque, codesti soggetti necessitano di una nuova approvazione assembleare, al fine di evitare potenziali responsabilità, nonché attuare efficacemente misure difensive contro gli obiettivi di un'OPA ostile⁵⁸⁷.

In un diverso contesto, se gli azionisti vengono convocati, ai sensi dell'art. 104 TUF, per deliberare su atti straordinari, quali l'aumento di capitale e l'esclusione del diritto di opzione, ciò conferisce al consiglio di amministrazione strumenti essenziali per la difesa societaria. La relativa determinazione, pertanto, deve definire esattamente i criteri di tale esclusione, precisando le circostanze e le ragioni per cui un'OPA potrebbe risultare dannosa per gli interessi sociali, stabilendo chiaramente i limiti e gli obiettivi specifici di

⁵⁸⁵ Si rinvia, altresì, alla nota 568.

⁵⁸⁶ Per maggiori dettagli, si rimanda al Cap. I, par. 3.3.1.

⁵⁸⁷ Questo meccanismo di salvaguardia è cruciale per assicurare che le operazioni non solo aderiscano ai principi di equità del mercato dei capitali, bensì tutelino anche i diritti degli azionisti in contesti di potenziali manovre difensive contro offerte ostili. Pertanto, l'aumento di capitale delegato, pur essendo una manovra vincolante, richiede una riconferma per la sua legittimazione in specifici scenari anti-OPA. A tal proposito e nello stesso senso, cfr. MUCCIARELLI, F.M., *op. ult. cit.*, p. 237; VELLA, F., "La nuova *passivity rule* nella disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto: alla ricerca di un difficile equilibrio", in Banca impresa società, 2000, p. 167.

tale strategia difensiva. È importante anche considerare il riferimento normativo contenuto nell'art. 2443 c.c., che, rimandando al 6° comma dell'art. 2441 c.c., crea un legame legislativo applicabile solo nella misura in cui sia compatibile, con il contesto specifico della decisione di escludere il diritto di opzione. Successivamente, il *focus* si sposta sulla risoluzione dell'organo di gestione riguardante l'attuazione di codesta eliminazione, come delegata dall'assemblea. Di conseguenza, tale decisione non solo deve conformarsi ai criteri predefiniti da soci, bensì deve anche essere supportata da una motivazione dettagliata che giustifichi la relativa preclusione in base all'interesse sociale, come richiesto ex art. 2443 c.c.

Sulla scorta di quanto esposto, nonostante l'art. 2441, comma 4°, c.c., preveda la possibilità di escludere il diritto di opzione, tale misura, presa in considerazione, non sempre si rivela un efficace strumento di difesa contro le *tender offer*. Difatti, l'ambito di applicazione di tale preclusione è limitato a non oltre il 10% del capitale sociale. Questa percentuale, seppur capace di incrementare il costo dell'OPA per l'offerente, potrebbe non essere sufficiente a prevenire l'acquisizione ostile in maniera definitiva. Tuttavia, la "*exclusion of the pre-emptive right*" può fungere da leva nelle trattative con il *bidder*, facilitando la possibilità di negoziare termini più vantaggiosi per il prezzo di acquisto⁵⁸⁸.

Infine, considerando sempre l'aumento di capitale delegato, si evidenzia un rilevante contributo della dottrina italiana. Tale misura, che rientra nell'ambito dell'art. 2443 c.c. e può essere ricondotta, in via analogica od estensiva, all'applicazione delle regole dettate dall'art. 104 del TUF, può svolgere un ruolo cruciale in un contesto di scalata ostile⁵⁸⁹. Altresì, codesto strumento di deterrenza, sebbene deliberato in una fase precedente al lancio di un'OPA, può divenire una manovra difensiva, qualora gli amministratori decidano di avvalersene durante il periodo dell'offerta stessa.

Tuttavia, l'utilizzo di una simile misura solleva dubbi in ordine alla sua compatibilità con i principi di trasparenza e correttezza, che informano la disciplina delle OPA. In particolare, l'art. 104 TUF stabilisce che, una volta comunicata una *bid*, l'organo di gestione non può compiere atti o operazioni che possano ostacolare il buon esito dell'offerta stessa, senza previa autorizzazione assembleare. Pertanto, sebbene l'aumento di capitale sia stato già delegato prima del lancio dell'OPA, il ricorso a tale misura da

⁵⁸⁸ In questi termini, si fa specifico riferimento a MUCCIARELLI, F.M., *op. ult. cit.*, p. 195.

⁵⁸⁹ Cfr. DESANA, E., *op. ult. cit.*, p. 204.

parte dei *manager*, durante la *tender offer*, potrebbe richiedere una nuova delibera da parte dell'adunanza dei soci, al fine di rispettare i principi di correttezza e neutralità sanciti dall'art. 104 TUF.

Tale approccio, in linea con l'orientamento seguito ed esposto in altri ordinamenti, ad esempio quello statunitense, risulta coerente. Difatti, l'adozione e il mantenimento di taluni strumenti difensivi, quali le *poison pills*, devono essere supportati da una "doppia deliberazione" derivante dall'assemblea dei soci⁵⁹⁰.

In conclusione, non si ritiene come priorità il fatto di soffermarsi sulla descrizione, alquanto dettagliata, delle varie e diverse tipologie di aumento di capitale, incluso quello delegato e quello con esclusione del diritto di opzione, facendo riferimento all'analisi svolta all'interno della mia tesi. Ciò è motivato dal fatto che sono stati già trattati, ampiamente, tali argomenti, sia dal punto di vista dottrinale che giurisprudenziale, soprattutto nel corso di questi ultimi decenni. Difatti, la letteratura e le pronunce giudiziali, in merito a tale tematica, hanno evidenziato il fatto che si tratta di una particolare materia che ha catturato l'attenzione non solo del legislatore, bensì anche degli operatori di mercato. Soprattutto, si considerano, le implicazioni legali ed economiche che tale fenomeno comporta.

Ciò premesso, l'aspetto che intendo approfondire maggiormente riguarda la questione dell'abuso di maggioranza, che può emergere dall'uso improprio degli aumenti di

⁵⁹⁰ *Ibidem*. Inoltre, in ambito giurisprudenziale, soprattutto nel contesto delle Corti nordamericane, un elemento distintivo delle misure di difesa preventiva è la necessità di una "doppia deliberazione" in merito alla loro applicazione. Questo principio trova origine nell'approccio delle Corti verso le tecniche difensive adottate in periodi di stabilità societaria, qualora non vi sia una minaccia immediata di acquisizione ostile. Tali strumenti, come l'aumento di capitale delegato, non solo devono essere valutati e approvati dagli amministratori al momento della loro predisposizione. Devono, altresì, essere riesaminati e sottoposti a scrutinio giudiziario nel momento in cui la minaccia diventa concreta, ossia quando un'OPA è effettivamente lanciata. In relazione a ciò, il richiamo al principio di proporzionalità, come delineato nel famoso caso *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, diviene cruciale. Parimenti, l'enunciato trova riscontro, tra le altre fonti giurisprudenziali, nella sentenza della Corte Suprema resa nel caso *Moran v. Household International, Inc.* Tale regola impone che le misure difensive siano "*reasonable in relation to the threat*", ovvero proporzionate alla minaccia rappresentata dall'offerta stessa. Tuttavia, a differenza delle difese successive, che vengono valutate esclusivamente nel momento della loro attuazione, per le tecniche predisposte preventivamente, il controllo di proporzionalità deve essere applicato anche al momento della loro adozione. Inoltre, tale controllo deve essere nuovamente effettuato, all'atto di utilizzo della misura in risposta a una scalata ostile.

Questo duplice controllo riflette una maggiore cautela verso le tecniche difensive adottate in tempi di pace; tuttavia, il loro utilizzo successivo, in assenza di un adeguato scrutinio, potrebbe tradursi in una distorsione del mercato della contendibilità.

Pertanto, il principio sotteso all'art. 104 del TUF, il quale richiede una deliberazione assembleare per ogni misura protettiva adottata in pendenza di OPA, si applica anche a queste tecniche preventive. In tal senso, il medesimo disposto garantisce che l'assemblea valuti la legittimità e la proporzionalità della difesa in questione, in relazione all'effettiva minaccia rappresentata dall'OPA.

capitale, specialmente quando impiegati come difese anti-OPA. Questo tema sarà oggetto di trattazione approfondita nel paragrafo successivo.

4.3.2 Conseguenze dell'abuso di maggioranza nell'aumento di capitale: impatti giuridici e tutela degli azionisti di minoranza

A seguito della disamina delle diverse configurazioni e tipologie dell'aumento di capitale, il potenziale abuso di maggioranza è di primaria importanza e risulta un aspetto spesso trascurato. Difatti, l'aumento di capitale rappresenta uno strumento necessario, nonché legittimo, al fine di rafforzare la struttura societaria. D'altro canto, soprattutto nell'ambito e come difesa anti-OPA, serve per consolidare il potere degli azionisti di maggioranza, anche se viene utilizzato in modo sproporzionato. Ciò potrebbe compromettere l'equilibrio tra le parti sociali, ma anche ledere gli interessi dei soci di minoranza, provocando e comportando distorsioni nel mercato della contendibilità. Dunque, nel presente paragrafo, mi concentrerò sulle conseguenze giuridiche derivanti da un potenziale abuso di maggioranza, concentrandomi, inizialmente, in relazione al risarcimento del danno generato da tale condotta. Successivamente, analizzerò i diversi profili risarcitori connessi a codesto eccesso di potere, nell'eventualità di un aumento di capitale. Innanzitutto, soprattutto in dottrina, sono state oggetto di ampio dibattito le problematiche relative alla tutela risarcitoria in merito all'abuso di maggioranza. Da ciò, deriva un certo orientamento che privilegia, nelle controversie giudiziarie, la tutela demolitoria. Tale approccio si fonda e ha come obiettivo la volontà di annullare l'atto abusivo e deliberato in maniera illegittima, piuttosto che perseguire una semplice compensazione economica per il danno patito. Proprio per questo motivo, le discussioni dottrinali sono in un numero molto maggiore rispetto al numero di precedenti giurisprudenziali in tali fattispecie, in quanto questi ultimi risultano esigui⁵⁹¹.

Un tema centrale nell'ambito dell'azione compensatoria è la questione della legittimazione attiva, su cui vi è una sostanziale convergenza di opinioni: è ormai pacifico che il diritto di agire per il risarcimento spetti direttamente ai soci di minoranza lesi dall'abuso di maggioranza. Più complessa, invece, è la questione relativa alla

⁵⁹¹ Cfr. SIMIONATO, A., "Abuso di maggioranza", in *Le Società*, n. 12, 2023, p. 1409.

legittimazione passiva. Due tesi principali si sono sviluppate su questo punto. La prima sostiene che la responsabilità debba essere attribuita alla maggioranza che ha posto in essere il comportamento abusivo. La seconda, invece, argomenta che la responsabilità debba ricadere sulla società stessa, basandosi sul principio per cui il rapporto societario contrappone i soci alla società e non agli altri azionisti⁵⁹². Nonostante la prevalenza di questa seconda tesi in dottrina, già in precedenza si erano registrate aperture giurisprudenziali a favore della responsabilità diretta dei soci di maggioranza. In tal senso, il precedente configurato dal Tribunale di Bologna⁵⁹³, può risultare emblematico, in quanto aveva ammesso la possibilità, in capo al socio di minoranza, di agire direttamente contro quello di maggioranza, appunto, in caso di abuso. Inoltre, la Cassazione⁵⁹⁴ in linea con quanto già stabilito dai giudici bolognesi, ha chiarito e delineato un principio fondamentale al fine di tutelare le minoranze, presenti all'interno delle società di capitali. Oltretutto, è da considerarsi illegittima la delibera assembleare adottata dai soci di maggioranza, nel caso in cui, a discapito della minoranza, persegua esclusivamente l'interesse dei primi soggetti. In quanto tale, è impugnabile ai sensi e per gli effetti dell'art. 2377 c.c. Inoltre, la Suprema Corte sottolinea afferma l'applicabilità dell'art. 1375 c.c., che impone l'esecuzione dei contratti secondo buona fede, evidenziando che le decisioni dei soci, incluse le deliberazioni assembleari, costituiscono atti di esecuzione del contratto sociale. Queste determinazioni devono essere orientate agli interessi comuni. Di conseguenza, quando la maggioranza adotta decisioni a proprio esclusivo vantaggio, pregiudicando la minoranza, si configura un abuso di maggioranza, impugnabile ai sensi dell'art. 2377 c.c. Pertanto, la delibera che viola i principi di buona fede e correttezza, così come stabilito dagli artt. 2377 e 1375 c.c., in linea e seguendo il ragionamento adottato dagli ermellini, non è solamente passibile di impugnazione. Difatti, può dar luogo anche a richieste di risarcimento da parte degli azionisti lesi, i quali hanno subito un danno economico, derivante dall'eccesso di potere dei soci. Infine, è stato osservato, in merito alla tutela risarcitoria derivante da tale condotta, che sarebbe iniquo imporre, alla minoranza in questione, l'onere di agire in giudizio al fine di ottenere l'annullamento della delibera, dato che la maggioranza, mediante un intervento meno gravoso, potrebbe, in ogni momento, modificare o revocare la stessa, a meno che non abbia prodotto

⁵⁹² *Ibidem*.

⁵⁹³ Trib. Bologna, 20 dicembre 1993, in *Giur. di Merito*, 1995, p. 260.

⁵⁹⁴ V. Cass. Civ., Sez. I, 26/10/1995, n. 11151.

immediati effetti giuridici. Da tale considerazione, in conformità con le motivazioni espresse dalla Cassazione, si evince che i soci di minoranza hanno il diritto di scegliere liberamente se proporre cumulativamente sia l'azione demolitoria che quella risarcitoria, oppure optare per una sola delle due, in relazione alle circostanze specifiche del caso concreto. Tale scelta non comporta pregiudizio per l'altra azione, la quale rimane autonoma e indipendente dalla decisione presa⁵⁹⁵.

Oltre a ciò, con specifico riferimento alla sola natura della riparazione in denaro, la Suprema Corte, nella sentenza Cass. Civ., 2 luglio 2021, n. 18770⁵⁹⁶, ha inquadrato l'obbligazione compensatoria per abuso di maggioranza nell'ambito della responsabilità extracontrattuale, senza tuttavia esplicitarne le ragioni. Nonostante questa qualificazione, la relativa pronuncia non ha apportato modifiche sostanziali ai principi di imputabilità, i quali sono stati delineati in modo conforme sia alla disciplina della responsabilità contrattuale che a quella del fatto illecito. In particolare, i Giudici hanno stabilito che il danno risarcibile, ai sensi dell'art. 1223 c.c., debba essere determinato sulla base della cosiddetta teoria della differenza. Tale concetto prevede che il pregiudizio sia quantificato confrontando il patrimonio del danneggiato prima e dopo l'atto illegittimo, ossia valutando la differenza tra la situazione patrimoniale ipotetica, senza l'abuso di potere, e quella effettiva a seguito dell'evento dannoso. Inoltre, l'orientamento giurisprudenziale⁵⁹⁷, secondo cui, l'accertamento della responsabilità si fonda e deriva da una rigorosa ricerca del nesso di causalità, è stato confermato dagli Ermellini. Tuttavia, segue un approccio teorico, la determinazione dell'estensione del pregiudizio

⁵⁹⁵ In questo senso, si veda anche l'interpretazione data da SIMIONATO, A., *op. ult. cit.*, p. 1409. Infatti, in questo contesto, l'art. 2377 c.c. garantisce la possibilità di impugnare la delibera assembleare pregiudizievole, senza escludere il diritto al risarcimento del danno.

⁵⁹⁶ Cfr. Cass. Civ., Sez. I, Sent., 02/07/2021, n. 18770.

⁵⁹⁷ V. Cass. Civ., 15/10/1999, n. 11629. A tal proposito, gli ermellini affermano che: *"in tema di risarcimento del danno, il rapporto tra comportamento ed evento e tra questo e il danno muta a seconda che il danno sia un elemento della fattispecie o un suo effetto e deve conseguentemente distinguersi il nesso che sussiste tra comportamento ed evento, affinché possa configurarsi a monte una responsabilità - come avviene in materia di illecito extracontrattuale - e il nesso che collegando l'evento al danno, consente l'imputazione delle singole conseguenze dannose ed ha la funzione di delimitare a valle i confini della responsabilità - come avviene in tema di responsabilità contrattuale, ove il soggetto responsabile è di norma il contraente inadempiente e la sua individuazione non pone un problema di nesso di causalità tra comportamento ed evento dannoso - ; così, mentre l'accertamento della responsabilità è improntato alla ricerca del nesso di causalità, quello dell'estensione della responsabilità si fonda su un giudizio in termini ipotetici, coincidendo il danno risarcibile con la perdita e il mancato guadagno conseguenza immediata e diretta dell'inadempimento, delimitati in base al giudizio ipotetico sulla differenza tra situazione dannosa e situazione quale sarebbe stata se il fatto dannoso non si fosse verificato"* (fonte: Giust. Civ., 2000, vol. I, p. 46). Inoltre, è utile richiamare LASCIALFARI, M., *"Causalità "scientifica" e causalità "giuridica" tra imputazione del fatto e risarcimento del danno"*, in *Il Corriere Giuridico*, n. 7, 2000, p. 902.

patrimoniale, dato che comprende sia il *damnum emergens* che il *lucrum cessans*. In ogni caso, questi due presupposti devono essere delle conseguenze immediate e dirette dell'inadempimento, ai sensi dell'art. 1223 c.c., posto in essere. Infine, la sentenza ad oggetto, di fondamentale importanza a mio avviso, ha affermato e precisato che il danno economico non deve necessariamente consistere in una perdita monetaria diretta o, in alternativa, in una riduzione del reddito. D'altro canto, esso può manifestarsi anche in relazione ad una diminuzione del valore patrimoniale o delle utilità economiche complessive in capo al soggetto leso. Viene così ampliato il concetto di danno risarcibile al di là della mera e immediata perdita finanziaria patita. Quest'ultima interpretazione giurisprudenziale è conforme e in linea con la giurisprudenza di legittimità maggioritaria, che si è susseguita dal 1999 fino ad oggi⁵⁹⁸.

Al fine di concludere il presente scritto, mi accingo a trattare, in particolare considerando questo paragrafo finale, la questione e il relativo tema del risarcimento del danno, derivante dall'abuso di maggioranza correlato alle operazioni di aumento di capitale, così come anticipato in epigrafe. Tuttavia, risulta opportuno, prima di affrontarla in dettaglio secondo l'interpretazione prevalente dei giudici di ultima istanza, considerare anche la giurisprudenza di merito, anche se vi è una posizione alquanto minoritaria. Quest'ultima, infatti, offre una prospettiva diversa. Difatti, in alcune pronunce⁵⁹⁹ si è evidenziato che la riparazione patrimoniale, nelle ipotesi sopracitate, non possa essere riconosciuta semplicemente in virtù del pregiudizio subito dalla minoranza. In riferimento a tali interpretazioni, il danno lamentato da quest'ultima non dovrebbe essere una diretta conseguenza della delibera ad oggetto l'aumento di capitale, bensì dovrebbe derivare dalla scelta, del socio stesso, di non partecipare e non sottoscrivere il nuovo capitale. Di conseguenza, la diminuzione della sua quota azionaria, piuttosto che essere intesa come una conseguenza immediata e diretta dell'atto deliberativo, verrebbe considerata come un effetto indiretto della mancata sottoscrizione. Nello stesso senso, si osserva che il socio di minoranza avrebbe potuto evitare il danno risarcibile aderendo a codesto incremento di capitale, affinché potesse mantenere invariata la propria partecipazione. Nondimeno, questa impostazione sostiene che la mancata sottoscrizione del capitale non giustifichi, di per sé, una richiesta risarcitoria. Difatti, all'azionista in questione viene attribuita una

⁵⁹⁸ V. *supra*, nota 599.

⁵⁹⁹ V. Trib. Bologna, 12 aprile 2017, in DeJure; Trib. Palermo, 27 febbraio 2019, n. 1069, in giurisprudenzadelleimprese.it.

responsabilità nella tutela del proprio diritto. Tuttavia, la totalità di queste teorie sono state più volte confutate dalla giurisprudenza della Corte di Cassazione, in quanto sono chiaramente in contrasto con il principio di equità sostanziale⁶⁰⁰. In particolare, viene precisato da quest'ultima che non è sufficiente la semplice possibilità di adesione da parte della minoranza al fine di escludere una pretesa compensatoria, poiché ciò non può prevalere su una valutazione complessiva in relazione al comportamento, posto in essere, della maggioranza. D'altra parte, in altre e diverse recenti pronunce, è stato dato particolare rilievo alle modalità con cui l'aumento di capitale è stato deliberato, e non a tale operazione considerata di per sé, soprattutto facendo riferimento al rischio di eccesso di potere attuato dai soci maggioritari. Un esempio rilevante è rappresentato dalla decisione del Tribunale di Venezia⁶⁰¹. Quest'ultimo ha rilevato che il profilo problematico risiede nella previsione di un'emissione di nuove azioni a un prezzo significativamente inferiore rispetto alla parità contabile, e non tanto nella ricapitalizzazione in sé. Tale operazione, definita come aumento di capitale "iperdiluitivo", ha determinato una sostanziale svalutazione della partecipazione dei soci di minoranza, compromettendone i loro diritti e configurando un eccesso di potere da parte della maggioranza. In linea con questo orientamento, il Tribunale di Bologna, con la sentenza del 13 marzo 2023, n. 560, ha sottolineato come l'emissione di titoli con diritto di voto, con uno sconto eccessivo rispetto al loro valore reale, costituisca una manovra finanziaria abusiva, poiché provoca una drastica riduzione del peso degli azionisti di minoranza. In tali contesti, si ravvisa l'intento della maggioranza di consolidare il proprio potere all'interno della società, con effetti distorsivi sul mercato della contendibilità.

Va evidenziato che l'aumento di capitale iperdiluitivo può essere utilizzato come una vera e propria difesa anti-OPA. Attraverso la diluizione delle partecipazioni, si riduce l'*appeal* di un'acquisizione ostile, poiché l'operazione rende più oneroso per un potenziale offerente ottenere il controllo della società. Tuttavia, l'utilizzo di questo strumento, sebbene efficace come barriera contro scalate non desiderate, può facilmente trasformarsi in un abuso di maggioranza, con conseguenze giuridiche rilevanti. D'altro canto, la giurisprudenza, come dimostrano le sentenze citate, ha chiaramente indicato che l'adozione di incrementi di capitale, con tali modalità, deve rispettare i principi di equità

⁶⁰⁰ Cfr. Cass. Civ., Sez. I, Sent., 22/06/2017, n. 15472; Cass. Civ., 02/07/2021, n. 18770, *cit.*

⁶⁰¹ Si veda Trib. Venezia, 31/10/2018, in *Giur. comm.*, 2020, vol. II, pp. 633 e ss.

e correttezza.

Altresì, di particolare rilievo è anche la più recente pronuncia della Corte di Cassazione⁶⁰², il quale ha ulteriormente approfondito la questione, riconoscendo la risarcibilità del danno derivante dall'abuso di maggioranza, in caso di aumento di capitale. In questo caso, i giudici ambrosiani di prime cure⁶⁰³ avevano accolto una domanda risarcitoria promossa da una socia di minoranza contro i soci maggioritari, i quali avevano abusato della loro posizione approvando codesti incrementi pregiudizievoli per la minoranza. Successivamente all'impugnazione, i giudici di legittimità hanno stabilito che, nel caso in cui si configuri la suddetta fattispecie, il danno compensabile non si limita all'alienazione dei titoli a terzi a un prezzo inferiore al loro valore reale, bensì si manifesta già nel momento in cui viene adottata la deliberazione di aumento del capitale. Tale pregiudizio si produce nel momento in cui il socio di minoranza, trovandosi in una condizione di impotenza finanziaria, non è in grado di sottoscrivere le nuove azioni emesse. Di conseguenza, il danno subito si concretizza nella svalutazione del valore delle sue partecipazioni societarie, effetto diretto della delibera adottata dalla maggioranza. Il risarcimento, dunque, copre la perdita patrimoniale sofferta dal socio di minoranza, che si trova ad affrontare un progressivo depotenziamento della propria posizione nella compagine sociale, senza che possa porvi rimedio per ragioni economiche. D'altro canto, gli stessi Giudici di ultima istanza hanno ribadito che l'abuso di maggioranza, in tali circostanze, comporta una violazione dei principi di correttezza e buona fede.

Sulla base di quanto discusso, per completezza, è dunque essenziale rievocare quanto precedentemente esposto riguardo alla teoria della differenza. A tal proposito, secondo tale principio e alla luce della sentenza del 2021, gli ermellini hanno categoricamente affermato che il risarcimento del danno, ai sensi dell'art. 1223 c.c., "*costituente la norma fondamentale in tema di quantificazione del danno risarcibile*", deve essere determinato considerando "*la differenza tra l'ammontare che ipoteticamente il patrimonio complessivo del danneggiato avrebbe raggiunto senza l'intervento dell'atto illecito ed il suo effettivo ammontare a seguito dell'illecito stesso*". Questo principio, applicabile anche agli illeciti extracontrattuali, viene esteso in forza del rinvio operato dall'art. 2056 c.c., includendo così sia la perdita subita (*damnum emergens*) che il mancato guadagno

⁶⁰² V. Cass. Civ. 2/07/2021, n. 18770.

⁶⁰³ Cit. Trib. Milano, 28 settembre 2006, in Giur. it., 2007, p. 387.

(*lucrum cessans*). Inoltre, nel corso del procedimento, una critica notevole emerse nei confronti della decisione della Corte d'Appello di Milano, avanzata dai ricorrenti. Questi ultimi sollevarono dubbi sulla corretta interpretazione del momento di consumazione dell'illecito e della verifica del danno. In particolare, gli appellanti contestarono la localizzazione del pregiudizio risarcibile al momento della delibera di aumento del capitale da parte dei giudici di secondo grado, sostenendo che questa non avrebbe dovuto generare automaticamente una svalutazione delle quote sociali. Nello specifico, il danno al socio minoritario, secondo gli esponenti, può verificarsi qualora la maggioranza decida un aumento di capitale, e si manifesta in due situazioni alternative: a) se l'azionista non partecipa all'aumento, subendo così la diluizione della propria quota per mancanza di risorse finanziarie necessarie alla sottoscrizione; b) in caso di "cattiva monetizzazione" delle partecipazioni sociali e dei relativi diritti di opzione, situazione che si verifica qualora l'azionista sia costretto a vendere la propria quota a un prezzo inferiore al valore di mercato. Contrariamente a tutte queste interpretazioni, la Corte di Cassazione intervenne per chiarire il quadro giuridico. La sentenza definì che il pregiudizio risarcibile si era concretizzato al momento dell'adozione della delibera, la quale imponeva condizioni nettamente svantaggiose per i soci di minoranza, configurando manifestamente un abuso di potere da parte della maggioranza. Altresì, la S.C. sottolineò che, in linea con la "teoria della differenza", il danno risarcibile trascende la mera perdita patrimoniale diretta, estendendosi agli effetti immediati dell'atto deliberativo che relegava gli *shareholder* minoritari in una posizione di svantaggio, in evidente violazione dei principi di equità e proporzionalità.

D'altro canto, in linea con l'analisi in corso, i giudici di legittimità hanno affermato che *"che il carattere patrimoniale del danno - risarcibile ai sensi del combinato disposto degli artt. 1223 e 2056 c.c. - riguarda non solo l'accertamento di un saldo negativo nello stato patrimoniale del danneggiato, ma anche l'incidenza in concreto di una diminuzione dei valori e delle utilità di cui il medesimo può disporre, costituendo il patrimonio, ai fini in considerazione, quell'insieme di beni, valori e utilità tra loro collegati sotto il profilo e mediante un criterio funzionale"*⁶⁰⁴. Di conseguenza, il concetto di patrimonialità, il quale si riferisce al danno piuttosto che all'oggetto danneggiato, non implica necessariamente un dispendio monetario o una perdita diretta di reddito o valore. Orbene,

⁶⁰⁴ Inoltre, si veda, in senso conforme, Cass.Civ., Sez. II, Sent., 05/07/2002, n. 9740.

può anche tradursi in una riduzione del valore economico o delle utilità percepite dal soggetto leso.

In conclusione, applicando questi principi al caso specifico, la S.C. ha concluso che il danno subito dal socio di minoranza è derivato dalla riduzione del valore delle sue partecipazioni societarie, dovuta alla sua preesistente situazione di limitazione finanziaria e aggravata dalla deliberazione, che ha previsto un significativo aumento del capitale sociale.

Conclusioni

A conclusione di questa dissertazione sulle difese anti-OPA, emergono alcune riflessioni fondamentali che evidenziano la complessità e le molteplici sfumature normative e giurisprudenziali, tanto nell'ordinamento italiano quanto nei principali sistemi giuridici internazionali, ad esempio quello statunitense.

La presente analisi ha permesso di osservare che ogni difesa anti-scalata possiede caratteristiche e implicazioni uniche, determinando diverse probabilità di conflitto di interessi, derivante dagli amministratori, e/o di abuso di maggioranza, da parte dei soci. Di conseguenza, alcune strategie difensive portano con sé una maggiore predisposizione al conflitto di interessi (es. *white knight, poison pill*), mentre altre favoriscono situazioni di eccesso di potere (come l'aumento di capitale, sindacati di blocco). Tuttavia, non è raro che entrambe le circostanze si verifichino contemporaneamente. Ad esempio, l'aumento di capitale delegato, previsto dall'art. 2443 c.c., è un *case study* chiaro di come l'abuso di maggioranza da parte degli azionisti possa intrecciarsi con il conflitto di interessi degli amministratori. In questo contesto, l'assemblea dei soci stabilisce a monte la delega all'aumento di capitale, indicando direttive che, pur sembrando funzionali alla gestione societaria, possono essere utilizzate come strumento per rafforzare il controllo della maggioranza, diluendo le partecipazioni di quelli di minoranza. Parallelamente, emerge un conflitto di interessi derivante dai dirigenti apicali che, seguendo le linee guida dei proprietari della società, agiscono non tanto nell'interesse di quest'ultima nel suo complesso, bensì in funzione delle esigenze di loro stessi, i quali detengono il controllo dell'impresa. Dunque, l'adozione delle varie difese anti-OPA e l'emergere di una delle due situazioni appena menzionate aprono la possibilità di applicare diversi strumenti giurisdizionali a favore degli azionisti, con un'attenzione particolare per i soci di minoranza. Ciascun rimedio disponibile può offrire un vantaggio significativo a quest'ultimi, estendere la protezione a tutti gli azionisti o, in alcuni casi, preservare l'interesse della società lesa. A titolo esemplificativo, in relazione a quest'ultima ipotesi, si può fare riferimento all'implementazione del *golden parachute*, nel contesto del quale sussiste un'elevata possibilità di riscontrare un conflitto di interessi in capo al *top management*. Tale circostanza rende applicabile il disposto di cui all'art. 2392 c.c., mediante il quale può essere esperita l'azione di responsabilità verso la società.

Considerando l'analisi precedentemente condotta, e alla luce di quanto esposto nella presente tesi, è possibile giungere a una considerazione ulteriore in riferimento agli eventuali rimedi di tutela giurisdizionale. Nell'ordinamento italiano, l'applicazione giurisprudenziale della *business judgement rule*, e nonostante sia prevista una specifica tutela per gli amministratori in situazioni di un loro conflitto di interessi, risulta circoscritta e limitata rispetto a quanto previsto dal modello statunitense. Quest'ultimo offre al *top management* una protezione più estesa. In Italia, difatti, viene privilegiato l'interesse del singolo azionista, in particolare quello di minoranza, anziché una protezione esclusivamente orientata al benessere della società, intesa nel suo complesso. Al contrario, il sistema giuridico americano, pur caratterizzato da una vasta diffusione di società quotate e da un mercato ad azionariato diffuso, non dispone di una normativa finanziaria fortemente orientata alla protezione dei *minority shareholder*. D'altronde, sulla scorta della dottrina e della giurisprudenza esaminata, l'ordinamento italiano evidenzia una maggiore attenzione alla tutela degli azionisti, e in special modo quelli di minoranza, supportata anche dall'importanza dell'art. 92 del TUF (il principio di "*parità di trattamento dei soci*") e al ruolo svolto dalla Consob. Quest'ultima esercita significativi poteri di controllo e ispezione, rappresentando uno strumento di protezione e garanzia ulteriore per gli investitori. Tale impostazione implica che, in molte circostanze, l'interesse dei soci minoritari finisca per assumere una posizione prioritaria rispetto all'interesse generale della società, specialmente nei contesti di *takeover*.

Inoltre, esaminando le difese anti-OPA preventive, emerge una tendenza a privilegiare gli interessi di singoli azionisti o, in alcuni casi, degli stessi amministratori, piuttosto che l'interesse complessivo della società. Ciò risulta particolarmente evidente tramite strumenti come il *golden parachute*, dove i dirigenti apicali possono determinare le proprie indennità, senza essere soggetti a una specifica approvazione vincolante da parte dell'assemblea dei soci. In tali circostanze, le possibilità di opposizione per gli azionisti di minoranza risultano limitate, non potendo ricorrere ad alcuni mezzi di tutela fondamentali, come l'annullamento delle delibere dell'organo di gestione. Mentre gli azionisti di maggioranza, pur non disponendo di una protezione e garanzia giurisdizionale, possono esercitare una certa pressione e influenza sulle decisioni del *management*, anche in relazione alla loro eventuale revoca.

D'altro canto, le difese anti-scalata successive presentano un diverso equilibrio o gioco di

potere, poiché vi è una maggiore incidenza del rischio di abuso di maggioranza rispetto a situazioni di conflitto di interessi. In questo contesto, l'ordinamento giuridico italiano sembra orientato a una tutela più ampia dell'interesse collettivo della società. La previsione della *passivity rule* ex art. 104 TUF, unita all'obbligo di ottenere l'approvazione dell'assemblea per alcune decisioni anti-OPA, consente un equo bilanciamento tra gli interessi dei vari soci. Dunque, tale temperamento può promuovere e favorire un certo assetto decisionale, il quale potrebbe tenere conto degli interessi delle diverse posizioni di forza tra gli azionisti, e senza che sia frutto esclusivo della volontà della maggioranza.

Alla luce delle osservazioni esposte nella prima conclusione, emerge un quadro variegato di tutele giurisdizionali messe a disposizione dall'ordinamento per i titolari di azioni con diritto di voto, adottabili in relazione alle specifiche difese anti-*takeover* poste in essere. Orbene, quest'ultime si dimostrano spesso essenziali al fine di salvaguardare il capitale azionario, nonostante possano presentare elementi di criticità.

A partire dalla prima considerazione appena evidenziata, emerge un principio generale e trasversale applicabile a tutte le difese anti-OPA analizzate, cioè il rischio concreto di un pregiudizio patrimoniale per gli azionisti, in particolare quelli di minoranza, in termini di svalutazione del valore delle loro partecipazioni, come ampiamente riconosciuto in dottrina nel corso di questa tesi. Dunque, tale assunto di carattere astratto funge, al contempo, anche da base per la terza e ultima conclusione, la quale approfondirà l'applicabilità della tutela risarcitoria quale strumento di compensazione per il danno subito. Infatti, la prospettiva risarcitoria si configura come un rimedio pratico ed efficace per gli azionisti di minoranza che, soprattutto nelle due circostanze⁶⁰⁵ più volte citate, subiscono una svalutazione del proprio pacchetto azionario, compromettendo la possibilità di disinvestire a condizioni favorevoli, ad esempio nell'ipotesi di potenziale e futura OPA. Questa situazione potrebbe verificarsi frequentemente, poiché le difese adottate, in particolare quelle preventive, riducono la contendibilità della società, scoraggiando eventuali *buyer* dal presentare offerte pubbliche d'acquisto a condizioni vantaggiose. Di conseguenza, la tutela risarcitoria si afferma come l'unica e concreta forma di protezione, nonché di tipo patrimoniale, per i soci minoritari, qualora le strategie anti-OPA adottate incidano negativamente sul valore di mercato dell'impresa target o

⁶⁰⁵ L'ipotesi di abuso di maggioranza dei soci proprietari o di conflitto di interessi degli amministratori.

ostacolano il loro diritto di disinvestimento.

In particolare, l'impatto delle difese pre-*bid* risulta incisivo sul valore delle azioni, detenute proprio dai soci minoritari⁶⁰⁶. Ad esempio, alcune di queste misure, quali la *poison pill* o l'aumento di capitale con finalità preventive, mirano a limitare la partecipazione e l'influenza dei piccoli azionisti, determinando al contempo una riduzione dell'interesse del mercato finanziario e/o dei potenziali acquirenti per la società target. Ciò si traduce in una svalutazione indiretta delle partecipazioni dei soci di minoranza e, conseguentemente, in una perdita di potenziali opportunità economiche per quest'ultimi. In tal caso, potrebbe essere preclusa loro la possibilità di aderire a un'OPA fruttuosa e vantaggiosa⁶⁰⁷, sia essa volontaria o obbligatoria, impedendo così la possibilità di disinvestire a un prezzo superiore rispetto al valore di mercato delle azioni, stabilito in un determinato momento temporale.

Dunque, la tutela risarcitoria⁶⁰⁸, per perdita patrimoniale o di "*chance*", costituisce l'unico rimedio realisticamente invocabile dai soci di minoranza in tali scenari difensivi. Questa considerazione si fonda su un'applicazione estensiva dei principi e delle massime giurisprudenziali elaborate dalla Cassazione, in materia di mancata OPA obbligatoria, nei termini che verranno ora esposti nella parte conclusiva di questa trattazione.

Infine, per quanto riguarda la terza e ultima conclusione, il focus è orientato nei confronti della normativa e della giurisprudenza relative all'OPA obbligatoria, intesa sia come difesa pre-*bid* che come una *poison pill* normativa. Sulla scorta di quanto esposto precedentemente, e anche nell'introduzione di tale scritto, l'obiettivo principale della presente tesi è dimostrare la possibilità di ampliare, mediante un'interpretazione estensiva, e, in particolare, in via analogica, la *ratio* sottesa all'art. 106 del TUF, tenendo conto anche delle evoluzioni giurisprudenziali degli ultimi anni. Ciò si concentra specificamente sul danno, inteso come perdita di *chance*, subito dagli azionisti di minoranza per effetto dell'adozione impropria o della mancata adozione di un'OPA

⁶⁰⁶ In tali scenari, la ridotta capacità di controllo dei soci minoritari non solo deprezza il valore delle loro azioni, ma limita anche le possibilità di vendita di quest'ultime a un prezzo competitivo. Inoltre, un eventuale acquirente, consapevole che l'acquisto delle sole azioni minoritarie non garantirebbe il controllo della società, potrebbe offrire un prezzo inferiore, disincentivando così un'eventuale OPA a condizioni vantaggiose.

⁶⁰⁷ Se l'OPA fosse stata lanciata da un potenziale *buyer* e se gli azionisti avessero aderito ad essa.

⁶⁰⁸ Tale tutela si distingue, inoltre, da altre tipologie di rimedi *ex lege*, in quanto non mira a invalidare o modificare (cioè, quella demolitoria) l'azione intrapresa dagli amministratori o dai soci di maggioranza, bensì a compensare patrimonialmente la perdita subita dagli azionisti di minoranza.

obbligatoria, considerandola sempre nell'ambito delle difese anti-OPA attuate in maniera illegittima.

Come affermato più volte, in riferimento alla generalità degli strumenti difensivi e, specificamente in questo contesto, le implementazioni *contra legem* possono emergere in situazioni di conflitto di interessi degli amministratori o di abuso di maggioranza da parte dei soci. In questo senso, un elemento di criticità da rilevare è l'identificazione del soggetto responsabile, in caso di adozione di difese anti-scalata non conformi alla normativa vigente. Infatti, queste misure di salvaguardia possono risultare a priori inammissibili nell'ordinamento italiano e, inoltre, potrebbero implicare, contemporaneamente, un conflitto di interessi e/o un abuso di maggioranza. In riferimento a tale questione, non esiste una risposta univoca, poiché varia significativamente a seconda che si consideri, ad esempio, l'amministratore in veste individuale o l'organo di gestione collegiale.

Alla luce delle riflessioni conclusive di questa tesi, emerge come essenziale sottolineare, in via preliminare, il significativo impatto che i giudici della sez. specializzata in materia d'impresa, del Tribunale di Milano, esercitano, in relazione ai temi oggetto di questo lavoro. Essi rappresentano un punto di riferimento cruciale per la giurisprudenza di merito in materia, data la concentrazione e lo sviluppo del mercato azionario nel capoluogo lombardo, ove si originano la maggior parte delle controversie relative a questo settore.

Di conseguenza, alcune delle mie considerazioni finali sono tratte dai principi delineati dai giudici milanesi di prima cure, considerando il loro rilievo sostanziale per il tema trattato.

Premesso quanto evidenziato, una conferma al ragionamento proposto trova supporto nell'orientamento espresso dal Tribunale di Milano del 9 giugno 2007⁶⁰⁹, il quale ha riconosciuto che una delle principali finalità dell'art. 106 è garantire, in conformità con l'art. 92 TUF, la parità di trattamento tra tutti gli azionisti. Così formulato, l'argomento diventa applicabile alla tutela dei soci di minoranza, qualora si verificano violazioni di legge, abuso di maggioranza o conflitto di interessi nell'adozione di una difesa anti-OPA. Infatti, queste situazioni potrebbero violare l'art. 92, determinando pregiudizi agli azionisti minoritari, in particolare mediante l'inosservanza del diritto di opzione di

⁶⁰⁹ Cfr. Tribunale di Milano, Sez. VIII, Sentenza, 09/06/2007, in *Società*, 2008, fasc. 8, p. 997, nota di DE GIOIA-CARABELLESE.

vendita, noto come “*put option*”, il quale si correla direttamente al principio di parità di trattamento tra i soci. Tuttavia, la Cassazione ha mostrato una certa prudenza nell’avallare questa interpretazione, sottolineando che l’*equal opportunity rule* non rappresenta la finalità principale dell’art. 106, pur non escludendo che possa essere uno degli scopi secondari del disposto in oggetto. Tale prospettiva lascia aperta la possibilità per futuri sviluppi giurisprudenziali, i quali potrebbero non solo confermare l’orientamento già citato dal Tribunale di Milano, bensì anche estendere la relativa protezione a favore dei soci di minoranza, in linea con i principi fondamentali delineati dal TUF e dal mercato azionario delle società quotate. In quest’ultimo senso, in particolar modo facendo riferimento ai principi cardini del Testo Unico, relativi specificamente alla disciplina delle OPA, è importante considerarli in quanto rappresentano le finalità e le *ratio* essenziali stabilite dal legislatore, così come sottolineato all’inizio del Cap. I. Difatti, il procedimento delle OPA è uno strumento centrale per la riorganizzazione e il controllo delle imprese, nonché per garantire la contendibilità della proprietà delle stesse. Tale meccanismo si fonda su principi strutturali imprescindibili, quali l’irrevocabilità dell’offerta e la “*equal opportunity rule*”. Il primo assicura che l’OPA sia vincolante e non revocabile dall’offerente, stabilendo l’invalidità di qualsiasi patto contrario. Parallelamente, la “*equal opportunity rule*” (cd. principio di parità di trattamento ex art. 92 TUF) stabilisce che l’offerta debba essere estesa a tutti i detentori dei titoli azionari interessati, a condizioni identiche, evitando discriminazioni. Questo assunto garantisce trasparenza e correttezza nel mercato finanziario, salvaguardando il diritto di ciascun azionista a ricevere uguali opportunità, libero da abusi o disparità di trattamento. Inoltre, tale principio viene ulteriormente rafforzato nella disciplina dell’OPA obbligatoria (art. 106 TUF), tramite la “*best price rule*” e la “*pro rata rule*”, le quali assicurano il miglior prezzo delle partecipazioni azionarie e l’equità nel trattamento dei soci, evitando vantaggi unilaterali sia nei confronti degli amministratori che degli azionisti di maggioranza, durante l’acquisizione delle azioni.

Precisato ciò, e riprendendo il ragionamento precedentemente lasciato in sospeso, la Cassazione non ha negato in assoluto che l’art. 106 del TUF possa comprendere la tutela della parità di trattamento, come una delle finalità primarie. Si è limitata a rilevare che non rappresenta l’elemento centrale della norma, il che potrebbe costituire un ostacolo all’applicazione analogica del citato articolo e, dunque, alla mia conclusione. Tuttavia, in

Italia, la dottrina - tra cui Eva Desana - afferma che la violazione di tale precetto (l'art. 92 TUF) costituisce uno dei motivi per dedurre l'inammissibilità della *poison pill*. Orbene, in presenza di conflitto di interessi degli amministratori o abuso di maggioranza dei soci in caso di adozione di difese anti-OPA, si potrebbe ritenere che il principio menzionato sia compromesso. Ciò potrebbe aprire la strada e giustificare una dichiarazione di inammissibilità, applicabile ed estendibile a qualsiasi forma di difesa anti-OPA adottata nelle due circostanze suddette. Di conseguenza, si potrebbe considerare l'ammissibilità di un risarcimento del danno per i soci di minoranza, sulla base della giurisprudenza relativa all'OPA obbligatoria, intesa come una "*poison pill* normativa" dalla dottrina prevalente.

In aggiunta a quanto già esposto, desidero sottolineare l'importanza di un ulteriore pronuncia del Tribunale di Milano del 26 gennaio 2005⁶¹⁰, il quale afferma espressamente: "*motivavano l'esistenza, in astratto, di un diritto all'OPA in capo a ciascun azionista*". Dunque, viene sancito il riconoscimento, seppur in termini teorici, del diritto all'OPA per ciascun azionista. Questa decisione enfatizza che ogni socio ha una potenziale prerogativa di beneficiare delle condizioni vantaggiose e favorevoli di potenziali offerte nell'ambito di un'OPA, garantendo così un trattamento uniforme ed equo, in conformità al principio di parità di trattamento. Codesto orientamento giurisprudenziale si allinea perfettamente con il dibattito descritto nella mia tesi.

Per concludere, ultima considerazione a sostegno del mio ragionamento, la quale merita una certa attenzione, è il concetto di "*put option*", e la sua applicazione, che non si limita alle sole OPA obbligatorie, intese come difese anti-OPA preventive, posizione ormai consolidata dalla Cassazione. Invero, alla luce delle interpretazioni dottrinali e giurisprudenziali citate nel corso di questo scritto, si suggerisce che tale nozione potrebbe estendersi validamente anche a qualsivoglia forma di strategia difensiva anti-scalata, implementata *contra legem*.

Difatti, l'assenza di una *put option*, cioè un diritto di opzione di vendita, per i soci di minoranza potrebbe determinare un danno risarcibile, poiché verrebbe loro preclusa la possibilità di guadagno derivante da una potenziale OPA, come evidenziato dai giudici ambrosiani di prime cure, nella sentenza del 9 giugno 2007⁶¹¹. Precisamente, si afferma

⁶¹⁰ Tribunale di Milano, 26 gennaio 2005, in *Giur. it.*, 2005, p. 1645.

⁶¹¹ Cfr. Tribunale di Milano, 9 giugno 2007, in *Corr. giur.*, 2007, p. 1573.

che la quantificazione del danno dovrebbe essere *“determinata per ciascun titolo detenuto nella differenza tra prezzo teorico dell’OPA e valore del titolo nel giorno della maturazione dell’obbligo di offerta, anche potenziale, in quanto tale differenza corrisponderebbe al valore di scambio di un’ipotetica opzione di vendita (c.d. “put option”)*”. Da questo ragionamento, emerge una stima, la quale si fonda sulla differenza tra il prezzo teorico di un’OPA e il valore di mercato delle azioni al momento in cui si sarebbe dovuta realizzare l’offerta, sostanzialmente quantifica il mancato guadagno che gli azionisti avrebbero ottenuto. La chiave di volta di questo calcolo consiste nell’assimilare tale perdita di *chance* al “valore di scambio” che una *put option* avrebbe offerto in condizioni ideali di mercato, sottolineando quindi che ogni titolare di titoli azionari avrebbe avuto la possibilità di vendere le proprie quote, con diritto di voto, al miglior prezzo realizzabile, garantito da una potenziale OPA. In sostanza, questa interpretazione sottolinea l’importanza di considerare tali perdite patrimoniali come un effettivo diritto negato, simile al diritto di vendere le proprie azioni, in un contesto di OPA obbligatoria, a condizioni equitative garantite e in uno scenario regolamentato (es. *“best price rule”*). Dunque, questo approccio giurisprudenziale potrebbe fungere da fondamento per future richieste di risarcimento, nei casi di implementazione impropria delle difese anti-OPA, dove gli azionisti minoritari sono i più penalizzati.

Inoltre, il diritto all’OPA potrebbe essere pregiudicato, specialmente per i soci di minoranza, nel momento in cui una difesa anti-OPA annulla tale diritto, come affermato dal Tribunale di Milano nel 2005⁶¹² e confermato dalla Cassazione⁶¹³. In particolare, gli ermellini sostengono che *“la perdita di tale opzione di vendita [...] determina un danno che può anche non conciliare in modo automatico con il prezzo di vendita se l’offerta fosse intervenuta, dovendosi considerare anche gli eventi successivi incidenti sul valore di borsa delle azioni rimaste in portafoglio”*. Ulteriormente, aggiungono che *“in caso di violazione dell’obbligo di offerta pubblica di acquisto [...] compete agli azionisti cui l’offerta avrebbe dovuto esser rivolta il diritto di ottenere il risarcimento del danno patrimoniale da essi sofferto, ove dimostrino di aver perso una possibilità di guadagno a*

⁶¹² Cfr. nota 612.

⁶¹³ Cfr. Cass. Civ., Sez. I, Sent., 10/08/2012, n. 14392; Cass. Civ., Sez. I, Sent., 10/08/2012, n. 14399. D’altro canto, è utile evidenziare che, qualora la difesa anti-OPA venga meno, prima di violare una disposizione normativa o nel caso in cui sia ristabilito il diritto all’OPA, il danno subito dagli azionisti di minoranza potrebbe essere eliminato o ridotto, in conformità con le sentenze della Cassazione e del Tribunale di Milano sopra citate.

causa della mancata promozione di detta offerta". In seguito, queste interpretazioni sono state successivamente confermate dalla Cass. Civ., Sez. I, 10/02/2016, n. 2665. Pertanto, in questo contesto, il diritto al risarcimento del danno patrimoniale matura quando gli azionisti dimostrano che la mancata offerta ha causato una perdita concreta di opportunità di guadagno (perdita di *chance*). La valutazione di tale pregiudizio economico e la correlata compensazione dovrebbero, in tal modo, considerare non solo il prezzo immediato delle azioni al momento della mancata OPA, bensì anche l'evoluzione successiva dei valori di mercato, assicurando la piena valorizzazione degli investimenti dei soci minoritari. Inoltre, è importante sottolineare che, questo principio del "ristoro pecuniario", per perdita di *chance*, non si limita esclusivamente alle situazioni di mancata OPA obbligatoria. A mio avviso, sulla scorta di tutte le considerazioni effettuate fino ad ora, si estende anche a qualsiasi altro scenario in cui le difese anti-OPA, adottate in violazione delle norme sui conflitti di interessi degli amministratori o sull'abuso di maggioranza, impediscono agli azionisti di minoranza di sfruttare opportunità di vendita delle loro azioni in maniera vantaggiosa. In questi casi, il concetto di "*put option*" non esercitata o negata può essere analogamente applicato per quantificare il danno risarcibile, garantendo al contempo una parità di trattamento fra tutti i soci, in conformità all'art. 92 TUF.

Bibliografia

- ABRIANI N., CALLEGARI M., CAVALIERE T., COTTINO G., DESANA E., SARALE M., *Corporate Governance: la nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati- D.lgs. 24-02-1998, n. 58, artt. 102-112*, in *Giurisprudenza Italiana*, fasc. 12, 1998
- AMORESE M., *Denuncia al tribunale ex art. 2409 c.c. e gravi irregolarità - il Commento*, in *Le Società*, fasc. 3, 2017
- ANELLI F., RIZZINI S., BUSINELLI F., *Banche popolari tra scorporo in s.p.a. e OPA condizionate*, in *Le Società*, fasc. 3, 1995
- ANELLI F., RIZZINI S., BUSINELLI F., *D.lgs. n. 58 1998. Sollecitazione all'investimento e offerta pubblica d'acquisto*, in *Le Società*, 1998
- ANGELICI C., *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato Colombo - Portale*, Utet, Torino, 1991
- ANGELICI C., *La società nulla*, in *La società per azioni. Principi e problemi*, Milano, 1975
- ANGELICI C., *La società per azioni*, in *Principi e problemi*, Milano, 2012
- ANGELICI C., *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Rescigno, v. XVI, t. II, Utet, Torino, 1985
- ANGELICI C., *Società per azioni e in accomandita per azioni*, in *Enciclopedia del diritto*, vol. 42, Milano, 1990
- ANGELILLIS A., MOSCA C., *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della commissione europea*, in *Rivista delle Società*, 2007
- ANNUNZIATA F., *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio di titoli*, in *Società*, 1992
- ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli Editore, Torino, 2017
- ANNUNZIATA F., *OPA residuale obbligatoria diritto di recesso e tecniche di composizione dei conflitti nella società per azioni*, in *Saggi di diritto commerciale europeo*, Edizioni Scientifiche Italiane, 1995
- ANNUNZIATA F., *Verso una nuova proposta di direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche d'acquisto*, in *Rivista del Diritto Societario*, 1996
- ASCARELLI T., *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in *Rivista trimestrale di*

diritto e procedura civile, 1951

ASSONIME, *Le nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari - Il commento dell'Assonime*, in *Rivista delle Società*, 2006

AULETTA G., *Tondo patrimoniale*, Giuffrè Editore, Milano, 1992

BARBIERA L., *Riflessi della legge sulle offerte pubbliche aventi ad oggetto valori mobiliari sulla libertà contrattuale dei soggetti interessati alle offerte e sull'autonomia statutaria delle s.p.a. quotate nei mercati regolamentati*, in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 1995.

BARCA F., *Imprese in cerca di padrone: proprietà e controllo nel capitalismo italiano*, Bari, 1994

BEBCHUK L., *Efficient and inefficient sales of corporate control*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1994

BEBCHUK L., *Executive compensation as an agency problem*, in *Journal of Economic Perspective*, 2003, disponibile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=364220

BEBCHUK L., FERRELL A., *Federalism and Corporate Law: the race to protect managers from takeovers*, in *Columbia Law Review*, 1999

BEBCHUK L., *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, in *Harvard University Press*, 2004, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=537783

BECHT M., *Reciprocity in Takeovers*, in *Law Working Paper*, Ecares, Université Libre de Bruxelles & ECGI, 2003

BECHT M., *Reciprocity in takeovers*, in *Reforming company and takeover law in Europe*, a cura di Ferrarini-Hopt-Winter-Wymeersch, Oxford, 2004

BEGHETTO A., *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate*, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, fasc. 1, 2012

BENAZZO P., *Le OPA volontarie*, in *Testo Unico finanziario*, diretto da Cera - Presti, Zanichelli Editore, Bologna, 2020

BIANCHI T., *Opa difficile dire se è ostile o no*, in *Sole 24 Ore*, 1999

BOCCHIOLA M., *Perdita di una chance e certezza del danno*, in *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 1976

BONAFINI A., *sub art. 2389 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società* -

- Amministratori*, a cura di Marchetti Bianchi Ghezzi Notari, Milano, 2005
- BONELLI F., *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di Colombo - Portale, v. IV, Torino, 1991
- BONELLI F., *La responsabilità degli amministratori di spa dopo la riforma delle società*, in Giuffrè, Milano, 1992
- BONELLI F., *L'amministrazione delle spa nella riforma*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 6, 2003
- BRUNETTA R., PRETO A., *La reciprocità dirigista del modello italiano*, in *Il Sole 24 Ore*, 2006
- CAMPOBASSO M., *Diritto commerciale*, in *Diritto delle Società*, UTET Giuridica, 2020
- CAMPOBASSO M., *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in *Rivista delle Società*, 2011
- CANIZZARO V., *Commento sub articoli 99 e 100*, in *Il Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria*, a cura di Rabitti - Bedogni, Milano, 1998
- CANIZZARO V., *Commento sub art. 106*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa - F. Capriglione, Padova, Cedam, 1998
- CAPPIELLO S., *Le difese dalle offerte pubbliche di acquisto tra regolamentazione e autonomia statutaria*, in *Profili attuali di diritto societario europeo*, 2010
- CARBONETTI F., *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Rivista delle Società*, 1998
- CARCANO G., *Acquisto di azioni proprie come tecnica di difesa dalle scalate: la CEE rafforza il divieto*, in *Rivista delle Società*, 1992
- CARNEY W.J., *Mergers and Acquisitions*, in *Cases and Materials*, New York, 2000
- CERA M., *Le società con azioni quotate nei mercati*, Zanichelli Editore, v. I, Bologna, 2018
- CHIAPPETTA F., *Commento sub art. 104 TUF*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa - F. Capriglione, Cedam, Padova, 1998
- CHIAPPETTA F., *I patti parasociali nel Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in Giuffrè Editore, Milano, 1998
- CHOPER D., COATES J. C., GILSON R. J., *Cases and Materials on Corporations*, in *Aspen*

Publishers, New York, 2004

CLEARY GOTTLIEB STEEN & HAMILTON LLP, *Legge Opa - Il Governo rende opzionali la passivity rule e la breakthrough rule*, 2008, pubblicato sul sito <http://www.cgsh.com>

CLEVELAND G. H., *Developments in Corporate Takeover Techniques: Creeping Tender Offers Lockup Arrangements and Standstill Agreements*, in *Washington and Lee Law Review*, 1982

COATES J.C., *Takeover defenses in the shadow of the pill: a critique of the scientific evidence*, in *Texas Law Review*, 2000

COATE J.C., JOHN C., *The contestability of corporate control: A critique of the scientific evidence on takeover defenses*, in *Harvard Law and Economics Discussion Paper*, n. 265, Harvard Law School, Center for Law Economics and Business, 1999

COFFEE J.C. JR., *The bylaw battlefield: can Institutions change the outcome of corporate control contests?*, in *Univ. of Miami Law Review*, 1997

COLOMBO G., LISANTI M.C., *Attenti all'opa: consigli per l'acquisto del controllo*, in *Foro Italiano*, 2016

COMMENT & SCHWERT, *"Poison or placebo? evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures"*, in *Journal Financial Economic*, 1995

CONTI A., *Caso Fonsai: diritto al risarcimento del danno per gli azionisti di minoranza in caso di omessa OPA*, in *Danno e Responsabilità*, v. 3, 2016

CORSI F., *Lezioni di diritto dell'impresa*, Feltrinelli Editore, Milano, 1992

COSTI R., *Il mercato mobiliare*, a cura di Gilotta Sergio, Giappichelli Editore, XIII edizione, Torino, 2023

COTTINO G., *Circolazione delle azioni e clausola di gradimento nel progetto di riforma delle società di capitali*, in *Rivista delle Società*, 1966

COTTINO G., ABRIANI N., CALLEGARI M., CAVALIERE T., DESANA E., SARALE M., *Corporate Governance: la nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati- D.lgs. 24-02-1998, n. 58, artt. 148-165, 209*, in *Giurisprudenza Italiana*, fasc. 11, 1998

COTTINO G., *Diritto commerciale*, v. I, t. II, Zanichelli Editore, Padova, 1994

COTTINO G., *Diritto societario*, 2a ed., a cura di O. Cagnasso, Padova, CEDAM, 2011

CUSMAI M., D'AMBROSIO R., *Riflessioni sull'istituto dell'Opa obbligatoria*, in *Rivista di Diritto Commerciale*, v. I, 1995

- D'AMBROSIO C., *Commento agli artt. 102-112*, in *Il Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria*, a cura di Rabitti - Bedogni, Giuffrè Editore, Milano, 1998
- D'AMBROSIO C., *Offerta pubblica di acquisto: poteri e responsabilità degli amministratori*, in Cedam, Padova, 2014
- DAVIES P. L., SCHUSTER E., VAN DE WALLE DE GHELCKE E., *The takeover directive as a protectionist tool?*, in *ECGI-Law Working Paper*, n. 141, 2010
- DI BITONTO C., *Delibere assembleari negative (profili sostanziali e processuali) - Abuso del diritto di voto a carattere ostruzionistico (c.d. "delibere negative")*: profili sostanziali, in *Le Società*, fasc. 6, 2015
- DI MARCO G., *La nuova proposta di disciplina delle OPA nell'Unione Europea*, in *Società*, 1996
- DI MARCO G., *Opa comunitaria: un nuovo passo verso l'integrazione dei mercati finanziari*, in *Società*, 2004
- DE PRA A., *Deliberazione negativa votata in conflitto d'interessi e divieto di voto del socio-amministratore*, in *Giurisprudenza Commerciale*, v. II, 2010
- DESANA E., *Commento sub art. 104*, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto da G. Cottino, Utet, Torino, 1999
- DESANA E., *Opa e tecniche di difesa. dalle misure difensive "successive" a quelle "preventive"*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, n. 250, Giuffrè, Milano, 2003
- DONATI I., *Crisi d'impresa e diritto di proprietà. Dalla responsabilità patrimoniale all'assenza di pregiudizio*, in *Rivista delle Società*, fasc. 1, 2020
- DRAGONI G., *Ai top manager italiani un assegno post crisi da 300 milioni di euro*, in *Il Sole 24 ore*, 2011, pubblicato sul sito web:<https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercato/2011-04-14/manager-italiani-assegno-post-064229.shtml>
- EASTERBROOK F.H., DANIEL R.F., *The economic structure of corporate law*, in *Harvard University press*, 1996
- EDWARDS V., *The directive on Takeover Bids - Not worth the paper it's written on?*, in *European Company and Financial Law Review*, 2004
- ENRIQUES L., *La disciplina delle difese contro le OPA (e le non-OPA)*, in *Rivista di Diritto Societario*, 2014
- ENRIQUES L., *Le o.p.a. preventive nel Testo unico in materia di intermediazione*

finanziaria: un primo commento, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 2, 1999

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

ENRIQUES L., *Quale disciplina per le acquisizioni ostili? - Alcuni modelli teorici e la soluzione italiana*, in *Mercato Concorrenza Regole*, vol. II, 1999

ENRIQUES L., ZORZI A., *Spunti in tema di rimedi risarcitori contro l'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Rivista di Diritto Commerciale*, 2006

ENRIQUES L., *Trasferimento del controllo e offerte pubbliche di acquisto*, il Mulino, Bologna, 2000

FALCONE G., ROTONDO G., SCIPIONE L., *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Il diritto privato oggi*, a cura di P. Cendon, Giuffrè, Milano, 2001

FALZEA A., "Fatto giuridico" (voce), in *Enciclopedia del Diritto*, v. XVI, Milano, 1967

FARENGA L., *I contratti parasociali*, Giuffrè Editore, Milano, 1987

FERRARA F., CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè Editore, Milano, 2009

FERRARI A., *L'abuso del diritto nelle società*, Cedam, Padova, 1998

FERRARI M.P., *Responsabilità amministratore in conflitto d'interessi: la società deve provare il danno*, in *Il Quotidiano Giuridico*, 2018, disponibile al sito web: <https://www.altalex.com/documents/2018/06/11/responsabilita-amministratore-in-conflitto-dinteressi-la-societa-deve-provare-il-danno>

FERRARINI G., *Grandi paghe, piccoli risultati: "rendite" dei managers e possibili rimedi (a proposito di un libro recente)*, in *Rivista delle Società*, 2005

FERRARINI G., *Il Testo Unico della finanza 20 anni dopo*, in Banca d'Italia, *Quaderni di ricerca giuridica*, 2019

FERRARINI G., *Le difese contro le O.P.A. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Rivista delle Società*, fasc. 5, 2000

FERRARINI G., *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, in *Rivista delle Società*, 2005

FERRARINI G., "Un'azione-un voto": un principio europeo?, in *Rivista delle società*, 2006

FERRI G., *Le società*, Utet, Torino, 1987

FICO D., *Offerta pubblica di acquisto*, in *Contratti bancari, assicurativi e finanziari*, a cura del Dott. Daniele Fico - Studio associato Dottori commercialisti Fico – Frazzi

FINKELSTEIN J. A., *Antitakeover protection against two-tier and partial tender offers: the*

validity of fair price, mandatory bid, and flip-over provisions under delaware law, in *Securities Regulation Law Journal*, 1984

FLEISCHER A., SUSSMAN A. R., *Takeover Defense*, New York, 2000

FRANCESCHI A., *Maxi bonus e stipendi triplicati ai top manager Goldman Sachs nonostante gli utili in calo*, in *Il Sole 24 ore*, 2011, pubblicato sul sito web: <https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-01-29/maxi-bonus-stipendi-triplicati-145449.shtml>

FRISOLI G., *La clausola generale della buona fede in ambito societario*, in *Giurisprudenza Commerciale*, v. II, 2007

GABRIELLI E., *Il contratto. Il torto e il danno da perdita di chance*, in *Giustizia Civile*, v. II, 2010

GALGANO F., *Contratto e persona giuridica nelle società di capitali*, in *Contratto e Impresa*, 1996

GALGANO F., *Diritto civile e commerciale*, v. 3, t. 2, Cedam, Padova, 1999

GALGANO F., GENGHINI R., *Il nuovo diritto societario*, v. XXIX, Cedam, Padova, 2006

GATTI M., *La società target in pendenza di offerta pubblica d'acquisto*, in *Giurisprudenza Commerciale*, v. IV, 2000

GATTI M., *Le azioni con voto subordinato all'effettuazione di un'opa e l'«autorizzazione di conferma»*, in *Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè Editore, Milano, 2004

GATTI M., *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, in *Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè Editore, Milano, 2004

GATTI M., *Scelte opzionali e reciprocità nella direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto*, in *Nuova Giurisprudenza Civile Commerciale*, 2005

GAUGHAN P.A., *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, New York, 1996

GENOVESE A., *A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union? Indirizzo di saluto*, in *Quaderni Giuridici*, 2019

GILSON R. J., *A structural approach to corporations: the case against defensive tactics in tender offers*, in *Stanford Law Review*, v. 33, 1981

GILSON R. J., PACCES A. M., *The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)*, in *Harvard Business Law Review*, 2014

GILSON R. J., BLACK B., *The law and finance of corporate acquisitions*, New York, 1986

GILSON R. J., *The political ecology of takeovers: thoughts on harmonizing the european*

corporate governance environment, in *Comparative Corporate Governance - The State of Art and Emerging Research*, K.J. Hopt, H. Kanda, M.J. Roe, E. Wymeersch, S. Prigge (edited by), Oxford, 1998

GORDON J. N., *An american perspective on the new german anti-takeover law*, in *Die Aktiengesellschaft*, v. 12, 2002

GORDON J. N., *Executive Compensation: If There's a Problem, What's the Remedy-The Case for Compensation Discussion and Analysis*, in *ECGI Law Working Paper*, 2005

GORDON J. N., "Just say never?" *Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder Adopted Bylaws: an Essay for Warren Buffet*", in *Cardozo Law Review*, 1997

GIUDICI P., *Il private enforcement in caso di elusione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto - Il commento*, in *Le Società*, 2013

GUACCERO A., CIOCCA N., *Commento sub art. 104 TUF*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini - G. Gasparri, t. II, Utet, Torino, 2012

HIRTE H., *Verteidigung gegen Übernahmeangebote und Rechtsschutz des Aktionars gegen die Verteidigung*, in *ZGR*, 2002

HUMPHERY-JENNER M., *The impact of the EU takeover directive on takeover performance and empire building*, in *Journal of Corporate Finance*, 2012

IANNIELLO B., *Conflitto di interessi ed eccesso di potere nelle delibere assembleari - Commento - Nota a sentenza*, in *Le Società*, v. 5, 1997

IOCCA M. G., FERRETTI R., *Le offerte pubbliche di acquisto a venti anni dal Testo Unico della Finanza*, in *CEFIN Working Papers*, v. 82, Dipartimento di Economia Marco Biagi - Università di Modena e Reggio Emilia, 2021

KOH A. K., NAKAHIGASHI M., PUCHNIAK D. W., *Land of the falling "Poison pill": Understanding defensive measures in Japan on their own terms*, in *NUS Centre for Asian Legal Studies Working Paper*, 2019

KOWALSKI A., *Der Ersatz von Gesellschafts- und Gesellschafterschaden*, in *Ko"ln*, 1990

LA PORTA R., LOPEZ DE SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R.W., *Legal determinants of external finance*, in *Journal of Finance*, 1997

LAMANDINI M., *Legiferare "per illusione ottica"? OPA e reciprocità italiana*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2008

LAMBERT R. A., LARKER D. F., *Golden Parachutes, Executive Decision Making and Shareholder Wealth*, in *Journal of Accounting Economics*, 1985

- LASCIALFARI M., *Causalità “scientifica” e causalità “giuridica” tra imputazione del fatto e risarcimento del danno*, in *Il Corriere Giuridico*, n. 7, 2000
- LEMME G., *Opa ostili su società quotate*, in *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni*, fasc. 1, 2001
- LENER R., *Basta passività, difendiamo l’italianità! L’OPA obbligatoria dinanzi alla crisi dei mercati*, in *Analisi Giuridica dell’Economia, Studi e discussioni sul diritto dell’impresa*, 2009
- LENER R., *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio*, in *Rivista di Diritto Civile*, 1999
- LENER R., *Offerta pubblica di acquisto*, in *Digesto Commerciale*, Torino, 1994
- LIBONATI B., *Clausola di gradimento e appello al risparmio diffuso*, in *Rivista di Diritto Commerciale*, 1983
- LIBONATI B., *Gli assetti proprietari: contendibilità e regolamentazione*, in *Rivista di Diritto Commerciale*, v. I, 2002
- LIPTON M., *Takeover bids in the target’s boardroom: an update after one year*, in *Business Lawyer*, 1981
- LIPTON M., BROWNSTEIN A. R., *Takeover responses and directors’ responsibilities - an update*, in *Business Lawyer*, 1985
- LISANTI M., *L’abrogazione della l. n. 149/1992 fra il testo unico della finanza e la prossima direttiva UE sulle Opa*, in *Corriere Giuridico*, 1998
- LISANTI M., *Le difese contro l’OPA in Italia, Gran Bretagna e Stati Uniti*, in *Amministrazione e Politica*, 1995
- LISANTI M., *Quale tutela per gli azionisti di minoranza?*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2000
- LUZZI P.F., *I contratti associativi*, Giuffrè Editore, Milano, 1971
- MACCHIATI A., SICILIANO G., *Gli effetti economici dell’offerta obbligatoria successiva*, in *Journal of Economic Policy*, 1999
- MACEY J.R., *The legality and utility of the shareholder rights bylaw*, in *Hofstra Law Review*, 1998
- MACHLIN J., CHOE H., MILES J., *The effects of golden parachutes on takeover activity*, in *Journal of Law and Economics*, 1993
- MACKINLAY A., *Event Studies in Economics and Finance*, in *Journal of Economic*

Literature, 2001

MAGLIANO R., *I nodi irrisolti della tredicesima direttiva società: dall'armonizzazione alla concorrenza tra ordinamenti*, in *Diritti Commerciali Internazionali*, 2005

MAGLIANO R., *La regola di neutralizzazione e le deviazioni dal principio di proporzionalità tra rischio e potere: ancora dubbi sulla compatibilità comunitaria della legislazione italiana sui poteri speciali*, in *Diritto Commerciale Internazionale*, fasc. 1, 2010

MAISANO A., *L'eccesso di potere nelle deliberazioni assembleari di società per azioni*, Giuffrè Editore, Milano, 1968

MALBERTI C., *The Italian Regulation of Tender Offers at 15: One Step Forward, but how Many Steps Back?*, 2009, disponibile sul sito <http://www.ssrn.it>

MARCHETTI P., *D. Lgs. 58/1998. L'incidenza sulla disciplina delle assemblee: primi commenti*, in *Le Società*, v. 17, 1998

MAZZONI A., *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giurisprudenza Commerciale*, v. I, 1998

MELIS A., CARTA S., GAIA S., *Shareholder rights and director remuneration in blockholder-dominated firms: why do italian firms use stock options*, in *Working Paper presentato al convegno su "Shareholder Rights, Shareholder Voting and Corporate Performance"*, Università di Cagliari, 2008

MIGNOLI A., *Riflessioni critiche sull'esperienza italiana dell'opa: idee, problemi, proposte*, in *Rivista delle Società*, 1986.

MIGNOLI A., *Regolamentazione delle offerte pubbliche di acquisto e difesa delle società dalle scalate*, in *Compravendite internazionali di partecipazioni societarie*, Giuffrè, Milano, 1990

MINERVINI G., *Gli amministratori di società per azioni*, Giuffrè Editore, Milano, 1956

MINERVINI G., *Le società quotate nel Testo Unico sull'intermediazione finanziaria. Prove tecniche di una riforma*, in *Rivista di Diritto Civile*, 1998

MINERVINI G., *Tre pareri in tema di opa*, in *Contratto e Impresa*, 1995

MOLONEY N., *EU securities and financial markets regulation*, 3rd ed., Oxford, 2014

MONTALENTI P., *Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1998

MONTALENTI P., *La legge italiana sulle offerte pubbliche: prime riflessioni*, in

- Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 1, 1992
- MONTALENTI P., BALZOLA S., *La società per azioni quotata*, in *Le nuove s.p.a.*, diretta da Cagnasso - Panzani, Utet, Torino, 2010
- MONTALENTI P., *Le offerte pubbliche di acquisto. Le fattispecie obbligatorie*, Giuffrè Editore, Milano, 1995
- MONTALENTI P., *Le operazioni con parti correlate: il nuovo regolamento Consob*, in *Il Nuovo diritto delle società*, v. XII, 2010
- MONTALENTI P., *Opa: la nuova disciplina*, in *Banca Borsa e Titoli Di Credito*, 1999
- MONTANARI M., *Gestione dell'impresa e offerta pubblica di valori mobiliari*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1995
- MORELLO A., *Scalate ostili e misure difensive: dalla direttiva Opa al decreto 146/09*, in *Società*, 2010
- MOSCA C., *Autorizzazione dell'assemblea, commento all'art. 104, d.lgs. 24 febbraio 1998, n.58*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Commentario (diretto da) P. Marchetti e L.A. Bianchi, Giuffrè, Milano, 1999
- MOSCA C., *La maggiorazione del voto il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie opa*, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, fasc. 5, 2015
- MOSETTO F., *Diritto d'acquisto ex art. 111 t.u.f. - Questioni di costituzionalità dello squeeze-out in Italia e in Germania*, in *Rivista Giurisprudenza Italiana*, fasc. 2, 2024
- MUCCIARELLI F., *Combinazioni aziendali e passivity rule*, in *Banca Borsa e Titoli Di Credito*, 2000
- MUCCIARELLI F., *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'OPA*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 6, 2005
- MUCCIARELLI F., *L'attuazione della Direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 3, 2008
- MUCCIARELLI F., *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, in G. Giappichelli Editore, Torino, 2014
- MUCCIARELLI F., *Società per azioni e offerta pubblica d'acquisto - Le difese successive contro offerte pubbliche d'acquisto di azioni quotate*, in Giuffrè Editore, Milano, 2004
- NAZZICONE L., *Commento all'art. 2392*, in *La riforma del diritto societario*, a cura di Lo

Cascio, Milano, 2003

OPPO G., *Le convenzioni parasociali fra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Rivista Notariato*, v. I, 1987

OPROMOLLA G., *La nuova normativa italiana sulle opa e le misure difensive contro le Opa ostili. Cosa cambia?*, in *Società*, 2007

PAGANO M., *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'OPA, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in *Rivista delle Società*, 1998

PALMIERI M., *Offerte al pubblico e sollecitazioni di pubblico risparmio*, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da M. Cera - G. Presti, v. I-II, Zanichelli Editore, Bologna, 2020

PARDOLESI R., PORTOLANO A., *All'ombra delle piramidi - Appunti su Opa, governo societario e concorrenza tra ordinamenti*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2001

PATRONI GRIFFI A., *Commento sub art. 2391*, in *La riforma delle società*, Commentario a cura di Sandulli-Santoro, v. I, Torino, 2003

PEARCE J. A., ROBINSON R. B., *Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth*, in *Business Horizons*, v. 47, 2004

PENNINGTON R.R., *Relazione sulle offerte pubbliche di acquisto di titoli a fine di controllo e sulle altre offerte pubbliche*, in *Rivista delle Società*, 1975

PERNAZZA F., *Autonomia e controllo nell'ordinamento delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1999

PERRONE A., *Informazione al mercato e tutela dell'investitore*, Giuffrè Editore, Milano, 2003

PETTITI P., *Il caso Société Générale de Belgique: riflessioni sulle offerte pubbliche di acquisto*, in *Rivista di Diritto Commerciale*, 1991

PICONE L.G., *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè, Milano, 2000

PICONE L.G., *Applicabilità della "passivity rule" alle operazioni in corso*, in *Le Società*, v. 3, 2000

POLI S., *I meccanismi societari di attuazione dei piani di Stock Option e Stock Grant, in Stock option e incentivazione del management*, a cura di Regalli, Milano, 2003

POMELLI A., *Inadempimento dell'obbligo di opa totalitaria e tutela risarcitoria: il caso è chiuso? [Nota a sentenza]*, in *Le Società*, fasc. 5, 2016

- PORTALE G.B., DOLMETTA A.A., *Per un “cavaliere bianco” non “dimezzato” due questioni cruciali per l’Opa concorrente*, in *Banca, Impresa, Società*, 1995
- PREITE D., *Abuso di maggioranza e conflitto d’interessi del socio nella società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G.E. Colombo - G.B. Portale, v. 3, t. 2, Torino, 1993
- PREITE D., *Il nuovo diritto delle società. Società di capitali e cooperative*, a cura di G. Olivieri, G. Presti, F. Vella, Il Mulino, Bologna, 2003
- PROVERBIO D., *Brevi note in tema di OPA a cascata – Commento*, in *Le Società*, 1999
- QUATRARO B., *Le offerte pubbliche di acquisto e scambio, dottrina, casi e materiali*, Giuffrè, Milano, 2000
- RAGNO M., *Il prospetto informativo*, in *Banche e mercati finanziari*, a cura di Vella, 2002
- REGALDO F., *Le tecniche difensive nelle opa ostili*, in *Riflessioni comparatistiche*, Torino, 2004
- REGOLI D., *Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo dei soci in pendenza di opa*, in *Rivista delle Società*, 2000
- REGOLI D., *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Giappichelli, Torino, 1996
- RESCIO G.A., *I sindacati di voto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo - Portale, v. 3, t. 1, Torino, 1994
- RIGOTTI M., *L’Opa Credito Romagnolo*, in *Rivista delle Società*, 1996
- RISO C., *“Cassazione: quando i soci o i terzi possono ottenere dagli amministratori il ristoro dei danni subiti”*, in *Andersen Legal*, 2019
- ROLLI R., *Risarcimento del danno per perdita di chance - Private enforcement per mancata OPA e risarcimento del danno per perdita di chance*, in *Giurisprudenza Italiana*, fasc. 5, 2019
- ROMAGNOLI G., *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, in *CEDAM*, Padova, 1996
- ROMANO R., *Foundations of Corporate Law*, in *Carolina Academic Press*, 1993
- ROMANO R., *The future of hostile takeovers: Legislation and public opinion*, in *University of Cincinnati Law Review*, v. 57, 1988
- RORDORF R., *A quindici anni dal testo unico della finanza*, in *Il Foro Italiano*, v. 136, fasc. 10, 2013
- RORDORF R., *I poteri degli azionisti di minoranza nel testo unico sui mercati finanziari*,

in *Scritti di diritto societario in onore di Vincenzo Salafia*, Milano, 1998

RORDORF R., *L'abuso di potere della minoranza*, in *Le Società*, fasc. 7, 1999

RORDORF R., *Minoranza di blocco ed abuso di potere nelle deliberazioni assembleari di S.p.A. - Il commento*, in *Il Corriere Giuridico*, n. 10, 2007

ROSATI E., *La nuova disciplina delle tecniche di difesa nelle opa ostili*, in *Società*, 2009

ROVELLI L., *L'art. 104 T.U.F., la passivity rule e l'adozione delle tecniche antiscalata. La responsabilità degli organi amministrativi*, in *Relazione al Convegno organizzato da ITA, O.P.A., O.P.S. e patti parasociali*, Milano, 1999

ROWOLDT M., STARKE D., *The role of governments in hostile takeovers - Evidence from regulation, anti-takeover provisions and government interventions*, in *International Review of Law and Economics*, 2016

RYNGAERT M., *The effect of poison pill securities on shareholder wealth*, in *Journal of Financial Economics*, 1988

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

RUSSO G., *La nuova direttiva n. 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto*, in *Altalex*, 2005

SALOMAO FILHO C., STELLA RICHTER M. JR., *Note in tema di offerte pubbliche di acquisto, ruolo degli amministratori ed interesse sociale*, in *Rivista di Diritto Commerciale*, 1993

SANTORO PASSARELLI F., "Atto giuridico" (voce), in *Enciclopedia del Diritto*, v. IV, Milano, 1959

SANTOSUOSSO D.U., *Conflitti di interessi nella remunerazione degli amministratori*, in *L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto*, a cura di A. Sarcina - Ja García Cruces, Bari, 2010

SANTOSUOSSO D.U., *I compensi dei componenti degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche, Le operazioni con parti correlate*, in *Atti del Convegno Università Cattolica del Sacro Cuore*, Giuffrè, Piacenza, 2011

SBARBARO F. M., *Appunti in tema di scalate e tattiche difensive nell'ordinamento statunitense*, in *Eurilink*, Roma, 2012

SCHIATTONE S.S., *Soci di minoranza e strumenti di tutela nelle società per azioni quotate*

in borsa, in Altalex, 2004, disponibile sul sito web: <https://www.altalex.com/documents/news/2004/07/21/soci-di-minoranza-e-strumenti-di-tutela-nelle-societa-per-azioni-quotate-in-borsa#sdfootnote88sym>

SCIPIONE L., *La direttiva europea in materia di OPA: profili generali e aspetti comparatistici*, in *Rivista di Diritto dell'Impresa*, 2005

SCIPIONE L., *La disciplina delle misure di contrasto all'Opa ostile, fra stabilità degli assetti azionari e contendibilità del controllo*, in *Innovazione e Diritto*, 2008

SCIPIONE L., *La nuova disciplina dell'opa europea: un'ipotesi di regolamentazione minimale*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2005

SFAMENI P., *La nuova Direttiva europea sulle offerte pubbliche di acquisto*, in *Rivista delle Società*, 2004

SHEARMAN & STERLING LLP, *Società italiane quotate meno contendibili*, 2008, pubblicato sul sito <http://www.shearman.com>

SIMIONATO A., *Abuso di maggioranza*, in *Le Società*, fasc. 12, 2023

SILVETTI C., *Note a margine di un recente caso di Opa ostile*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, fasc. 1, 1997

SPADA P., *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Rivista di Diritto Civile*, 1985

STEIN J., *Efficient capital markets, inefficient firms: a model of myopic corporate behavior*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1989

STELLA RICHTER M. JR., *A proposito della direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche di acquisto e dei suoi interpreti*, in *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di G. Ferri Jr. e M. Stella Richter Jr., Milano, 2010

STELLA RICHTER M. JR., *“Trasferimento del controllo” e rapporti tra soci*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1996

STRAMPELLI G., ZOPPINI A., *OPA volontaria e accordi preventivi tra l'offerente e i soci rilevanti dell'emittente*, in *Banca Borsa e Titoli Di Credito*, v. 75, fasc. 3, 2022

TAURINI S., BONISOLI M., *Doveri ed obblighi generali degli amministratori di S.p.A.*, in Wolters Kluwer, anno di pubblicazione non disponibile

THOMAS R.S., *International executives pay: current practices and futures trends*, in *Elgar Publishing*, 2009

TOFFOLETTO A., *Amministrazione e contratti*, in *Diritto delle società di capitali*, Milano, 2003

- TOMBARI U., *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Quaderni Cesifin, La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio*, a cura di U. Tombari, Torino, 2007
- TONELLO M., *Corporate governance e tutela del risparmio*, in *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'Economia*, Galgano, Padova, 2006
- TRISCORNIA A., *Riflessioni sull'OPA obbligatoria, ripercorrendone la ratio*, in *Banca Impresa Società*, fasc. 1, 2018
- TRON A., *La legge n. 149/1992 e le strategie "antiscalata": un'analisi comparata della regolamentazione attuale*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 1997
- UMETSU H.R, SONODA M., *Comparative analysis of turkish and japanese tender offer regulations: protection of minority shareholders*, in *Turkish Commercial Law Review*, 2016
- UNGUREANU M. C., *Politica di remunerazione degli amministratori delle società quotate - Il commento*, in *Le Società*, fasc. 5, 2011
- VELASCO J., *The enduring illegitimacy of the poison pill*, in *Journal of Corporation Law*, 2002
- VELLA F., *La nuova passivity rule nella disciplina delle offerte pubbliche di acquisto: alla ricerca di un difficile equilibrio*, in *Banca, impresa, società*, 2000
- VELLA F., *La passivity rule nella legge italiana sulle offerte pubbliche di acquisto e gli effetti sul mercato del controllo societario*, in *Banca, Impresa Società*, 1993
- VENTORUZZO M., *Commento sub art. 2391*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2005
- VENTORUZZO M., *Respinta dal Parlamento Europeo la Tredicesima direttiva sull'opa*, in *Rivista delle Società*, 2000
- VENTORUZZO M., *Takeover regulation as a wolf in sheep clothing: Taking U.K. rules to Continental Europe*, in *University of Pennsylvania Journal of Business and Employment Law*, v. XI, 2008
- VENTORUZZO M., *Un nuovo giro di giostra per la passivity rule*, 2009, pubblicato sul sito <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1001316.html>
- VIANDIER A., *Opa, ope et autres offres publiques*, in *Levallois*, 1999
- VISCO I., *A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market*

Union?, in Banca d'Italia, 2009

WEIGMANN R., *La nuova disciplina delle opa*, in *La riforma delle società quotate*, Atti del Convegno di Santa Margherita Ligure 13-14 giugno, Milano, 1998

WEIGMANN R., *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle Società per Azioni*, diretto da Colombo - Portale, v. X, cap. 2, Torino, 1993

ZANARDO A., *I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2006

Giurisprudenza

Cassazione Civile:

Cass. Civ., 02/08/2024, n. 21884

Cass. Civ., 28/03/2024, n. 8440

Cass. Civ., 25/03/2024, n. 8069

Cass. Civ., 08/01/2024, n. 435

Cass. Civ. 13/03/2023, n. 7272

Cass. Civ., 17/02/2023, n. 5045

Cass. Civ., 24/01/2023, n. 2172

Cass. Civ., 03/08/2022, n. 24156

Cass. Civ., 21/03/2022, n. 9054

Cass. Civ., 02/07/2021, n. 18770

Cass. Civ., 08/04/2021, n. 11223

Cass. Civ., 09/11/2020, n. 25056

Cass. Civ., 22/06/2020, n. 12108

Cass. Civ., 20/05/2020, n. 9206

Cass. Civ., 07/02/2020, n. 2975

Cass. Civ., 15/01/2020, n. 521

Cass. Civ., 30/05/2019, n. 14778

Cass. Civ., 08/02/2019, n. 3779

Cass. Civ., 09/01/2019, n. 285

Cass. Civ., 17/12/2018, n. 32573

Cass. Civ., 25/07/2018, n. 19741

Cass. Civ., Sez. Unite, 22/05/2018, n. 12564
Cass. Civ., 09/03/2018, n. 5641
Cass. Civ., 22/06/2017, n. 15472
Cass. Civ., 22/06/2017, n. 15470
Cass. Civ., 25/10/2016, n. 21517
Cass. Civ., 31/08/2016, n. 17441
Cass. Civ., 24/02/2016, n. 3625
Cass. Civ., 18/02/2016, n. 3186
Cass. Civ., 16/02/2016, n. 2986
Cass. Civ., 10/02/2016, n. 2665
Cass. Civ., 07/05/2015, n. 9193
Cass. Civ., 23/10/2014, n. 22573
Cass. Civ., 10/10/2013, n. 23089
Cass. Civ., 26/09/2013, n. 22099
Cass. Civ., 22/04/2013, n. 9680
Cass. Civ., 13/02/2013, n. 3501
Cass. Civ., 12/02/2013, n. 3409
Cass. Civ., 13/11/2012, n. 19714
Cass. Civ., 10/08/2012, n. 14399
Cass. Civ., 10/08/2012, n. 14392
Cass. Civ., 22/03/2012, n. 4548
Cass. Civ., 17/02/2012, n. 2334
Cass. Civ., 01/02/2012, n. 1424
Cass. Civ., 20/01/2011, n. 1361
Cass. Civ., 11/11/2010, n. 22911
Cass. Civ., 10/12/2009, n. 25806
Cass. Civ., 01/04/2009, n. 7961
Cass. Civ., 20/02/2009, n. 4261
Cass. Civ. 03/12/2008, n. 28748
Cass. Civ., Sez. Unite, 25/11/2008, n. 28056
Cass. Civ., 21/11/2008, n. 27783
Cass. Civ., 29/10/2008, n. 25977

Cass. Civ., 16/10/2007, n. 21619
Cass. Civ., 17/07/2007, n. 15942
Cass. Civ., 12/06/2007, n. 13765
Cass. Civ., 11/05/2007, n. 10840
Cass. Civ., 03/04/2007, n. 8359
Cass. Civ., 26/01/2006, n. 1525
Cass. Civ., 12/12/2005, n. 27387
Cass. Civ., 26/09/2005, n. 18792
Cass. Civ., 04/03/2004, n. 4400
Cass. Civ., 11/06/2003, n. 9353
Cass. Civ., 05/07/2002, n. 9740
Cass. Civ., 26/02/2002, n. 2861
Cass. Civ., 12/01/2002, n. 329
Cass. Civ., 14/12/2000, n. 15786
Cass. Civ., 21/03/2000, n. 3312
Cass. Civ., 14/02/2000, n. 1662
Cass. Civ., 15/10/1999, n. 11629
Cass. Civ., 24/03/1999, n. 2772
Cass. Civ., 02/03/1999, n. 1726
Cass. Civ., 22/10/1998, n. 10488
Cass. Civ., 04/04/1998, n. 3483
Cass. Civ., 23/10/1997, n. 10422
Cass. Civ., 28/04/1997, n. 3652
Cass. Civ., 28/03/1996, n. 2850
Cass. Civ., 26/10/1995, n. 11151
Cass. Civ., 20/07/1995, n. 7890
Cass. Civ., 05/05/1995, n. 4923
Cass. Civ., Sez. Unite, 14/12/1994, n. 10680
Cass. Civ., 07/09/1993, n. 9385
Cass. Civ., 23/03/1993, n. 3458
Cass. Civ., 11/03/1993, n. 2958
Cass. Civ., 22/01/1993, n. 781

Cass. Civ., 01/02/1992, n. 1089
Cass. Civ., 19/09/1991, n. 9788
Cass. Civ., 13/04/1991, n. 3980
Cass. Civ., 22/06/1990, n. 6278
Cass. Civ., 02/06/1989, n. 2685
Cass. Civ., 09/07/1987, n. 5989
Cass. Civ., 13/01/1987, n. 133
Cass. Civ., 14/03/1985, n. 1981
Cass. Civ., 03/12/1984, n. 6300
Cass. Civ., 17/11/1982, n. 6154
Cass. Civ., 25/10/1982, n. 5567
Cass. Civ., 16/01/1982, n. 280
Cass. Civ., 28/06/1980, n. 4089
Cass. Civ., 27/07/1978, n. 3768
Cass. Civ., 15/05/1978, n. 2365
Cass. Civ., 15/11/1967, n. 2743

Corte d'Appello:

Corte d'Appello Milano, 06/10/2020, n. 643
Corte d'Appello Roma, 08/01/2009, n. 78
Corte d'Appello Milano, 15/01/2007, in *Giur. it.*, 2007
Corte d'Appello Roma, 29/05/2001, in *Riv. dir. comm.*, v. II, 2001
Corte d'Appello Milano, 06/02/1998, in *Giur. It.*, 1998, nota di FIORIO
Corte d'Appello Milano, 05/01/1996, in *Giur. It.*, v. I, 1996
Corte d'Appello Milano, 12/04/1994, in *Rep. Giur. It.*, 1994, voce "Società"
Corte d'Appello Milano, 18/12/1990, in *Giur. It.*, 1991, v. 2, nota di WEIGMANN

Tribunale di Primo Grado:

Tribunale di Milano, Sez. spec. in materia di Imprese, 08/06/2023, n. 4789
Tribunale di Bologna, 13/03/2023, n. 560
Tribunale di Milano, Sez. spec. in materia di Imprese, 25/11/2021, n. 9755
Tribunale di Brescia, Sez. spec. in materia di Imprese, 23/07/2021, in *Massima*

redazionale, 2021

Tribunale di Palermo, 27/02/2019, n. 1069, in giurisprudenzadelleimprese.it.

Tribunale di Venezia, 31/10/2018, in *Giur. Comm.*, v. II, 2020

Tribunale di Milano, 29/12/2017, n. 24235

Tribunale di Bologna, 12/04/2017, in *DeJure*

Tribunale di Prato, 15/02/2017, n. 152

Tribunale di Milano, Sez. spec. in materia di Imprese, 28/09/2016, in *Le Società*, v. III, 2017, nota di AMORESE

Tribunale di Catanzaro, Sez. spec. in materia di Impresa, 18/07/2016, in *IUS Societario*, 2017

Tribunale di Napoli, Sez. spec. in materia di Imprese, 30/12/2015, in *Corriere Giur.*, v. V, 2016, nota di FERRARO

Tribunale di Palermo, 21/07/2015, n. 4273

Tribunale di Milano, Sez. spec. in materia di Imprese, 28/11/2014, n. 9846

Tribunale di Roma, 14/06/2014, in www.giurisprudenzadelleimprese.it

Tribunale di Milano, 10/03/2010, in *Società*, v. VI, 2010

Tribunale di Novara, 21/01/2010, in www.novaraius.it.

Tribunale di Palermo, 20/02/2009, n. 910

Tribunale di Roma, 21/04/2008, n. 8455

Tribunale di Catania, 10/08/2007, in *Corriere Giur.*, v. III, 2008, nota di CIAN

Tribunale di Milano, 09/06/2007, in *Corriere Giur.*, 2007

Tribunale di Milano, 02/05/2007, in *Banca, borsa, titoli di credito*, v. II, 2007

Tribunale di Milano, 28/09/2006, in *Giur. It.*, 2007

Tribunale di Napoli, 06/06/2006, in *Foro It.*, v. I, 2007

Tribunale di Milano, 07/02/2006, n. 1372

Tribunale di Milano, 26/05/2005, in *Giur. Comm.*, v. II, 2005

Tribunale di Milano, 01/02/2005, in *Giur. It.*, 2005

Tribunale di Milano, 31/01/2005, in *Giur. It.*, 2005, nota di CERRATO

Tribunale di Milano, 26/01/2005, in *Giur. It.*, 2005

Tribunale di Milano, 14/04/2004, in *Giur. It.*, 2004, nota di BERTOLOTTI

Tribunale di Ancona, 18/01/2002, in *Le Società*, v. IV, 2002, nota di ORTOLANI

Tribunale di Saluzzo, 14/04/2001, in *Giur. It.*, 2001, nota di SARALE

Tribunale di Milano, 20/11/1995, in Giur. Comm., v. II, 1996
Tribunale d'Aosta, 12/04/1994, in Le Società, v. I, 1995, nota di STRANEO
Tribunale di Bologna, 20/12/1993, in Giur. di Merito, 1995
Tribunale di Milano, 06/02/1992, in Giur. Comm., v. II, 1993
Tribunale di Milano, 26/04/1990, in Giur. It., v. I, 1991
Tribunale di Catania, 12/09/1989, in One Legale
Tribunale di Milano, 29/06/1989, in Le Società
Tribunale di Milano, 26/06/1989, in Società, 1989, nota di GALASSO
Tribunale di Milano, 27/04/1989, in One Legale
Tribunale di Milano, 17/10/1988, in Società, 1989
Tribunale di Milano, 28/03/1985, in Fallimento, 1985, nota di BAGLIONI

Ringraziamenti

L'espressione "*sic parvis magna*", tradotta come "la grandezza nasce dalle piccole cose", ha profondamente influenzato il mio cammino personale e professionale. Questo motto, coniato dall'esploratore e ammiraglio inglese del XVI secolo Sir Francis Drake, suggerisce che grandi risultati possano scaturire da umili inizi. Questa filosofia mi ha costantemente ispirato, evidenziando come i significativi traguardi si costruiscano progressivamente, giorno dopo giorno. Altresì, tale approccio, tanto alla vita quanto allo studio, ha influenzato profondamente il mio percorso accademico.

Vorrei esprimere la mia sincera gratitudine al Professore Petroboni Giovanni, la cui guida e supporto durante il mio percorso universitario, e specialmente nella stesura di questa tesi, sono stati fonte di continua ammirazione e stima. Il suo approccio e la sua dedizione didattica non solo hanno arricchito la mia passione per il diritto, ma hanno anche profondamente influenzato la mia crescita personale e professionale.

Un sentito ringraziamento va a mia nonna, la cui resilienza e umiltà sono state fonte di continua ispirazione. La sua tenacia e onestà hanno suscitato in me un profondo senso di ammirazione e rispetto. Estendo questi ringraziamenti alla mia famiglia, per essere stata sempre al mio fianco, offrendo amore e sostegno nei momenti di bisogno.

Un particolare ringraziamento è dedicato alla mia ragazza, per il suo sostegno instancabile e la pazienza mostrata durante il periodo di redazione di questa tesi. Desidero anche esprimere la mia gratitudine agli amici, per il loro incoraggiamento costante.

Desidero inoltre ringraziare il mio supervisore aziendale e i colleghi del *team legal* presso la società dove lavoro attualmente. Il loro sostegno, prezioso nei mesi precedenti alla discussione finale della mia tesi, è stato di grande importanza.

Infine, un particolare pensiero va al mio fedele compagno a quattro zampe. Ricordo il giorno del nostro incontro al canile; la tua trasformazione da una creatura timida a un animale vivace e pieno di energia riflette il mio stesso percorso di crescita, sostenuto dall'amore e dall'amicizia di chi mi circonda.

Grazie a tutti per aver creduto in me e per avermi accompagnato in questa magnifica avventura accademica. La grandezza, davvero, nasce dalle piccole cose.