

Federico Maria Mucciarelli

---

## IL PRINCIPIO DI RECIPROCIÀ NELLA DIRETTIVA COMUNITARIA SULL'OPA

---

Estratto



## Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'opa (\*)

SOMMARIO: 1. La Direttiva sull'opa e le misure difensive. — 2. *Opt-out* dei legislatori nazionali e *opt-in* statutario. - 2.1. In generale. - 2.2. *Opt-out* rispetto alla *passivity rule*. - 2.3. *Opt-out* rispetto alla « neutralizzazione » delle difese preventive. - 2.4. *Opt-in* statutario. — 3. Il principio di « reciprocità ». - 3.1. In generale. - 3.2. Il presupposto: la non applicazione delle norme anti-difese. - 3.3. Quale norma anti-difesa può essere disapplicata eccedendo la reciprocità? — 4. Gli effetti delle norme anti-difese e delle loro limitazioni sulla concorrenza tra ordinamenti societari. - 4.1. Gli effetti della reciprocità. - 4.2. Gli effetti dei meccanismi *opt-out* nazionale e *opt-in* statutario.

1. *La Direttiva sull'opa e le misure difensive.* — Anche la recente Direttiva sulle offerte pubbliche d'acquisto per il controllo delle società (1) può essere inserita all'interno del più ampio problema della concorrenza tra ordinamenti. L'affermazione che una Direttiva d'armonizzazione possa mettere in competizione tra loro gli ordinamenti societari degli Stati membri potrebbe lasciare interdetti i puristi e sollevare qualche perplessità: scopo di tali direttive, infatti, è (o dovrebbe essere) ostacolare la competizione tra ordinamenti o, quantomeno, consentirla partendo da un livello minimo comune di tutela degli interessi ritenuti significativi (2).

La Direttiva sull'opa, però, riguardo a due questioni centrali per la creazione di un mercato comunitario unico del controllo societario, introduce norme che gli Stati membri, entro certi limiti e alle condizioni che vedremo, possono anche non applicare alle società aventi sede sul loro territorio. Questa facoltà di scelta ha ad oggetto le norme della Direttiva che ostacolano l'adozione di misure difensive da parte della società bersaglio dell'opa; di conseguenza, alcuni ordinamenti consentiranno alle loro società di « difendersi » liberamente, mentre altri Stati opereranno per norme più restrittive. Le « misure difensive », del resto, hanno rappresentato il principale ostacolo sul cammino, difficile e ventennale, della Diret-

---

(\*) Il testo riproduce, con l'aggiunta di note in misura essenziale e di alcune modifiche nella parte conclusiva (riguardo alle quali ringrazio Luca Enriques per alcune importanti osservazioni), l'intervento tenuto al convegno « Quale diritto per le società di capitali europee? », svoltosi presso l'Università degli Studi di Trento il 17 dicembre 2004.

(1) Direttiva 2004/25/CE del 21 aprile 2004, su *G.U.U.E.* L142, 30 aprile 2004.

(2) V. HABERSACK, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, München, 2001, 29 ss.

tiva e la soluzione in esame rappresenta l'unico compromesso che è stato ritenuto praticabile.

In via di prima approssimazione possiamo ricondurre alla nozione di « misura difensiva » ogni decisione, operazione o clausola statutaria che sia in grado di rendere più costosa, difficile o impossibile un'opera in corso o i tentativi di scalata che in futuro dovessero essere intrapresi su una società (3).

Da questa prima descrizione empirica possiamo già ricavare la distinzione più importante, ossia tra le misure « preventive » e quelle « successive » o *ad hoc*. Per difese preventive si possono intendere tutte le decisioni della società, le clausole statutarie e, al limite, gli accordi parasociali tra i soci, che hanno l'effetto di ostacolare ogni futura opera sulle azioni della società stessa. Per difese « successive », di converso, intenderemo tutte le decisioni o operazioni della società, che mirano a ostacolare la riuscita di una specifica offerta, sia essa in corso o in procinto di essere iniziata.

Riguardo alle difese « successive », la Direttiva (art. 9) introduce una disciplina pressoché identica a quella già contenuta nell'art. 104 del Testo unico della finanza italiano (4), disciplina che chiamerò, per comodità, *passivity rule* (5): agli amministratori è vietato compiere operazioni in grado di ostacolare la riuscita di un'offerta, a meno che essi non abbiano ottenuto un'autorizzazione espressa dell'assemblea, successiva alla proposizione dell'offerta.

Riguardo alle difese « preventive », infine, la Direttiva introduce una disciplina articolata, chiamata « regola di neutralizzazione ». In via di prima approssimazione, si potrebbe ritenere che, per impedire che le difese preventive ostacolino la contendibilità trans-europea del controllo societario la soluzione più semplice e lineare sia vietarle, magari codificando in una Direttiva di armonizzazione il principio « un'azione-un voto ». La soluzione accolta dalla Direttiva sull'opera, al contrario, non incide sui limiti all'autonomia statutaria stabiliti dai singoli ordinamenti nazionali, ma rende inefficaci le clausole statutarie e i patti parasociali in grado di ostacolare la riuscita di offerte future. Vediamo come.

a) Ai sensi del 2° comma dell'art. 11 le restrizioni statutarie al trasferimento delle azioni con diritto di voto « non si applicano nei confronti

---

(3) La Direttiva sull'opera, occorre ricordare, si applica solo alle offerte pubbliche d'acquisto finalizzate a ottenere il controllo, non alle altre (art. 2, 1° comma, lett. a)). La Direttiva, quindi, concerne esclusivamente il « mercato del controllo ».

(4) L'art. 104 t.u.f., infatti, prevede che la delibera assembleare che autorizza le difese sia assunta con un *quorum* speciale (30% del capitale) e che la responsabilità degli amministratori resta ferma (disposizione per la verità dal contenuto piuttosto oscuro).

(5) In realtà sarebbe più corretto impiegare espressioni diverse, poiché la norma non vieta le difese *ad hoc*, ma, al contrario, le consente purché siano autorizzate dall'assemblea nelle forme e con le maggioranze speciali.

dell'offerente durante il periodo [...] in cui l'offerta dev'essere accettata ». Parimenti inefficaci sono, per la seconda parte del 2° comma, i limiti al trasferimento delle azioni contenuti in un patto parasociale tra la società e alcuni soci o tra soci.

b) Il 3° comma prevede che le restrizioni al diritto di voto, statutarie o parasociali, non siano efficaci nell'assemblea chiamata ad autorizzare le difese successive.

c) Il 4° comma dello stesso art. 11, infine, rende inefficaci tutte le clausole statutarie o parasociali che ostacolano il concreto esercizio del potere di controllo quando l'opa ha avuto successo ottenendo il 75% del capitale con diritto di voto. Parimenti divengono inefficaci le azioni a voto multiplo (peraltro non ammesse nel diritto italiano) nella prima assemblea successiva alla conclusione dell'opa.

L'introduzione della « *passivity rule* » e della « neutralizzazione » delle difese preventive, è stata aspramente contestata da molti Stati membri. La regola di « neutralizzazione », infatti, nasce per rispondere ad un'obiezione sollevata dal Governo tedesco, il quale non poteva accettare una « *passivity rule* » comunitaria senza la una reciproca eliminazione delle difese preventive. Il diritto societario tedesco, infatti, ha recentemente soppresso la possibilità di introdurre due tra le principali difese preventive, ossia le azioni a voto multiplo e i massimali di voto <sup>(6)</sup>, lasciando, in compenso, alle società tedesche la possibilità di intraprendere operazioni difensive, sia pure nei casi ed entro i limiti posti dalla recente legge sulle opa (*WpÜG*) <sup>(7)</sup>.

Per superare questo veto il gruppo di studiosi chiamato a proporre

---

<sup>(6)</sup> *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KontraG 1998)*, che ha modificato in più punti l'*AktG* e l'*EGAktG*. Le azioni a voto multiplo sono vietate dal § 12, 2° comma, *AktG*, e dal § 5 *EGAktG*; le clausole di massimale al voto nelle società quotate sono vietate dal § 134, 1° comma, *AktG*. Il diritto tedesco, infine, consente le clausole di gradimento, le quali però per essere introdotte in statuto in un momento successivo alla costituzione necessitano dell'assenso di tutti i soci interessati (§ 180, 2° comma, *AktG*); di certo, una volta introdotta in statuto, la clausola di gradimento consente di impedire a soggetti non desiderati l'ingresso nella società e, quindi, fa sorgere una duplice questione: se lo statuto possa introdurre tra i motivi di diniego del *placet* anche la necessità di impedire cambi del controllo e, quando lo statuto non dà indicazioni, se gli amministratori possano vagliare le qualità personali dell'offerente per negare o concedere il *placet*. Su questi aspetti v. OTTO, *Übernahmeversuche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr*, in *Der Betrieb*, 1988, allegato n. 12, 9 ss. Si deve tenere presente, però, che il § 5 del regolamento di quotazione (*BörsZulV*) non consente la quotazione ai titoli non liberamente negoziabili e prevede che le azioni il cui trasferimento è sottoposto a gradimento siano ammissibili da parte dell'organo di borsa competente solo se tale condizione non compromette le negoziazioni.

<sup>(7)</sup> Cfr. § 33 *WpÜG*, il quale prevede tre ipotesi in cui le difese *ad hoc* sono legittime: se autorizzate dal consiglio di sorveglianza (e quindi non dall'assemblea), se si tratta della ricerca di un'offerta concorrente (analogamente alla Direttiva), se l'operazione sarebbe stata comunque compiuta da un amministratore diligente. L'assemblea, inoltre, può autorizzare in anticipo l'adozione di future misure difensive, determinate per la loro tipologia (cosa non consentita dall'art. 9 della Direttiva). Sia consentito il rinvio a MUCCIARELLI, *I poteri de-*

soluzioni per superare quest'empasse (*High level group*) suggerì la regola di « neutralizzazione »<sup>(8)</sup>. Ma anche quest'ultima soluzione, come intuitivo, incontrò ostacoli, poiché non era ben vista proprio dai paesi (la Svezia in testa) che consentivano difese preventive, quali le azioni a voto multiplo.

## 2. Opt-out dei legislatori nazionali e opt-in statutario.

2.1. *In generale.* — La soluzione finale della Direttiva è frutto di un compromesso suggerito dal governo portoghese e poi modificato da quello italiano durante la sua presidenza di turno del Consiglio, compromesso che, però, depotenzia fortemente la cogenza delle norme anti-difese. La *passivity rule* e la « neutralizzazione » delle difese preventive, precisamente, nel testo definitivo della Direttiva sono diventate norme non vincolanti per gli Stati membri. L'art. 12 della Direttiva, infatti, consente a questi ultimi di « non esigere che le società [...] aventi sede sociale sul loro territorio, applichino l'art. 9 (2) e (3) e/o l'art. 11 ».

Per comprendere come si articoleranno i rapporti tra i diversi ordinamenti dell'UE, e quindi se e in che maniera vi sarà spazio per una competizione tra essi, è necessario analizzare in dettaglio quest'articolo della Direttiva.

In primo luogo, l'art. 12 consente agli Stati membri di non attuare anche solo una delle due norme. In altri termini, uno Stato membro potrebbe: a) introdurre la *passivity rule* ma non la neutralizzazione; b) introdurre la neutralizzazione, ma non la *passivity rule*; c) non introdurre né l'una né l'altra. Pertanto, senza la previsione del comma successivo, e di cui tratteremo tra breve, che impone allo Stato membro che non applica una delle due regole, di consentire alle società di prevederla in via statutaria (*opt-in*), gli artt. 9 e 11 non avrebbero contenuto precettivo, se non di natura informativa, poiché gli Stati membri devono comunicare alla Commissione le misure con cui attuano, o non attuano, le disposizioni della Direttiva.

A questo punto, è necessario chiarire come si concretizzi il potere degli Stati membri di non applicare le norme anti-difese della Direttiva.

2.2. *Opt-out rispetto alla passivity rule.* — Riguardo alla *passivity rule* il discorso è semplice: lo Stato membro che decide di disapplicarla, consente agli amministratori di compiere operazioni in grado di ostacolare la riuscita dell'opa anche senza la preventiva autorizzazione dell'assem-

---

gli organi della società bersaglio nella legge tedesca sull'opa, in Banca, borsa, tit. cred., I, 2002, 659 ss.

(8) La si veda al sito <http://europa.eu.int/comm/internal-market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report-en.pdf>. La neutralizzazione è contenuta nelle raccomandazioni I.4-I.7.

blea. La *passivity rule*, occorre ricordare, è già presente in molti ordinamenti europei, tra cui l'Italia, e questi paesi, pertanto, non saranno tenuti a modificare la propria legislazione. Essi potrebbero, però, decidere benissimo di « chiamarsi fuori » successivamente dalla *passivity rule*, introducendo norme più favorevoli alle difese.

Altri ordinamenti regolano i poteri degli amministratori della società-bersaglio in maniera diversa da quanto previsto nell'art. 9 della Direttiva, consentendo ai primi una maggiore possibilità di realizzare operazioni difensive anche senza autorizzazione dell'assemblea. Questi ordinamenti, pertanto, dovranno scegliere se modificare l'attuale normativa, adeguandosi alla Direttiva, oppure non farlo, « chiamandosi fuori » implicitamente dall'applicazione della norma del diritto comunitario derivato.

2.3. *Opt-out rispetto alla « neutralizzazione » delle difese preventive.* — Il discorso si complica riguardo alla neutralizzazione delle difese preventive. A tale proposito occorre distinguere tre casi.

a) In primo luogo, un ordinamento potrebbe ritenere legittime le clausole o gli accordi parasociali « difensivi » indicati nell'art. 11, o solo alcuni di essi, e, al contempo, *non* introdurre norme che li rendono inefficaci durante un'opa per il controllo, nelle delibere d'autorizzazione di misure successive o dopo che un'opa per il controllo ha ottenuto il 75% dei diritti di voto.

b) In secondo luogo, un ordinamento potrebbe sì ritenere legittimi tali clausole o patti, ma introdurre la regola di neutralizzazione, secondo quanto previsto nell'art. 11 della Direttiva.

c) Infine, uno Stato potrebbe non ritenere legittimi tutti o alcune delle clausole o dei patti di cui all'art. 11, nel qual caso non serve introdurre la neutralizzazione, se non per le clausole o i patti legittimi.

Non pare, infine che la Direttiva consenta agli Stati membri di scindere le clausole o i patti parasociali difensivi, introducendo la neutralizzazione solo per alcuni e non per altri. Di conseguenza, ogni Stato membro potrà o introdurre la regola di neutralizzazione o non farlo, per tutte le clausole e i patti di cui all'art. 11 della Direttiva.

2.4. *Opt-in statutario.* — Come anticipato, però, lo Stato membro che non prevede la *passivity rule* o la neutralizzazione delle difese preventive deve consentire alle società aventi sede legale sul suo territorio di introdurre tali regole con una modificazione statutaria (c.d. *opt-in*). Analogamente al principio di *opt-out* a favore degli Stati, questo *opt-in* societario è possibile anche in maniera disgiunta, nel senso che le società possono decidere di introdurre l'una o l'altra delle due regole alternativamente, o le due assieme.

In altri termini, se anche uno stato membro decide di non introdurre le norme anti-difese della Direttiva nella propria legislazione e, quindi, di

mantenere (o di introdurre *ex novo*) una disciplina più favorevole alle difese, lo stesso deve consentire alle società di « optare » per la *passivity rule* e/o la neutralizzazione delle difese preventive attraverso una modifica statutaria, adottata secondo le regole sulle modifiche statutarie dell'ordinamento del paese ove la società ha la propria sede <sup>(9)</sup>.

Riguardo alla *passivity rule*, quindi, l'ordinamento deve consentire all'autonomia statutaria di introdurre una clausola che vieti agli amministratori di compiere operazioni che possano ostacolare la riuscita di un'opera senza autorizzazione espressa dell'assemblea. Di conseguenza, per gli ordinamenti che non introducono la *passivity rule*, ma consentono già all'autonomia statutaria di ampliare le attribuzioni dell'assemblea a scapito di quelle degli amministratori (qualunque sia la sanzione per eventuali comportamenti difformi) la disposizione comunitaria non introduce nulla di nuovo <sup>(10)</sup>. Al contrario, i paesi che non consentono all'autonomia

---

<sup>(9)</sup> Travalica gli scopi di questo scritto una questione centrale per individuare quali saranno gli effetti della direttiva, questione cui si può fare solo un cenno fugace, ossia la nozione di « sede ».

La versione inglese della Direttiva, con chiarezza, impiega l'espressione « *registered office* ». La versione italiana introduce l'espressione « sede legale », diversa da quella impiegata dal codice civile per indicare la sede indicata nello statuto e presso il cui registro delle imprese la società viene iscritta (« sede sociale »). Nonostante la singolare differenza terminologica, i significati delle due espressioni coincidono (rendendo così la norma nel testo italiano identica a quella del testo inglese) in forza della generale norma di conflitto di cui all'art. 25 l. n. 218 del 1995, che rinvia all'ordinamento del paese di costituzione, ove la sede statutaria deve essere necessariamente situata.

Altre versioni della stessa direttiva in altre lingue della UE impiegano, però, vocaboli ed espressioni che non rinviano chiaramente alla sede statutaria, cosicché la soluzione potrebbe doversi trovare sulla base del diritto internazionale privato nazionale, potendo creare aporie e conflitti. La versione tedesca, ad esempio, impiega semplicemente il vocabolo « *Sitz* » (ossia, sede), senza specificare se si tratti di sede legale o sede amministrativa effettiva. In effetti, prima della recente giurisprudenza della Corte di giustizia, e poi della giurisprudenza tedesca, le norme di conflitto societarie tedesche rinviavano alla sede amministrativa effettiva, e non alla sede statutaria o al paese di costituzione, sicché in tal senso si sarebbe dovuto intendere l'espressione « sede » o « *Sitz* » della Direttiva. Sul tema v. STEINMEYER, *Der übernehmerrechtliche Sitzbegriff*, in *FS Immenga*, München, 2004, 743 ss.

Il problema potrebbe essere attutito, ma non necessariamente risolto, grazie al fatto che anche la giurisprudenza tedesca, sulla scia della giurisprudenza della Corte di giustizia della Comunità europea, ha ormai relegato la *Sitztheorie* a poche ipotesi, ossia solo allo spostamento della sede reale delle « proprie » società e alla costituzione di società sul territorio. La giurisprudenza della Corte di giustizia è la seguente: 9 marzo 1999, C-212/97, I-1459 « *Centros* »; 5 novembre 2002, C-208/00, I-9919 « *Überseering* »; 30 settembre 2003, C-167/01, I-1095 « *Inspire Art* » su [www.curia.eu.int](http://www.curia.eu.int); per la giurisprudenza tedesca v. da ultimo BAYOBLG, 11 febbraio 2004, in *AG*, 2004, 266 e, in dottrina, per tutti KIENINGER, *Internationales Gesellschaftsrecht nach «Centros», «Überseering» und «Inspire Art»: Antworten, Zweifel und offene Fragen*, in *ZEuP*, 2004, 694 ss.; PORTALE, *La riforma delle società di capitali tra diritto comunitario e diritto internazionale privato, in Europa e diritto privato*, 2005, 101 ss.

<sup>(10)</sup> La maggior parte degli ordinamenti europei consentono all'autonomia statutaria di ampliare le competenze dell'assemblea, per lo più negando o limitando fortemente la possibilità che siano gli amministratori a chiedere l'autorizzazione dell'assemblea a singole operazioni di gestione. Prevedono che spettino agli amministratori i poteri non attribuiti all'assemblea dalla legge o dallo statuto la *Section il Companies act* del Regno Unito (1985) Table

statutaria, ma solo agli amministratori, di ampliare le competenze assembleari <sup>(11)</sup>, se vogliono disapplicare la *passivity rule* di cui all'art. 9 della Direttiva, devono consentire di introdurre nello statuto una clausola che rimette le difese all'autorizzazione dell'assemblea <sup>(12)</sup>.

Per la regola di neutralizzazione il discorso è più complesso, soprattutto perché una clausola statutaria probabilmente non può « mimare » gli stessi effetti dell'art. 11 della Direttiva. In particolare, è possibile introdurre clausole che prevedano l'inefficacia delle restrizioni alla trasferibilità delle azioni durante l'opa, l'inefficacia dei limiti al voto o delle azioni a voto multiplo nella delibera che autorizza le difese successive o l'inefficacia delle suddette clausole nel caso in cui un'opa ottenga il 75% dei diritti di voto. È difficile però pensare che una clausola dello statuto possa rendere inefficaci le restrizioni contenute in patti parasociali, come previsto nell'art. 11, poiché essi hanno un valore extraassociativo e vincolano solo i soci che hanno contratto l'accordo, mentre la clausola statutaria può avere o un valore « sociale » (ma estraneo all'area di efficacia del patto parasociale) o, al limite, un valore parasociale, pur essendo contenuta formalmente nello statuto, ma in tal caso essa vincolerà solo i soci che l'anno espressamente approvata e non gli altri. In tal caso, quindi, l'ordinamento che si « chiami fuori » dalle regole di neutralizzazione, dovrà consentire una sorta di « *ultra*-efficacia » della clausola statutaria che introduce la neutralizzazione convenzionale, per consentirle di rendere inefficaci i sindacati di blocco e i patti che pongono tetti al diritto di voto.

### 3. Il principio di « reciprocità ».

3.1. *In generale.* — La Direttiva, infine, introduce un'ulteriore limitazione all'operatività delle norme anti-difese, ossia il principio di « reciprocità ». L'art. 12, 3° comma, con formulazione circonvoluta, prevede

---

A, art. 70 (sul quale v. DAVIES, *Gower and Davies' principles of modern company law*, London, 2003, 298 ss.), l'art. 225-35, del codice di commercio francese, così come modificato dalla l. n. 2000-420 del 15 maggio 2001, l'art. 698, 2° comma, del codice delle obbligazioni svizzero, l'art. 93 della *Ley de sociedades anonimas* spagnola, il Libro 2, art. 107, del codice civile dei Paesi Bassi e l'art. 2364, 1° comma, n. 5 del codice civile italiano.

<sup>(11)</sup> Così § 119, 2° comma, *AktG* tedesco.

<sup>(12)</sup> L'ordinamento tedesco, quindi, se non introdurrà la *passivity rule* modificando così il § 33 del *WpÜG* del 2002, dovrà comunque introdurre una norma che deroghi all'art. 119, 2° comma, *AktG*. Questa deroga è resa difficile soprattutto per la presenza del noto § 23, 5° comma, *AktG* (principio di rigidità dell'atto costitutivo), per il quale lo statuto può introdurre clausole che divergano dalle previsioni del *AktG* solo se è consentito espressamente. È vero che la disciplina dei rapporti tra assemblea e amministratori per le difese successive sta al di fuori del *AktG* (e quindi non è ricompresa nel principio di rigidità dell'atto costitutivo), ma è opinione pressoché unanime che la ripartizione legale di competenze tra assemblea e amministratori sia un insieme di norme fondamentali per la società per azioni e quindi inderogabile. Certo, la Direttiva potrebbe indurre a interpretare la normativa attualmente in vigore in maniera più elastica, sicché potrebbe non essere necessario introdurre un enunciato normativo *ad hoc* (questa soluzione interpretativa mi è stata suggerita da Harald Baum, Max Planck institut für Privatrecht, Hamburg).



che i singoli Stati membri possano « esonerare le società che applicano l'art. 9 (2) e (3) e/o l'art. 11 dall'applicazione dell'art. 9 (2) e (3) e/o l'art. 11 l'art. 9 (2) e (3) e/o l'art. 11 » se le loro azioni sono oggetto di un'offerta da parte di una società che non applica « gli stessi articoli ».

In primo luogo, la Direttiva prevede un duplice livello di « libertà »: lo Stato può decidere di introdurre la reciprocità, ma potrebbe anche non farlo; se decide di introdurla, le società situate sul suo territorio possono decidere di avvalersene o meno.

In secondo luogo, occorre sottolineare che le società « cui si applicano » le norme anti-difese sono tanto le società aventi sede <sup>(13)</sup> in uno Stato membro che ha introdotto le suddette norme (quindi anche una sola di esse), quanto quelle con sede in uno Stato che non ha introdotto le norme anti-difese e che si sono avvalse della facoltà di *opt-in* statutario. Di fatto, quindi, la Direttiva consente alle società prive di difese (per decisione propria o per scelta statale) di erigerle se « aggredite » da una società che tali difese mantiene.

Ma vale anche l'inverso: una società per potere essere un « *bidder* » credibile in futuro e intraprendere acquisizioni e scalate, non deve avere sede legale in un paese che non adotta una delle due norme anti-difese (o entrambe) o, se è questo il caso, deve avere adottato tali regole anti-difese in via statutaria (altrimenti le future « prede » potrebbero eccepire — sempre che lo Stato della loro sede lo consenta — la reciprocità) <sup>(14)</sup>.

La reciprocità è, ovviamente, pensata per scalate transfrontaliere, ove l'offerente è situato in un paese il cui ordinamento consente difese preventive o successive, mentre l'ordinamento della società bersaglio tali misure non consente. Ma a ben vedere la stessa norma può trovare applicazione anche ad offerte tra società dello stesso paese, se questo s'è avvalso della facoltà di non introdurre le norme anti-difese e lo statuto della società « bersaglio », ma non quello dell'offerente, prevede una clausola che « mima » le norme anti-difese.

3.2. *Il presupposto: la non applicazione delle norme anti-difese.* — Il primo interrogativo che occorre sollevare riguarda il presupposto in presenza del quale la società può eccepire la reciprocità e, quindi, disapplicare le norme anti-difese. L'art. 12, 3° comma, della Direttiva prevede che la reciprocità possa opporsi quando la società offerente non applica le norme anti-difese.

Dietro quest'enunciato apparentemente chiaro si cela però un problema interpretativo riguardo alla regola di « neutralizzazione », quando all'offerente non si applichi tale norma, ma egli in concreto non abbia

---

<sup>(13)</sup> Sulla nozione di sede v. n. 9.

<sup>(14)</sup> ВЕЧТ, *Reciprocity in takeovers*, in *Reforming company and takeover law in Europe*, a cura di Ferrarini-Hopt-Winter-Wymeersch, Oxford, 2004, 661.

adottato alcuna difesa preventiva, né sociale né parasociale. Questo si verifica in presenza dei seguenti presupposti: 1) lo Stato d'incorporazione della società afferente non ha introdotto la norma che neutralizza le difese preventive; 2) la società offerente non s'è avvalsa della facoltà di *opt-in* concessa dalla Direttiva; 3) la società offerente non ha introdotto alcuna clausola con effetti profilattici, perché il diritto nazionale non le consente o per scelta dell'autonomia statutaria, né esistono patti parasociali con effetti analoghi.

Una lettura formalistica dell'art. 12, 3° comma della Direttiva indurrebbe a ritenere che anche in quest'ipotesi la società bersaglio cui si applica una delle due norme anti-difese possa decidere di disapplicarle per « reciprocità », adducendo che alla società offerente la « neutralizzazione » delle difese preventive non trova applicazione.

Questa lettura, a mio avviso, dev'essere rigettata. La *ratio* della disposizione comunitaria, infatti, è di consentire « duelli ad armi pari » e questo avviene non tanto se lo Stato o l'autonomia statutaria non prevedono la « neutralizzazione », quanto se in concreto la singola società non adotta difese preventive. Nell'esempio prima illustrato non vi è alcuna disparità, poiché la società offerente non ha alcuna difesa preventiva in atto. Di conseguenza, e a dispetto della lettera dell'art. 12, 3° comma, è opportuno, in questo caso, che il legislatore non consenta alle società bersaglio di disapplicare per « reciprocità » le norme anti-difese.

3.3. *Quale norma anti-difesa può essere disapplicata eccedendo la reciprocità?* — Il fatto che la Direttiva preveda la disapplicazione anche alternativa delle due norme anti-difese fa sorgere un altro problema interpretativo di non poco conto. Ipotizziamo che all'offerente si applichi solo una delle due norme anti-difese, per scelta dell'ordinamento della sede o per scelta della società stessa (che non ha « optato » per la norma anti-difesa non introdotta dal Paese della sede). In questo caso ci si deve chiedere se lo Stato membro possa consentire alle società *target* aventi sede sul suo territorio di disapplicare esclusivamente la medesima norma anti-difesa non applicata dall'offerente, oppure se il medesimo Stato possa permettere di disapplicare anche, o in alternativa, l'altra norma anti-difese, la quale, però, viene applicata dall'offerente.

La formulazione letterale della Direttiva non ci aiuta molto. Da un lato, infatti, si può ritenere che l'espressione « e/o » contenuta nell'art. 12 della Direttiva consenta agli Stati membri di concedere alle società piena libertà di scelta. Dall'altro, si potrebbe giungere a conclusione esattamente opposta facendo leva sulla seconda parte della stessa frase, la quale afferma che si possano disapplicare l'una e/o l'altra delle due norme anti-difese se l'opa viene lanciata da una società che non applica gli stessi articoli, intendendo così che la società bersaglio può disapplicare le *stesse* norme anti-difese disapplicate dalla società offerente.

Quest'ultima conclusione parrebbe essere la più lineare e coerente anche con un, pur ambiguo, dato testuale, ma merita di essere sottoposta ad attenta verifica. La soluzione di consentire la disapplicazione solo della stessa norma anti-difese non applicata dall'offerente, infatti, produce risultati efficienti senso solo rispetto alla *passivity rule*, non alla neutralizzazione delle difese preventive. Le due norme anti-difese, infatti, hanno natura diversa tra loro. La *passivity rule*, infatti, è sì rivolta agli Stati membri, ma impone loro di introdurre una norma di diritto societario sostanziale (un certo riparto tra i poteri degli organi). La « neutralizzazione », al contrario, rende solo inefficaci alcune clausole e alcuni patti, presupponendo la loro legittimità per il diritto societario nazionale.

Per chiarire la difficoltà interpretativa basteranno due esempi.

1) Il diritto della società offerente consente difese successive anche senza autorizzazione dell'assemblea e, al contempo, non permette difese preventive o, comunque, applica ad esse la regola di neutralizzazione. Alla società bersaglio, al contrario, si applicano, per scelta dell'ordinamento della sede o per scelta statutaria, entrambe le norme anti-difese contenute nella Direttiva. Se la società bersaglio non ha attuato difese preventive, pur applicandosi ad essa la regola di neutralizzazione, il problema in pratica non si pone, poiché essa sarà intenzionata a disapplicare solo la *passivity rule*, al pari della società offerente. Il problema sorge nel caso opposto, in cui la società bersaglio ha in essere difese preventive (ad esempio ha introdotto un tetto massimo al diritto di voto) e, al contempo, ne prevede la neutralizzazione in caso di opa. In quest'ipotesi, è opportuno che alla società emittente sia consentito disapplicare solo la stessa norma anti-difese disapplicata dall'offerente, ossia la *passivity rule*. In caso contrario, ossia se si consentisse di disapplicare anche l'altra norma anti-difese, gli Stati membri sarebbero incentivati a consentire le difese preventive e, in tali ordinamenti, le società non sarebbero incentivate a introdurre clausole di « neutralizzazione ».

2) Alla società offerente si applica la *passivity rule*, ma non la regola di neutralizzazione e, al contempo, il diritto a essa applicabile consente le difese preventive (ad esempio, consente le azioni a voto multiplo). Ipotizziamo che il diritto della società bersaglio preveda entrambe le norme anti-difese e, al contempo, non consenta o limiti fortemente le clausole statutarie di difesa preventiva (azioni a voto multiplo, massimali al diritto di voto e così via). Alla società bersaglio, quindi, servirà a ben poco disapplicare la stessa norma anti-difesa che non trova applicazione alla società offerente, perché comunque il suo ordinamento non le consente una battaglia « ad armi pari ». Se la Direttiva concedesse allo Stato di disapplicare per reciprocità solo la stessa misura disapplicata dalla società bersaglio, verrebbero di fatto favorite le società aventi sede legale in paesi che legittimano difese preventive, a scapito delle società situate in

paesi che tali difese non consentono. La concorrenza tra paesi potrebbe avere effetti opposti a quelli desiderati, facendo prevalere proprio gli ordinamenti che più ostacolano le scalate, i quali potrebbero essere scelti come sede di società veicolo chiamate a lanciare opa transfrontaliere.

Nei due casi, quindi, paiono preferibili regole diverse tra loro: a) nei confronti di società offerenti prive di *passivity rule*, consentire di escludere solo quest'ultima regola anti-difesa alle società-bersaglio che ne sono provviste; b) quando l'offerente è provvisto di difese preventive e, al contempo, applica la *passivity rule*, consentire alle società bersaglio che prevedono entrambe le norme anti-difese e aventi sede in Paesi che non consentono misure preventive, di disapplicare sia la *passivity rule* che la « neutralizzazione ».

È evidente che la soluzione dovrà essere adottata dal legislatore nazionale e non può essere ricavata dalla semplice interpretazione della Direttiva. Inoltre, probabilmente la soluzione che ho proposto potrebbe risultare eccessivamente complessa, sotto un profilo della tecnica legislativa. È opportuno, però, che il legislatore italiano, chiamato ad attuare la Direttiva, sia a conoscenza di questi singolari effetti e ne tenga conto nel compiere le sue scelte.

#### 4. *Gli effetti delle norme anti-difese e delle loro limitazioni sulla concorrenza tra ordinamenti societari.*

4.1. *Gli effetti della reciprocità.* — Chiediamoci, ora, quali saranno gli effetti della regola di reciprocità sul mercato del controllo europeo. La reciprocità, in sostanza, consente alle società di non farsi scalare (purché lo Stato d'incorporazione non abbia introdotto norme anti-difese) pagando il « prezzo » di rendere le offerte da loro proposte più difficili; semplificando, si può dire che in cambio dell'intangibilità dei rapporti di controllo la società rende più difficile l'attuazione di una politica di acquisizioni. Lo stesso vale per le scelte compiute dagli Stati membri: possono scegliere di non introdurre le norme anti-difese, rendendo il controllo delle « loro » società difficilmente aggredibile dall'esterno, in cambio di una minore capacità espansiva oltre confine.

Questo risultato è molto criticabile. La reciprocità, infatti, solo apparentemente crea un « livellamento del campo » tra i Paesi membri della UE, ma in realtà ingessa i rapporti proprietari, poiché restringe il numero — già esiguo — dei potenziali « scalatori », limitandolo alle sole società prive di difese preventive e che applicano la *passivity rule* <sup>(15)</sup>.

#### 4.2. *Gli effetti dei meccanismi opt-out nazionale e opt-in statutario.*

---

(15) BECHT, (nt. 14), 661.

— Più difficile è formulare previsioni sull'*opt-out* degli Stati membri e l'*opt-in* delle società.

Torniamo per un momento su questa norma: lo Stato è libero di non applicare una delle due norme anti-difese, o entrambe, purché consenta al contempo all'autonomia statutaria delle società incorporate sul suo territorio di « optare » per le stesse. La Direttiva, quindi, attribuisce allo Stato uno spazio di libertà di scelta, vincolandolo però, nel caso ne facesse uso, a introdurre una analoga libertà di scelta, sia pure in direzione opposta, a favore delle società.

Per capire quali saranno gli effetti della Direttiva dobbiamo chiederci quali incentivi abbiano i governanti degli Stati membri a *non* disapplicare le norme anti-difese (*opt-out*) e, nel caso lo facessero, quali incentivi abbiano le società ad introdurre tali norme (*opt-in*). Quest'ultimo interrogativo, poi, è un caso particolare di una più generale questione, che non può essere affrontata in questa sede, ossia se la competizione tra le imprese sul mercato dei capitali sia in grado di incentivarle ad adottare regole di « buona » *governance*, per attrarre capitali di rischio.

Concentriamo l'attenzione, in primo luogo, sul caso in cui lo Stato membro non abbia introdotto le norme anti-difese e sulla, conseguente, questione degli incentivi delle società aventi sede in questo paese. Queste società possono scegliere tra la norma del proprio ordinamento, che favorisce le difese, e le norme anti-difese della Direttiva, creandosi così una situazione di concorrenza tra l'ordinamento comunitario e il proprio ordinamento nazionale. Si tratta di una situazione simile a quella in cui ad una società è consentito di « scegliere » un altro ordinamento, spostando ivi la sede legale o le proprie attività, solo che in questo caso la società non è chiamata a optare « in blocco » per un certo ordinamento societario, ma solo per due specifiche regole afferenti al mercato del controllo <sup>(16)</sup>. In sostanza, la disciplina nazionale favorevole alle difese è meramente dispositiva ed è derogabile da parte dell'autonomia statutaria, sia pure solo introducendo clausole identiche alle norme della direttiva.

Ma questa scelta di lasciare la parola all'autonomia statutaria è davvero la migliore possibile? E, innanzi tutto, anche ammettendo che sia opportuno lasciare uno spazio decisionale all'autonomia statutaria, la scelta di consentire di « chiamarsi fuori » da norme pro-difese è davvero preferibile rispetto alla soluzione opposta di consentire alle società di optare per meccanismi anti-difese?

Sotto quest'ultimo punto di vista, la scelta della direttiva potrebbe non essere ottimale. L'efficacia della soluzione, infatti, dipenderà dalla capacità degli azionisti di società aventi sede in paesi che non hanno intro-

---

<sup>(16)</sup> Una soluzione analoga è stata proposta da BEBCHUK-FERREL, *A new approach to takeover law and regulatory competition*, 87 *Va l. rev.*, 2001, 111 ss.

dotto norme anti-difese di riuscire a fare approvare all'assemblea tali regole, nonostante la, prevedibile, opposizione degli amministratori (17). Se i soci potessero senza ostacoli di sorta mutare l'atto costitutivo introducendo sempre e di volta in volta le clausole ritenute collettivamente (ossia a maggioranza) più vantaggiose, il problema non si porrebbe: il legislatore dovrebbe semplicemente introdurre, come norma di *default*, la regola che egli ritiene possa produrre risultati efficienti, mentre se tale regola si rivelasse inefficiente nel caso specifico la soluzione ottimale verrà trovata dall'autonomia statutaria.

Quest'ultima, però, incontra alcuni ostacoli al suo pieno dispiegarsi, soprattutto quando la proprietà azionaria è particolarmente frammentata e dispersa. Il primo, e più significativo, ostacolo è rappresentato dalle norme sul riparto di competenze tra soci e amministratori in merito alla convocazione dell'assemblea e alla fissazione dell'ordine del giorno. Se l'ordinamento prevede che solo gli amministratori, e non i soci, possano convocare l'assemblea, norme anti-difese avranno una ben scarsa possibilità di essere approvate, visto il sostanziale potere di veto degli amministratori. Di conseguenza, la regola dell'« *opt-out* » farà approvare regole « anti-difese » solo alle società il cui diritto societario consente agli azionisti di convocare l'assemblea e di fissarne l'ordine del giorno (18).

Ma anche quando le condizioni da ultimo richiamate si verificassero, resterebbe ancora un problema aperto. Gli azionisti di società ad azionariato disperso, precisamente, incontrano inevitabili problemi d'azione collettiva nel momento in cui devono coordinarsi per votare o anche solo per convocare l'assemblea (nel qual caso ognuno di essi potrebbe essere tentato di fare *free ride* sperando che si attivino gli altri, soprattutto se la convocazione è subordinata al possesso di una determinata quantità di azioni). Questi problemi d'azione collettiva potrebbero, ma ovviamente si tratta di valutazioni suscettibili di verifica empirica, impedire agli azionisti di approvare regole anti-difese ritenute efficienti (19).

---

(17) Questo partendo dal presupposto che la norma anti-difese sia, nel caso concreto, la regola che più massimizza gli interessi dei soci e che essi, quindi, siano interessati a introdurla; nel caso opposto, in cui la regola anti-difesa, non sia ritenuta vantaggiosa dagli stessi soci, ovviamente il problema non si pone.

(18) Così BEBCHUK-HAMDANI, in *Symposium: optimal default rule for corporate law evolution*, in 96 *Nw.U.I. rev.*, 2002, 489 ss. Vedi anche già BEBCHUK, *Limiting contractual freedom in corporate law: the desirable constraints on charter amendments*, in 102 *Harv. law rev.*, 1989, 1820 ss. e spec. 1840 ss., ove si individuano le condizioni in presenza delle quali le pressioni del mercato dei capitali e del mercato del controllo possono rappresentare un reale « *constraint* » sugli amministratori, affinché questi facciano delle proposte di modifica statutaria (ossia di deroga — o *opt-out* — da norme dispositive) non a proprio vantaggio ma a vantaggio dei soci (e in particolare l'A. sottolinea che « *the market for corporate control will not discourage value-decreasing amendments that significantly reduce the power of this market* », 1844).

(19) Così ROMANO, *The genius of American corporate law*, Washington D.C., 1993, 57 ss.

Ma i dubbi sulla soluzione della Direttiva sorgono anche per un'altra ragione. Per comprendere quali effetti produrrà la Direttiva, come si è detto, occorre chiedersi quali incentivi abbiano gli Stati e le società a introdurre norme anti-difese. In paesi in cui le imprese si finanziano prevalentemente attraverso il canale del mercato dei capitali è immaginabile (ma non è sicuro, e la giurisprudenza del *Delaware* sulle difese successive lo conferma) che il mercato finanziario spinga gli Stati a introdurre regole favorevoli al mercato stesso e in grado di incentivare e rendere efficiente il mercato del controllo societario <sup>(20)</sup>.

Non si può essere certi che si verifichi il medesimo effetto nell'Europa continentale, in cui il finanziamento attraverso le banche è ancora molto significativo e ove il controllo delle imprese, anche quotate, è spesso in mano a « famiglie » o a coalizioni di soci di dimensioni significative. I legislatori nazionali, infatti, potrebbero essere incentivati ad adottare la soluzione che più protegge la stabilità dei nuclei di controllo, sotto la pressione lobbistica di questi ultimi e degli interessi coalizzati intorno ad essi. Volgendo lo sguardo alle scelte dell'autonomia statutaria, si possono compiere riflessioni pressoché identiche: se una società è controllata da un gruppo di comando stabile le regole anti-difese non verranno introdotte nell'atto costitutivo proprio per l'ovvia opposizione del socio di maggioranza <sup>(21)</sup>.

Anche queste considerazioni fanno concludere che la scelta di introdurre un regime di « *opt-out* » non è la più appropriata e, anzi, potrebbe essere un ostacolo sulla via dell'apertura dei mercati finanziari europei.

FEDERICO MARIA MUCCIARELLI

---

<sup>(20)</sup> Sul tema, da ultimo, v. ENRIQUES, *Scelte pubbliche e interessi particolari nella riforma delle società di capitali*, in *MCR*, 2005, 151, il quale sottolinea come, in realtà, la competitività del diritto societario non sia strettamente necessaria per mantenere le imprese nazionali concorrenziali o per attrarre investimenti, poiché per ottenere questi obiettivi sarebbe sufficiente consentire alle proprie società di « scegliere » liberamente il diritto societario applicabile.

<sup>(21)</sup> ENRIQUES, *EC-Company law Directives and regulations: How trivial are they*, in corso di pubblicazione su *Un. Pen. j. int. ec. law.*, 2005, n. 80 ss. e testo corrispondente del dattiloscritto che l'autore mi ha gentilmente fatto leggere.